

Asset Allocation Strategica



2026

moneyfarm



Contattaci

info@moneyfarm.com | +39 02 450 76 621

Come in tutti gli investimenti, il vostro capitale è a rischio. Il valore del vostro portafoglio con Moneyfarm può scendere come salire e potreste recuperare meno di quanto investito. Se non siete sicuri che investire sia la scelta giusta per voi, rivolgetevi a un consulente finanziario. Questa pubblicazione non contiene e non deve essere considerata come contenente consigli di investimento, raccomandazioni personali, o un'offerta o una sollecitazione ad acquistar o vendere strumenti finanziari. I potenziali investitori dovrebbero richiedere una consulenza finanziaria, fiscale, legale o di altro tipo prima di prendere una decisione di investimento. Questa pubblicazione è stata realizzata in collaborazione con il Moneyfarm Asset Allocation Team. Questo materiale contiene riferimenti a strumenti che la società ha inserito nei portafogli dei clienti. Questa comunicazione non può essere riprodotta senza il consenso di Moneyfarm.

MFM Investment Ltd - Italian Branch | Sede legale: via Antonio da Recanate, 1 20124 Milano
| Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 20124 Milano e Viale Trieste, 163 09123 Cagliari
| P. IVA e C.F. 03681170928 | Iscritta all'albo Consob delle imprese Extra-UE n.3
| Autorizzata e regolata da Financial Conduct Authority - Autorizzazione no.629539

Indice

Cos'è l'Asset Allocation Strategica	4
Lettera di Richard Flax	6
L'ascesa dell'Intelligenza Artificiale	7
Quando il mondo temeva un crollo	11
Il mondo è diventato un posto più pericoloso?	15
La nostra strategia	18
Rendimenti attesi	21
Obbligazionario governativo	24
Credito, Mercati Emergenti, linkers e materie prime	27
Come funziona l'Asset Allocation Strategica	32

Cos'è l'Asset Allocation Strategica

L'asset allocation strategica (AAS) riveste un ruolo fondamentale nel processo d'investimento di Moneyfarm. Ogni anno l'asset allocation team (AAT) produce valutazioni di lungo periodo (10 anni) su tutte le principali asset class che compongono il portafoglio Moneyfarm. Queste valutazioni servono a trovare la giusta combinazione di asset per creare portafogli che soddisfino tutte le necessità di rischio e di rendimento dei clienti. Si tratta di uno sforzo complesso e cruciale, frutto di un lavoro di studio e monitoraggio dei mercati che viene condotto durante tutto l'anno.

Cosa sono i portafogli strategici?

L'obiettivo finale di questo documento è definire le sette allocazioni strategiche che costituiscono la base dei portafogli offerti agli investitori. Queste combinazioni di asset rappresentano il risultato finale della AAS: non sono allocazioni operative, ma linee guida che riflettono le nostre aspettative di lungo periodo. Va sottolineato che questi portafogli strategici forniscono un quadro di riferimento per la costruzione dei portafogli destinati ai nostri clienti. Tuttavia, l'allocazione finale dei portafogli viene anche adattata attraverso aggiustamenti tattici per rispondere alle dinamiche di mercato a breve e medio termine.

Come si ottengono i portafogli strategici?

Per ottenere i portafogli strategici bisogna sviluppare delle previsioni sulle asset class per quanto riguarda i rendimenti attesi a 10 anni, la volatilità attesa a 10 anni, e le correlazioni tra le asset class. I rendimenti attesi sono la previsione delle potenzialità di crescita delle varie asset class da qui a 10 anni. I rendimenti attesi sono il risultato della visione della nostra squadra su come le tendenze economiche, demografiche e sociali andranno a impattare sulla valutazione degli asset. La volatilità attesa è una misura di rischio e viene stimata basandosi sui dati storici. Le correlazioni ci aiutano a capire come il valore di un asset si muove rispetto a quello di un altro. Una volta individuati i tre ingredienti dell'asset allocation strategica è possibile costruire portafogli che rispettino obiettivi di rischio e rendimento di lungo termine prefissati.

Come funziona il processo di asset allocation strategica?

Si tratta di un processo qualitativo e quantitativo. Le previsioni vengono effettuate utilizzando un processo matematico, ma ci sono poi vari passaggi di controllo, validazione dei risultati e interventi da parte del nostro Comitato Investimenti.

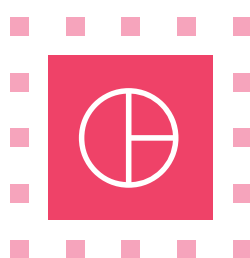
Rendimenti attesi, stima della volatilità e delle correlazioni

Il nostro approccio agli investimenti analizza il potenziale di crescita di lungo periodo delle diverse asset class, valuta attentamente il livello di rischio di ciascuna e studia le loro interazioni reciproche. Combinando queste analisi, costruiamo portafogli ben diversificati, con l'obiettivo di ottenere rendimenti favorevoli nel lungo periodo, contribuendo a mitigare la volatilità e le oscillazioni nel tempo.



**Profilo di rischio/
rendimento per
ciascuna asset class**

1



**Portafogli
provvisori**

Definizione dei limiti

I Portfolio Manager definiscono limiti per le diverse classi di attivo che l'Asset Allocation Strategica (AAS) non può superare. Questo garantisce che i portafogli rimangano diversificati e non risultino eccessivamente o non abbastanza esposti a una specifica area geografica o classe di attivo.

2



Ottimizzazione efficace

Eseguiamo simulazioni per valutare l'effetto di diversi scenari sui portafogli, sottoponendo a stress test i nostri modelli e le nostre ipotesi, al fine di contribuire a garantire che rimangano resilienti anche in condizioni avverse.

