

# L'anno che verrà



in collaborazione con **AIPB**Schola®

# Europa-USA, quattro destini possibili

**È importante guardare al combinato-disposto delle elezioni americane e di quelle europee. L'esito di questi due eventi determinerà il futuro del mondo.**



} Franco Bruni  
vice Presidente Istituto di Studi di Politica Internazionale  
di Palazzo Clerici

**A**lmeno da tre lustri, dal grande cigno nero della crisi subprime-Lehman, ci par di vivere in un mondo imprevedibile, in un'atmosfera di "incertezza", diversa dal "rischio" misurabile e assicurabile. Il Covid-19 ha confermato questa sensazione. Il fatalismo ci blocca nel fare o gestire con convinzione programmi economici e politici di medio-lungo, riforme di ampio respiro. Inutile elencare le incertezze che aprono il 2024. Basta pensare alle maggiori: due terribili guerre (ma sono di più) e 4 miliardi di persone chiamate alle urne nelle democrazie, più o meno autentiche, di tutto il mondo. Sono il **monumento all'influenza della geopolitica sull'economia**, sempre più materia di strategia e formazione nel mondo industriale e finanziario.

Le guerre sono l'aspetto più tragico e incerto dell'anno che viene, con conseguenze di ogni genere. È più facile ragionare di elezioni, il cui esito è comunque collegato alle guerre, che lo influenzano e ne sono influenzate. Tutti pensano al **"pericolo Trump"**

vedendo, nell'eventuale rielezione di un personaggio che la psichiatria ufficiale ha inserito nei libri di testo, un dramma, oltre che per il destino del suo Paese, per la già scarsa coesione del mondo e quindi per la possibilità di gestirne rischi e incertezze, in primo luogo le guerre che più ci spaventano. Anche indipendentemente dalla figura di Trump, una sua vittoria significherebbe il prevalere, nel Paese globalmente più importante, di umori e opinioni retrive circa i problemi della convivenza mondiale: dai diritti dell'uomo all'ecologia, dalla distribuzione della ricchezza e del benessere alla pace commerciale e militare, dalla cooperazione informatica a quella nella ricerca e nella sanità, dal coordinamento delle politiche economiche alla supervisione della stabilità finanziaria del mondo.

Conviene però guardare al **combinato-disposto delle elezioni americane e di quelle europee**, quelle che eleggeranno il nuovo Parlamento dell'Unione e influenzeranno in modo determinante la formazione di una nuova Commissione. Il futuro di Strasburgo e di Bruxelles pare meno cru-

## AIPB Schola riflette sugli impatti geo-politici e sull'anno che verrà

In questo numero di **ADVISOR PRIVATE**, **AIPB Schola** propone un contributo su alcuni temi geo-politici rilevanti per il 2024 e di come impattino sulla economia. Lo fa attraverso la voce autorevole del Prof. **Franco Bruni**, che è Professor Emeritus presso il Dipartimento di Economia della Bocconi, e Vice Presidente dell'Istituto di Studi di Politica Internazionale di Palazzo Clerici. Per il G20 a presidenza italiana è stato lead co-chair della task force International Finance del Think20 2021. È stato editorialista de La Stampa e ora di Domani; è il membro italiano dello European Shadow Financial Regulatory Committee. Ha studiato alla Bocconi e al Massachusetts Institute of Technology. È membro del CdA di Banca Sella Holding, è stato membro del CdA di Saipem, Pirelli, Mediaset, UniCredit Banca Mobiliare, Pioneer Investment Management. È stato visiting professor in numerose università internazionali e Vice Presidente e Presidente della Société Européenne de Recherches Financières (1994-2000).

Nell'intervista a **Theo Delia-Russel**, Managing Director e Deputy Head di Mediobanca Private Banking, ci viene offerta una visione di come affrontare, nel contesto che ci attende, la gestione dei portafogli "grandi clienti".