3



**Discussione e
supervisione
umana prima
dell'approvazione
del risultato
definitivo**

4



**Creazione
dei portafogli
strategici**

5



Valutazione qualitativa

Il Comitato Investimenti monitora i risultati ottenuti attraverso il processo quantitativo e interviene, se necessario, adottando azioni correttive.

Cari investitori, care investitrici,



Vi diamo il benvenuto al report sulla Asset Allocation Strategica 2026. Questo processo – che si svolge ogni anno a dicembre – consente al nostro Comitato Investimenti di concentrarsi sulle **prospettive di lungo periodo per un'ampia gamma di asset class**.

L'obiettivo è proprio quello di fare un passo indietro rispetto al rumore quotidiano dell'economia globale e dei mercati finanziari e riflettere su dove potremmo essere tra dieci anni.

In un contesto economico in continuo cambiamento, rappresenta un richiamo ai **principi cardine di Moneyfarm**: pensare al lungo termine, mantenere bassi costi e turnover del portafoglio, e non lasciarsi guidare dal rumore quotidiano.

Nel processo dell'Asset Allocation strategica (AAS) analizziamo i principali fattori macro che determinano i rendimenti attesi nel lungo periodo – crescita, inflazione e valutazioni di partenza. Si tratta, da sempre, di un processo abbastanza meccanico, con un ruolo limitato per il giudizio discrezionale.

I risultati danno sempre vita a discussioni vivaci all'interno del nostro Comitato Investimenti: si dibatte sulle prospettive dei mercati e, quest'anno in particolare, su quanto il futuro potrà assomigliare al passato.

Dai dazi all'**intelligenza artificiale** (IA), nel 2025 abbiamo assistito a una serie di cambiamenti significativi. Stando alle interpretazioni più diffuse, questi cambiamenti avranno un impatto profondo sull'economia globale e sui mercati finanziari, pur sapendo che la "saggezza popolare" non sempre ci azzecca.

Quest'anno l'AAS suggerisce ancora uno **scenario positivo per i rendimenti finanziari nel complesso**. Siamo partiti, in principio, dalla prospettiva del mercato obbligazionario globale. A seguito dell'aumento dei rendimenti nel 2022, l'AAS conferma un miglioramento delle prospettive di lungo periodo per l'obbligazionario globale. Questo è un segnale incoraggiante: i portafogli più prudenti possono puntare a un rendimento reale soddisfacente nel lungo periodo.

Per l'azionario, invece, le stime di rendimento di lungo periodo risultano leggermente più contenute rispetto allo scorso anno, complice la buona performance registrata dai mercati nel 2025.

Cosa deve accadere perché queste previsioni si realizzino e gli investitori possano ottenere i rendimenti attesi?

Ci sono alcuni aspetti fondamentali da considerare. Il primo riguarda le condizioni macroeconomiche: l'AAS parte dall'idea di un'inflazione intorno al 2% – l'obiettivo di molte banche centrali dei Paesi sviluppati – e di una crescita globale moderata ma comunque positiva. Nel complesso, uno scenario piuttosto favorevole.

Il secondo punto riguarda le valutazioni: la SAA adotta un approccio prudente e presume che, nel tempo, tornino verso le loro medie storiche. Questo porta a stime di rendimento più contenute per i mercati azionari globali, soprattutto negli Stati Uniti, dove oggi le valutazioni sono sopra la media del passato.

Infine, si assume che gli utili aziendali restino più o meno stabili come quota dell'economia – quindi la crescita

economica è un buon indicatore della crescita degli utili.

E' un'ipotesi ragionevole nel lungo periodo: se gli utili crescessero sempre più del PIL, finirebbero per rappresentarne una parte troppo ampia, cosa che non è sostenibile.

I dati storici Usa confermano questa dinamica di fondo. Tuttavia, negli ultimi anni gli utili delle società quotate sono aumentati più rapidamente dell'economia nel suo complesso e i margini si sono ampliati. Questo ha sostenuto i mercati nell'ultimo decennio, ma non possiamo dare per scontato che lo stesso schema si ripeta anche in futuro.

Dove potrebbero emergere criticità? Analizzare delle stime significa anche chiedersi quali aspetti potrebbero non andare come previsto.

Sul fronte macro, ci sono motivi per ritenere che uno scenario di inflazione contenuta possa essere troppo ottimistico. Dazi più elevati e minori flussi migratori potrebbero tradursi in un'inflazione strutturalmente più alta. Inoltre, rendimenti obbligazionari iniziali più elevati di norma favoriscono migliori rendimenti futuri, ma l'alto livello di debito pubblico nelle economie sviluppate rappresenta una sfida nel lungo periodo.

Guardando agli aspetti più promettenti, queste previsioni non includono un impatto significativo dell'Intelligenza Artificiale. Un esito particolarmente favorevole dell'IA potrebbe tradursi in una crescita strutturalmente più alta a livello globale, con benefici per imprese e famiglie.

C'è poi un altro aspetto rilevante: ci sono motivi per pensare che gli **utili aziendali** possano crescere più velocemente di quanto previsto dalla nostra AAS. Le società quotate, pur rappresentando solo una parte dell'economia, sembrano intercettare una quota crescente dei profitti complessivi. Questo potrebbe sostenere una crescita più robusta degli utili anche in futuro, come già osservato negli ultimi anni.

Approfondiamo molti di questi temi nelle pagine successive. Prima di addentrarci nei dettagli, però, ecco alcuni messaggi fondamentali.

Primo, **le prospettive di rendimento di lungo periodo per gli investimenti finanziari appaiono complessivamente solide**. L'obbligazionario continua a offrire rendimenti attesi interessanti. La risalita dei tassi avvenuta nel 2022 ha contribuito a creare condizioni più favorevoli, grazie a livelli di rendimento oggi più elevati.

Sul fronte azionario, le ottime performance degli ultimi due anni hanno lasciato qualche segno: i rendimenti attesi restano buoni, ma non quanto quelli stimati in precedenza.

Speriamo che questo report possa offrire spunti utili e una lettura piacevole.

Richard Flax

Richard Flax
Chief Investment Officer

L'ascesa dell'Intelligenza Artificiale

L'utilizzo dell'Intelligenza Artificiale (IA), anche solo per scrivere una mail, mostra come questa tecnologia sia qualcosa di più di una mera astrazione o di una speculazione finanziaria.

L'Intelligenza Artificiale è una forza tangibile, che si sta rapidamente integrando nell'economia reale, rivoluzionando la vita e il lavoro di centinaia di milioni di persone. In questo documento, un anno fa ci domandavamo se e quando l'IA avrebbe cominciato a cambiare il modo di lavorare. Mentre scriviamo, a dodici mesi di distanza, i dati mostrano che moltissime aziende stanno già registrando significativi incrementi di efficienza grazie all'IA, mentre nuove applicazioni continuano a emergere ogni giorno.

Nonostante queste evidenze, negli ultimi mesi l'attenzione degli investitori si è focalizzata sulla presentazione dei **risultati trimestrali delle grandi aziende tech**, alla ricerca di conferme che gli investimenti in questa tecnologia siano stati una scommessa vincente e che le valutazioni elevate che vediamo sui mercati siano giustificate.

Si tratta di un esercizio utile per capire come potrà evolversi la performance dei mercati nel breve periodo, ma crediamo che rischi di distogliere l'attenzione dalla dinamica davvero centrale. L'IA non è un gadget in grado di spingere gli utili nei prossimi 12 mesi: è il potenziale innesco di una **trasformazione industriale che potrebbe rivelarsi ben più profonda** anche della rivoluzione digitale degli ultimi quarant'anni.

Dal punto di vista degli investimenti, ci interessa soprattutto l'impatto sulla crescita degli utili rispetto alle aspettative iniziali. Tuttavia, riteniamo importante anche prendere le distanze dal rumore che circonda l'andamento dei mercati. La domanda centrale non è se o quando l'IA trasformerà i processi produttivi, le strutture organizzative e la redditività

aziendale, ma quanto profonde saranno queste trasformazioni. Non abbiamo molti dubbi sul fatto che l'IA fungerà da catalizzatore per crescita e innovazione; ciò che resta da capire è l'ampiezza di questa ondata e se l'economia globale sarà in grado di assorbirne l'impatto senza scosse significative.

L'unicità della rivoluzione IA

Il potenziale rivoluzionario dell'IA si spiega con il fatto che si tratta di una nuova tecnologia di uso generale, come per esempio l'elettricità o internet. Questo vuol dire che può essere applicabile a un grandissimo numero di attività professionali e, sempre più, anche personali.

Rispetto alle tecnologie rivoluzionarie del passato emergono però due differenze cruciali. La prima, che rende l'IA un unicum storico, è che si tratta di una **tecnologia capace di sostituire su vasta scala il lavoro cognitivo e creativo, finora prerogativa umana**.

La seconda è la rapidità della transizione: nonostante l'apprensione verso i risultati trimestrali possa suggerire il contrario, l'adozione dell'IA procede a ritmo accelerato, sostenuta da **investimenti senza precedenti**. Se internet si è diffuso nell'arco di decenni, l'IA sta penetrando settori e mansioni con una velocità nettamente superiore.

Questa unicità introduce un elemento di incertezza in una narrativa che altrimenti sarebbe inevitabilmente ottimista. Resta infatti da capire se l'economia saprà assorbire questa nuova tecnologia con la consueta capacità di adattamento mostrata in passato o se la velocità e la profondità del cambiamento imporranno costi di aggiustamento più elevati del previsto.

Quanto sarà profonda la rivoluzione del mondo del lavoro?

Per valutare la portata della rivoluzione dell'IA, il primo parametro da considerare è il miglioramento che apporta ai processi produttivi. I primi segnali mostrano già che l'IA sta trasformando le operazioni aziendali a ogni livello. Sebbene le evidenze siano ancora in parte oggetto di dibattito, gli studi preliminari confermano che **l'IA ha il potenziale per generare significativi incrementi di produttività**.

I segnali iniziali indicano già che l'impatto dell'IA sta ridefinendo i processi aziendali su tutti i livelli. Le evidenze che stanno emergendo confermano che i guadagni in termini di produttività sono piuttosto significativi. Secondo quanto rilevato dai ricercatori della London School of Economics (su 3000 lavoratori e 240 dirigenti), l'integrazione dell'IA nei processi lavorativi potrebbe portare a far risparmiare l'equivalente di una giornata lavorativa – 7 ore e mezza. Si tratta di uno scarto di produttività intorno al 20%, che può essere quantificato in un valore economico medio intorno a 14.820 euro in base al salario degli intervistati.