**ciascuna riva dell'Atlantico.** Concediamoci il lusso di chiamarli esiti positivi e negativi, senza tradire il rispetto degli elettorati e l'equilibrio dell'analisi. In USA sarebbe un esito positivo quello che premiasse uno o l'altro partito ma in modo da ridimensionare i pericoli che simbolizziamo in Trump. Le primarie repubblicane potrebbero riservare sorprese positive e, comunque, anche una vittoria democratica, per considerarsi positiva, dovrebbe avere un consenso ampio e significare un elettorato lontano da radicalismi divisivi e inconcludenti; i modi della sconfitta repubblicana non dovrebbero impedire politiche bipartisan, soprattutto nelle relazioni internazionali. In Europa, l'articolazione nazionale e partitica è più complicata. A differenza degli USA, **la governabilità dell'Unione rende indispensabile un Parlamento dove i principali filoni politici formino una maggioranza molto larga**, com'è stata fin da quando l'Europa ha deciso di provare ad affrontare insieme gli enormi problemi del dopoguerra. Sarebbe dunque positivo un esito dove quel tipo di maggioranza sia possibile, le fazio-

ziale, anche per noi europei. Eppure, molte delle questioni geopolitiche e geoeconomiche globali attendono da tempo che l'Europa sappia giocare il ruolo che meritano la sua storia e i valori sui quali da ottant'anni cerca di costruire la sua unità, la dimensione della sua ricchezza e del suo mercato. Uno dei punti meno irrazionali della precedente amministrazione Trump fu la sollecitazione all'Europa perché si procurasse una sicurezza militare adeguata, autonoma anche se atlantica. Un punto che non ha avuto quasi seguito, anche perché Trump non lo ha accompagnato con credibilità e diplomazia, ma che rimane valido, anche per la sicurezza globale, comunque vadano le elezioni americane. Semplificando drasticamente, possiamo ragionare su **due esiti diversi per**

“  
**Il fatalismo  
 ci blocca  
 nel fare  
 o gestire  
 con convinzione  
 programmi  
 economici  
 e politici  
 di medio-lungo  
 termine  
 e blocca  
 le riforme  
 di ampio respiro**  
 ”

sità nazionalistiche emarginate, i programmi ben centrati sui beni pubblici europei. Quest'ultimo aspetto è cruciale: l'Unione deve riorganizzarsi in modo da rafforzare molto la sua unità, anche istituzionale, nei settori e nelle politiche dove è essenziale, come nei rapporti col resto del mondo, mentre deve articolare meglio le autonomie nazionali dove la sussidiarietà rimane essenziale. Urge l'unità, in particolare, nella sicurezza militare e informatica, nelle politiche commerciali, in politica estera, nelle questioni di finanza internazionale, nella rappresentanza in seno alle istituzioni multilaterali. Un esito elettorale che dia luogo a un Parlamento capace di animare e controllare questa ricerca di unità, anche trasferendo entrate e spese dai bilanci nazionali a quello comunitario, sarebbe un esito positivo.

Sono quattro gli esiti possibili della combinazione fra le due elezioni.

**Con entrambi gli esiti positivi**, il mondo potrebbe cavarsela, ma dovrebbero essere davvero positivi. Infatti, sul piano formale delle parti politiche, oggi siamo in un doppio positivo ma poco soddisfatti. Il grado

## No a modelli semplici e obsoleti

Il modello di offerta delle banche private deve cambiare e deve partire da una considerazione: "un rendimento sotto il free risk" può tradursi in una perdita del cliente. Ne è convinto **Theo Delia-Russel**, Managing Director e Deputy Head di **Mediobanca Private Banking**, che riflette su possibili impatti del nuovo scenario macroeconomico e geopolitico sui portafogli dei grandi clienti.

### Cosa è cambiato nei paradigmi macro-economici negli ultimi due anni?

Il 2022, ed in parte il 2023, hanno creato un vero e proprio shock sui mercati finanziari, cogliendo impreparati gli investitori ma soprattutto gli imprenditori: un nuovo mondo, nuovi schemi e nuovi modelli di business si sono improvvisamente ripresentati.

L'impatto dei tassi si è visto in modo drammatico sulle obbligazioni: il 2022 rimarrà come uno dei peggiori anni della storia come perdita di valore del mercato obbligazionario, meno severo l'effetto sull'azionario dove la buona salute dell'economia ha avuto un effetto più mitigante sui valori dell'azionario. Non ha funzionato nemmeno la de-correlazione fra asset class. E i clienti hanno iniziato a mettere in dubbio il valore generato dai prodotti tradizionali. L'effetto post 2022 è stato quello di "back to basics" o "back to value".

Gli imprenditori si sono svegliati in un mondo dove l'indebitamento costava, i flussi di cassa erano fondamentali per l'equilibrio dell'azienda, il capitale doveva rendere perché gli azionisti oggi avevano un'alternativa.