*L'Intelligenza Artificiale
è una forza tangibile,
che si sta rapidamente
integrando
nell'economia reale*

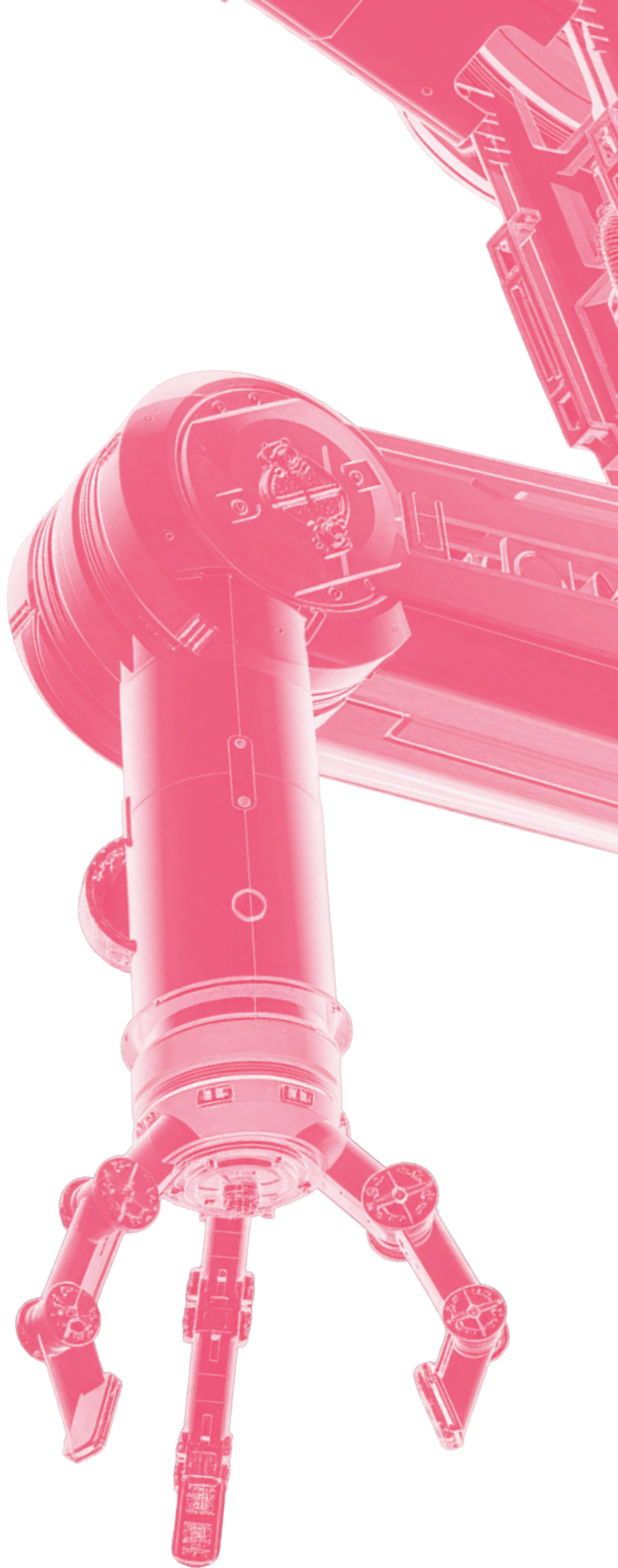


I dati sono in linea con le aspettative delle aziende che, secondo una ricerca Infosys, si aspettano un aumento di produttività media del 15% per i loro progetti IA, con punte fino al 45%. Questo tipo di salto di efficienza, anche nelle sue fasi iniziali, è un segno distintivo delle grandi rivoluzioni tecnologiche.

Nel leggere questi dati bisogna tenere presente che probabilmente le aziende sottostimano l'IA. Molti lavoratori, infatti, hanno cominciato a integrare questa tecnologia nei propri processi di lavoro in modo informale, e sono ancora poche le aziende che hanno integrato in modo organico l'IA nei propri processi.

Alcune indagini (McKinsey, Infosys) stimano che **solo l'1% delle aziende ha davvero integrato l'IA a pieno nei processi chiave**, mentre solo il 2% delle aziende sarebbe pronta a fare questo passo, segno che siamo ancora nelle prime fasi della curva di adozione: la grande maggioranza si trova ancora nella fase pilota o utilizza l'IA in modo marginale. Questo dato è fondamentale, perché indica che la maggior parte dei benefici di produttività deve ancora manifestarsi.

Un incremento del 15% della produttività per ora lavorata in queste aree, infatti, produrrebbe in pochi anni risultati paragonabili a quelli che altrimenti richiederebbero un intero ciclo economico. Si pensi che, per esempio, l'introduzione dei computer ha avuto effetti quasi nulli sulla crescita della produttività, mentre gli effetti dell'introduzione dell'energia elettrica si sono visti solo dopo 40 anni.





Queste evidenze ci ricordano come la relazione tra nuove tecnologie e produttività è spesso non lineare e complessa da prevedere. Al netto delle cautele, un aumento della produttività anche minore di quello previsto si tradurrebbe in benefici ancora sostanziali per l'economia: a parità di risorse, si otterrebbe una maggiore produzione, un miglioramento dei margini aziendali, un sostegno ai salari reali e, aspetto cruciale, un innalzamento strutturale del potenziale di crescita dell'intera economia che si esprimerebbe anche in risultati positivi per gli investimenti. Dopo un decennio di crescita debole, l'AI potrebbe dunque rappresentare il catalizzatore per un nuovo ciclo.

Tuttavia, questi effetti macroeconomici positivi su crescita e occupazione si cominceranno a vedere probabilmente solo tra qualche anno. Il motivo è proprio il basso tasso di adozione formale della tecnologia. Solitamente l'effetto macro si scorge solo quando l'adozione supera soglie critiche, come accaduto con internet tra il 1995 e il 2005.

Finché le percentuali di adozione resteranno basse, l'effetto sul prodotto interno lordo (PIL) resta scarsamente visibile. È molto probabile che l'IA diventi un fattore decisivo di crescita economica, ma probabilmente cominceremo ad apprezzare questo trend verso la fine del decennio, al netto di possibili effetti depressivi sui prezzi e sull'occupazione. Alcune stime parlano di una crescita economica aggiuntiva del 7% nei prossimi anni.

L'espansione verso i settori di consumo

Un salto di qualità in questa dinamica si avrà quando l'IA sarà integrata direttamente in beni di uso comune, favorendo la nascita di nuove categorie di prodotto capaci di creare mercati o abitudini di consumo completamente nuovi.

Attualmente, **l'utilizzo dell'IA da parte dei consumatori è ancora in fase iniziale**: manca un prodotto-simbolo che ne catalizzi l'adozione di massa, come lo fu l'iPhone per il mobile o il PC per l'era digitale. Tuttavia, i primi segnali di questa integrazione sono già visibili nei prodotti esistenti. L'integrazione dell'AI in smartphone, wearable e occhiali intelligenti sta iniziando ora. I grandi produttori di software e hardware stanno testando funzioni di AI agent integrate nel sistema operativo (editing video generativo, personal assistant contestuale, funzioni di produttività in real time).

Nessuna di queste applicazioni, tuttavia, si è ancora imposta come un differenziatore di prodotto tale da guidare

le vendite o cambiare il mercato. Così come dal lato software, seppur molti servizi stanno integrando sempre più l'IA, manca ancora un'applicazione applicata nativa sviluppata con il supporto dell'IA che sia sia imposta su larga scala.

Ciò prevedibilmente cambierà: secondo il World Economic Forum (WEF), l'IA potrebbe liberare 1,2 trilioni di dollari di valore nei settori consumer entro il 2038, una cifra quasi paragonabile all'intero valore globale dell'industria del lusso. Il report sottolinea come la diffusione dell'IA nei prodotti destinati ai consumatori possa diventare un volano di crescita andando a supportare categorie di prodotto oggi mature come retail, intrattenimento, salute digitale, prodotti per la casa intelligenti e food & beverage.

Effetti sull'occupazione

Se gli effetti sulla crescita e sui settori arriveranno probabilmente nella prossima decade, gli effetti sul mercato del lavoro sono già visibili. Ad esempio, nel Regno Unito il numero di posti vacanti è passato da 1,3 milioni a circa 0,7 milioni tra maggio 2022 e maggio 2025, e diversi studi suggeriscono che una parte di questo rallentamento potrebbe essere collegata all'adozione dell'IA.

Un'analisi del King's College London mostra infatti che le imprese maggiormente esposte all'Intelligenza Artificiale hanno già ridotto l'occupazione di circa il 4,5% rispetto alle altre, segnalando un primo impatto misurabile della tecnologia sul mercato del lavoro.

Si tratta sicuramente di un effetto marginale rispetto alla scala della transizione, ma la domanda sorge spontanea: quando l'adozione di questa tecnologia andrà a regime, la struttura economica sarà abbastanza forte per assorbire questa transizione?

“ Entro il 2030 potrebbero nascere 170 milioni di nuovi posti di lavoro ”

Quando la produttività aumenta, una parte dell'aumento dell'output economico viene assorbita da una riduzione dei costi e da un calo dell'occupazione. Non si tratta di una dinamica nuova. Previsioni disastrose sulla "fine del lavoro" sono emerse a ogni grande innovazione tecnologica e quasi sempre si sono rivelate esagerate. Tuttavia, come abbiamo detto, l'IA promette uno scarto inedito per quanto riguarda la crescita della produttività e sicuramente questo effetto è forse il fattore di rischio maggiore che potrebbe mettere in dubbio il boom economico legato all'IA che potremmo aspettarci nei prossimi anni.

Goldman Sachs stima che l'IA generativa potrebbe automatizzare fino a un quarto delle mansioni in Usa e in Europa, con un impatto sull'occupazione potenzialmente paragonabile a uno shock fino al 7% della forza lavoro in assenza di nuovi posti creati. Questi numeri non vanno sottovalutati. Si pensi che picco della disoccupazione negli Stati Uniti durante la crisi del 2008-09, un evento economicamente e socialmente cataclismatico, fu del 10%. Una ricollocazione di questa portata di lavoratori, anche se assorbita, può accompagnarsi a forti tensioni politiche e sociali e porterà nuove sfide per la politica. Questo processo richiederà tempo, mentre gli spostamenti occupazionali potrebbero avvenire più rapidamente.

Per alleviare questo effetto serviranno politiche pubbliche per supportare il welfare e la formazione dei lavoratori. Il World Economic Forum stima che **entro il 2030 il 59% dei lavoratori avrà bisogno di reskilling o upskilling**. Molte aziende lo hanno capito: il 77% prevede di investire nello sviluppo delle competenze, pur riconoscendo che alcune mansioni verranno ridimensionate. Governi e aziende dovranno quindi collaborare su programmi educativi, formazione professionale, sicurezza sociale per i lavoratori in transizione. La velocità con cui i governi adotteranno queste misure e sapranno gestire questa transizione comincerà a diventare un fattore chiave anche nei prossimi anni.

Nel frattempo è probabile che l'economia sarà gradualmente in grado di riorganizzarsi. Il consenso è che l'IA cambierà e ricollocerà i lavori, più di quanto li eliminerà. Un sondaggio globale rileva che l'86% delle aziende si

aspetta che l'IA trasformi il proprio settore entro il 2030 e, crucialmente, si attende anche la creazione di nuovi ruoli.

Le ultime proiezioni del WEF mostrano addirittura un saldo positivo di occupazione quando si considera l'intero mercato del lavoro: entro il 2030 potrebbero nascere 170 milioni di nuovi posti di lavoro, a fronte di circa 92 milioni di ruoli eliminati un saldo netto di 78 milioni.