### Quale?

I tassi dei BTP decennali quasi al 4,0%: ci hanno messo un po' a realizzarlo ma dopo sono diventati molto esigenti con i loro banker. C'è ora sul tavolo un 4% senza rischio da battere al netto delle commissioni. Il mondo non era più lo stesso... si poteva finalmente guadagnare, e bene, senza rischi.

### Considerando questo cambio di scenario e "l'anno che verrà". Cosa vi chiedono ora i grandi clienti?

Il modello di offerta delle banche private deve ora essere ripensato e riadattato a questo nuovo contesto macro economico. Un rendimento sotto il free risk può significare ora perdere il cliente. I tassi di interesse sono ora la loro prima richie-

di positività si misurerà dall'atteggiamento di chi vincerà le elezioni: quanto sarà aperto ad azioni unitarie, sia all'interno che all'estero, quanto saprà

bandire ogni tipo di faziosità, anche quella che pare basata su ottimi valori ma, proprio perché faziosa, non è in grado di ottenere risultati. Il doppio

sta istintiva, anche se per i grandi l'allocazione è molto più sofisticata e complessa del tasso sulla liquidità. I clienti chiedono alle loro banche strumenti che garantiscano flussi di cassa, e reddito certo, per durate anche significative, dopo anni di rendimenti volatili. Certezza di rendimento: questa è la prima richiesta anche se non la sola.

Probabilmente sarà solo una fase transitoria ma, è molto importante, in questi frangenti, anche da un punto di vista emotivo, accompagnare e accondiscendere il cliente in questo contesto: una parte del portafoglio deve essere sul fixed income e avere dei rendimenti target definiti su un determinato periodo di tempo. Il portafoglio d'investimento deve essere quindi ripensato tenendo conto di questo nuovo contesto macroeconomico.

**A proposito di portafoglio, il modello 60/40 che ha dimostrato tutti i suoi limiti (anche di decorrelazione), nel 2024 avrà nuovamente senso?**

Non vi è dubbio che il tradizionale portafoglio 60/40 abbia mostrato tutti i suoi limiti in un contesto macro economico di politiche monetarie espansive, shock di tassi, mercati azionari in contrazione: un mix fatale per il tradizionale portafoglio bilanciato. Occorre ripensarlo e ridisegnarlo utilizzando anche nuove asset class. Deve essere più flessibile e opportunistico perché avremo ancora volatilità, anche con le banche centrali che riducono i tassi.



Verrebbe erroneamente da pensare che in un contesto come quello attuale, dove si riparte con i tassi al loro picco storico negli ultimi dieci anni, questo modello storico potrebbe tornare a funzionare. La verità? È un modello purtroppo obsoleto e troppo semplice, sviluppato in un mondo meno globalizzato e meno correlato di quello attuale. Deve essere integrato, anche opportunisticamente, con soluzioni di finanza strutturata e con investimenti privati che possono

ridurne la volatilità e migliorarne il rendimento nel medio periodo.

I mercati sono oggi estremamente efficienti, quindi vediamo meno spazio negli arbitraggi e più spazi nella riparametrizzazione degli indici core come componente tattica di allocazione.

**Una sintesi in due battute, come sarà "l'anno che verrà"?**

Il ciclo economico è finito, ora le banche centrali non devono sbagliare nella fase di uscita e reingresso nel nuovo ciclo con le loro politiche monetarie. Il reddito fisso, almeno quello investment grade, avrà un percorso più rassicurante in termini reali, diversamente le asset class rischiose, pur beneficiando di una progressiva riduzione dei tassi, avranno un percorso più volatile, soprattutto nella fase di decelerazione della crescita, seppure in un percorso costruttivo.

esito positivo permetterebbe anche, nella governance globale, di costruire un multilateralismo più autentico ed equilibrato di quello oggi in crisi.