Andare oggi a valutare la capacità predittiva di questi studi resta un esercizio inutile, ma crediamo che questa dinamica tra crescita della produttività e rotazione del lavoro possa diventare il processo economico distintivo dei prossimi 10 anni. Ci saranno discontinuità e transizioni difficili, ma se guardiamo avanti, l'IA appare come un potente motore di progresso e una conferma per gli investitori della scelta di restare investiti con una prospettiva di lungo termine.

Il progresso, specialmente quando è dirompente come in questo periodo, va gestito. È comprensibile che l'attenzione degli investitori si concentri oggi sul tema delle valutazioni e sul timore che l'entusiasmo attorno all'Intelligenza Artificiale possa aver inflazionato il mercato. Tuttavia, **alcuni elementi distinguono nettamente l'attuale fase da episodi storici simili come la bolla dot-com**. A differenza di allora, gran parte delle aziende che stanno guidando questa trasformazione presenta modelli di business consolidati, elevata redditività e flussi di cassa significativi in grado di sostenere gli investimenti senza fare affidamento su aspettative puramente speculative. Inoltre, come abbiamo esposto nell'articolo, l'adozione dell'IA è ancora nelle fasi iniziali suggerendo che il tema centrale non sia un eccesso di maturità, ma piuttosto la gestione di una transizione tecnologica profonda. Se guardiamo alla storia, il 60% dei lavoratori americani è impiegato in professioni che nel 1940 non esistevano, e oltre l'85% della crescita dell'occupazione da allora deriva da nuovi ruoli creati dal progresso tecnologico. Per tale ragione, riteniamo che gli investitori dovrebbero accogliere con entusiasmo l'inizio dell'era dell'IA. Il modo migliore per cavalcare questa nuova ondata di progresso è infatti partecipare ai mercati, con un'attenzione al controllo del rischio e alla diversificazione.

In pillole

L'Intelligenza Artificiale (IA) sembra destinata ad avere un impatto profondo e duraturo sull'economia globale. È molto probabile che generi una trasformazione significativa, con implicazioni sia positive sia negative. Sul fronte positivo, vediamo un potenziale aumento della produttività del lavoro, che potrebbe sostenere una crescita globale più rapida e duratura. Le ricadute su redditi delle famiglie, conti pubblici e rendimenti azionari potrebbero essere rilevanti.

Allo stesso tempo, gli effetti sul mercato del lavoro potrebbero non essere immediatamente favorevoli, dato che l'IA automatizzerà una vasta gamma di mansioni. Gli ottimisti sostengono che le precedenti rivoluzioni tecnologiche, alla fine, abbiano portato a una crescita dell'occupazione complessiva. Tuttavia, con il senno di poi si tende a sottovalutare l'impatto che questi cambiamenti hanno avuto sui lavoratori coinvolti. Un decennio di turbolenze nel

mercato del lavoro può sembrare poca cosa quando lo si osserva a cent'anni di distanza – ma per chi lo ha vissuto, l'esperienza è stata ben più traumatica.

Per quanto riguarda i mercati finanziari, un impatto significativo nel lungo periodo non esclude fasi di volatilità. Le previsioni sull'adozione pervasiva di Internet si sono rivelate corrette, ma i "vincitori" – almeno finora – sono emersi solo dopo tempo, e con una tempistica più lenta rispetto alle stime più ottimistiche dell'epoca.

Quando il mondo temeva un crollo

Negli anni Trenta, nel pieno della Grande Depressione, una spirale protezionistica senza precedenti devastò il commercio mondiale. Tutto ebbe inizio negli Stati Uniti, quando il Congresso decise di rispondere alla crisi economica con l'imposizione di dazi su centinaia di beni di consumo, nel tentativo di proteggere agricoltori e industria domestica. Quella che doveva essere una misura difensiva si trasformò rapidamente in un detonatore globale. L'aumento dei dazi innescò ritorsioni altrettanto rapide da parte di oltre venti Paesi. Nel giro di pochi anni, il sistema commerciale internazionale subì una vera e propria implosione: **tra il 1929 e il 1934 il commercio mondiale crollò di circa il 65%**, e l'interscambio tra Stati Uniti ed Europa si ridusse di quasi due terzi nel giro di soli tre anni.

Quella guerra commerciale non fu un fenomeno isolato, ma un potente amplificatore della crisi economica già in corso. Contribuì al fallimento di banche, alla chiusura di imprese e a un ulteriore deterioramento delle condizioni sociali. In molti Paesi, quel clima di impoverimento e disillusione favorì l'ascesa di regimi autoritari e totalitari, con conseguenze che segnarono l'intero corso del Novecento. Anche per questo, dopo quell'esperienza traumatica, per quasi un secolo non si sono più visti sconvolgimenti comparabili nel regime commerciale internazionale.

Nel mondo emerso dal secondo conflitto mondiale, la direzione delle politiche tariffarie è stata, nel complesso, chiara e coerente: meno barriere, più scambi. A guidarla non fu solo il ricordo degli errori degli anni Trenta, ma anche un'idea – profondamente radicata nel pensiero economico classico – secondo cui la specializzazione del lavoro e il libero commercio fossero motori essenziali della crescita. Il clima politico ed economico degli

ultimi settant'anni ha così favorito, tra avanzamenti e battute d'arresto, una graduale riduzione delle barriere commerciali. Questa è stata una delle dinamiche più importanti che ha contribuito alla costruzione del mondo globalizzato.

Il 2025 doveva essere l'anno zero del commercio globale

Tutto questo è rimasto valido fino ad oggi. Il 2025, almeno nelle attese, doveva rappresentare l'"anno zero" della politica commerciale globale – l'inizio di una svolta netta verso il protezionismo sotto la **spinta di Donald Trump**, tornato alla Casa Bianca per un secondo mandato con la promessa di portare finalmente a compimento la sua visione di un'America più isolata sul piano commerciale e politico.