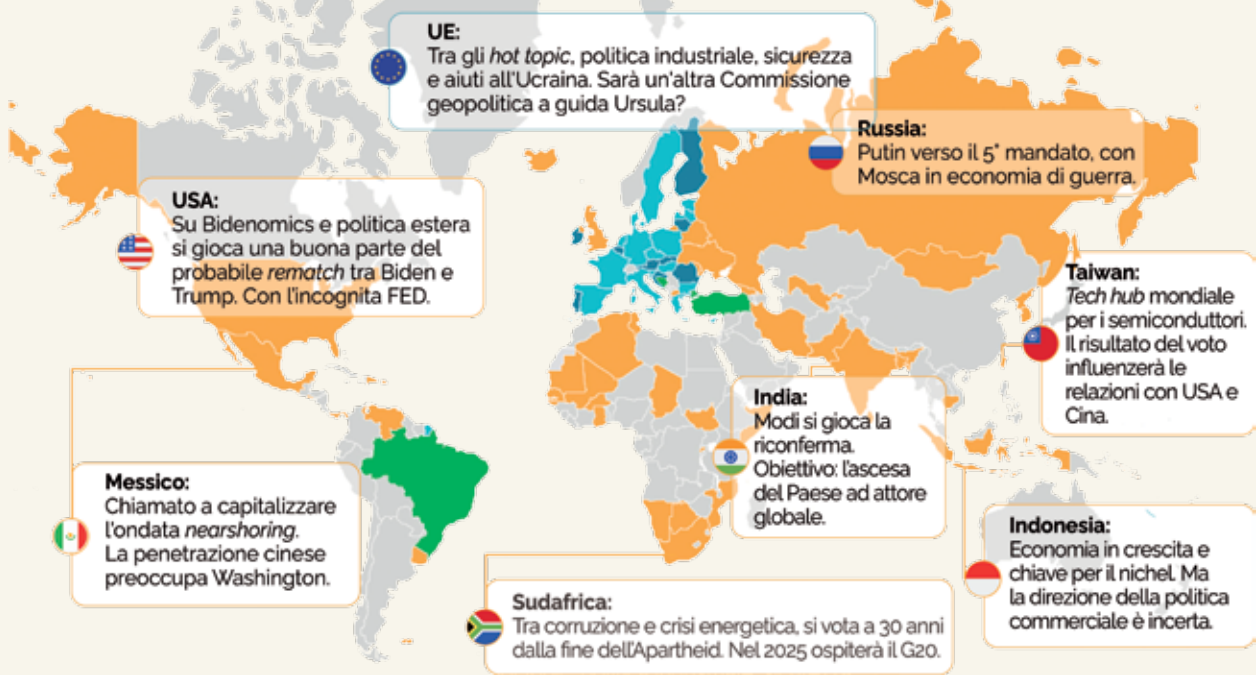
**Con entrambi gli esiti negativi**, il mondo peggiorerebbe fino a incontrare nuove tragedie. La speranza, non del tutto irragionevole, sarebbe solo

che il peggioramento induca chi governa ad autocorreggersi, dando luogo a esiti e interazioni diversi da come si annuncierebbero nel dopo-voto.

## 2024: giganti geoeconomici al voto

Quest'anno voteranno circa 4,2 miliardi di persone

- Elezioni nazionali\*
- Elezioni nazionali + elezioni Parlamento UE
- Elezioni Parlamento UE
- Elezioni locali di rilevanza nazionale



Fonte: elaborazione ISPI; \*elezioni incerte in Ucraina causa guerra

**Con esito positivo in USA e negativo da noi**, l'Europa perderebbe sempre più importanza, mentre gli USA ne guadagnerebbero, gestendo meglio i rapporti con Cina e Global South, ma con un'anacronistica enfasi sul Washington consensus. Se gli americani rilanciassero il multilateralismo, l'Europa vi parteciperebbe solo coi suoi Stati principali, non sempre in armonia fra loro. L'economia e la

finanza europea ne soffrirebbero, la prevalenza delle piazze finanziarie statunitensi crescerebbe, l'euro sarebbe meno importante anche in Europa; i tassi di interesse, la liquidità, i corsi delle borse in tutto il mondo dipenderebbero ancor più da quelli americani.

Viceversa, **con esito negativo in USA e positivo da noi**, potremmo forse contribuire a frenare le tendenze "alla

Trump" d'oltre oceano, aumentare l'autonomia nella sicurezza e guadagnare un poco in leadership globale. Sul piano economico, monetario e finanziario la nostra importanza potrebbe crescere, anche in Oriente e nel Global South. Ma nessun nostro successo sarebbe duraturo se l'evoluzione politica negli USA non li allontanasse dai comportamenti più chiusi e disattenti ai problemi globali ●