Va detto che la volontà di mettere in atto questo intento non è mancata. Ad aprile, dal Giardino delle Rose della Casa Bianca, Trump ha annunciato – cartello alla mano – **una nuova ondata di dazi**, basati su un criterio di reciprocità non del tutto lineare. Le misure hanno colpito un numero significativo di Paesi, inclusi i tre principali partner commerciali degli Stati Uniti (Canada, Cina e Messico) e l'Unione Europea. Sulla carta, l'approccio sembrava esattamente ciò che molti paventavano. Anche noi, scrivendo questo documento nel 2024, avevamo ipotizzato come scenario di maggiore rischio un'azione unilaterale potenzialmente destabilizzante e capace di innescare una spirale di incertezza e ritorsioni.

La realtà, tuttavia, si è rivelata molto meno catastrofica delle previsioni. La crisi globale del commercio tanto temuta

non si è materializzata. Al contrario, gli scambi internazionali hanno continuato a crescere, raggiungendo nuovi massimi storici. Secondo un rapporto delle Nazioni Unite, nella prima metà del 2025 il valore complessivo del commercio mondiale è aumentato di circa 500 miliardi di dollari e, salvo sorprese nell'ultima parte dell'anno, il 2025 dovrebbe chiudersi sopra il record già raggiunto nel 2024. Anche in rapporto al prodotto interno lordo (PIL) mondiale, il commercio estero non ha mostrato segnali di rottura. La sua quota si è stabilizzata su livelli elevati, rimanendo sostanzialmente piatta negli ultimi anni, segno di equilibrio raggiunto, più che di un'inversione strutturale. In altre parole, non si è verificato alcun tracollo: il commercio globale ha continuato a espandersi nonostante dazi e tensioni politiche.



La crisi globale del commercio tanto temuta non si è materializzata



Un sistema in grado di riorganizzarsi

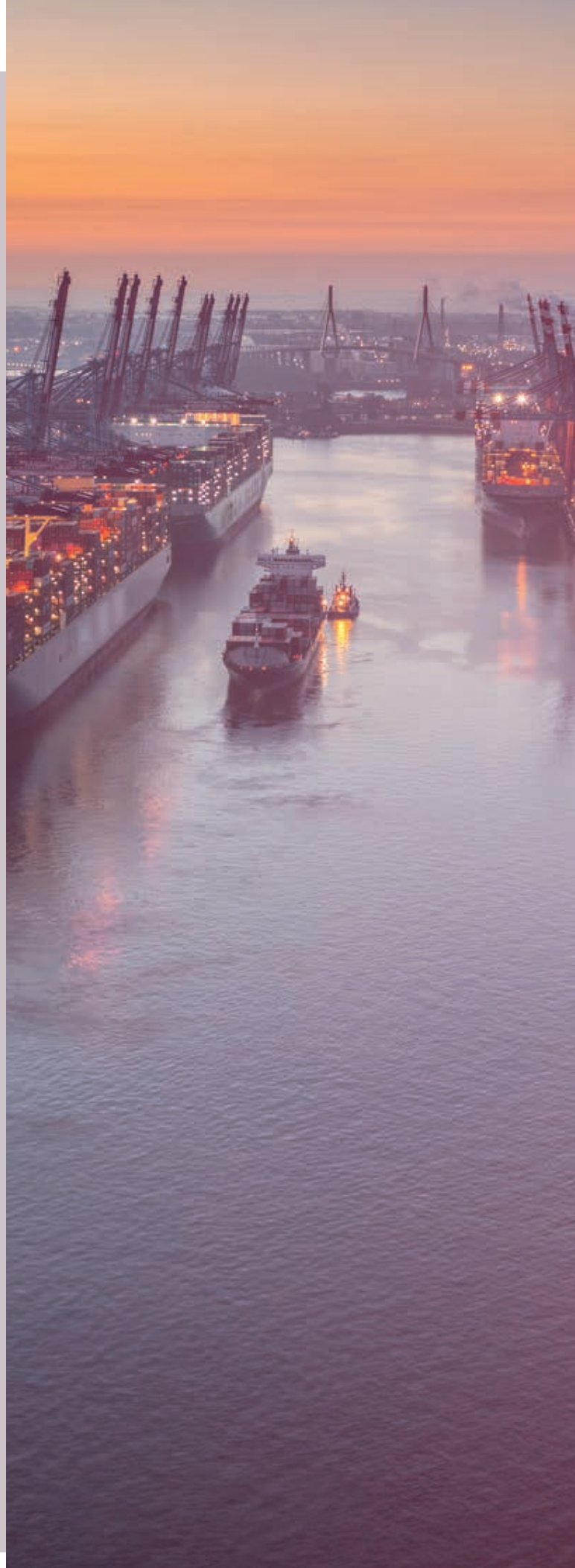
Come si spiega questo divario apparentemente incredibile tra le previsioni e la realtà? Il rischio dei dazi è stato un'allucinazione collettiva, oppure gli effetti non si sono ancora pienamente manifestati?

La realtà è che l'economia globale è un sistema complesso: reagisce, evolve e sviluppa meccanismi di autodifesa. Riteniamo che i danni siano rimasti limitati e circoscritti in larga parte grazie alla capacità adattiva di imprese e governi, che hanno saputo reagire rapidamente al nuovo contesto. Piuttosto che interrompere gli scambi, le imprese hanno riorganizzato le rotte di approvvigionamento.

Negli ultimi anni – a partire dalla prima ondata di dazi di Trump e passando per la pandemia, che ha messo in luce i punti deboli del sistema – **molte aziende hanno iniziato a riallineare le catene di fornitura e a rendere i loro sistemi più resistenti agli shock.** Anche per questo, le catene globali del valore si sono rivelate più flessibili e resilienti di quanto molti avessero previsto.

Un ruolo chiave lo ha giocato anche la risposta politica. Mentre Washington aumentava le tariffe, la maggior parte degli altri Paesi, che insieme rappresentano circa l'85% del commercio mondiale, ha continuato a rispettare le regole esistenti, evitando di adottare misure simmetriche. Fatta eccezione per la Cina, che ha risposto colpo su colpo ai dazi statunitensi, quasi nessuna grande economia ha seguito la linea dura americana. Invece di un "tutti contro tutti" protezionistico, gran parte del mondo ha cercato di mantenere aperti i canali commerciali e di restare al tavolo negoziale con gli Stati Uniti, alla ricerca di nuovi equilibri e opportunità.

Le principali economie emergenti, dalla Cina all'India, hanno retto l'urto meglio di quanto ci si aspettasse. Paesi come il





Brasile o il Sudafrica hanno rafforzato attivamente i legami con altre economie per compensare eventuali perdite sul mercato americano. Allo stesso tempo, il commercio tra Paesi in via di sviluppo, ad esempio all'interno del blocco BRIC (Brasile, Russia, India e Cina), è in crescita, creando canali alternativi che agiscono da vero e proprio "ammortizzatore" rispetto agli shock tariffari imposti dalle economie avanzate.

Più in generale, quasi tutti i Paesi, emergenti e sviluppati, hanno compreso la necessità di ridurre la dipendenza da un singolo partner, che si tratti degli Stati Uniti o della Cina, ed esplorano attivamente mercati "terzi". L'export cinese verso gli Stati Uniti è effettivamente diminuito in alcuni comparti, ma Pechino ha compensato aumentando le esportazioni verso il Sud-Est asiatico, l'Africa e altri mercati emergenti. Altri Paesi come Vietnam e Messico, inizialmente più vulnerabili per l'elevata esposizione agli Usa, hanno reagito attraverso politiche economiche mirate e investimenti infrastrutturali, rafforzando la propria competitività e attirando produzioni riallocate.

Tutto questo non significa che le tensioni commerciali siano state prive di effetti negativi. Gli impatti ci sono stati, ma in forma prevalentemente localizzata e settoriale, più che sistemica. Alcune industrie hanno sopportato un peso maggiore: i comparti manifatturieri fortemente dipendenti da input importati colpiti dai dazi hanno registrato un aumento dei costi e una compressione dei margini. Settori come l'automotive o l'elettronica, penalizzati dai dazi su acciaio, alluminio o semiconduttori, hanno visto ridursi la competitività di alcuni stabilimenti nazionali.

Anche dal punto di vista geografico, l'impatto è stato disomogeneo. Alcune aree – come regioni agricole orientate all'export verso la Cina o distretti industriali profondamente integrati nelle catene del valore sino-americane hanno

sofferto più di altre. Tuttavia, a livello macro globale, queste frizioni non hanno innescato una reazione a catena tale da far deragliare l'intero sistema commerciale. Il commercio tra molte altre coppie di Paesi è proseguito senza intoppi o addirittura in crescita, attenuando l'effetto dei cali bilaterali isolati.

L'ultima spinta del multilateralismo

Negli ultimi anni si è parlato molto di crisi della globalizzazione e di fine del multilateralismo. Se è vero che una visione naïf, lineare e totalmente positivista della globalizzazione è ormai tramontata, il sistema multilaterale, tenuto in vita da una pluralità di attori e non solo dai governi, ha dimostrato una **capacità di resistenza superiore alle attese**. Ed è una notizia positiva per gli investitori, in un contesto globale che appare sempre più conflittuale.

Siamo certamente in una fase di transizione. Le tensioni restano elevate e il rischio di frammentazione esiste, ma appare ragionevole ipotizzare che il modello multilaterale venga messo alla prova e trasformato, piuttosto che smontato rapidamente, come molti avevano previsto in modo forse troppo superficiale. In altre parole, la globalizzazione è ancora viva, anche se in evoluzione.

Un elemento spesso sottovalutato è che le tensioni geopolitiche recenti hanno innescato anche reazioni costruttive sul fronte della cooperazione, contribuendo a ridisegnare la mappa delle relazioni commerciali. **Negli ultimi anni si è assistito a un fiorire di nuovi accordi bilaterali e regionali:** negoziati rimasti bloccati per decenni si sono sbloccati nel timore di perdere opportunità in un mondo più frammentato.

Alla fine del 2024, ad esempio, l'Unione Europea e il blocco Mercosur (Brasile, Argentina e altri Paesi) hanno annunciato di aver raggiunto un accordo di libero scambio dopo oltre

vent'anni di trattative. Anche negoziati a lungo stagnanti, come quelli tra Regno Unito e India o tra Brasile e Cina, hanno registrato progressi proprio mentre gli Stati Uniti irrigidivano la loro politica tariffaria. Dopo anni di stanchezza, il numero di accordi siglati di recente è aumentato in modo sorprendente.

Parallelamente, nel 2025 le grandi potenze hanno mostrato un **pragmatismo maggiore del previsto nel tentativo di evitare un'escalation incontrollata**. Stati Uniti e Cina, pur mantenendo una retorica dura e misure selettive, hanno nei fatti evitato una nuova guerra tariffaria su larga scala, limitandosi a interventi mirati e a negoziati tattici. La logica non è stata quella di una de-escalation formale, bensì del contenimento: gestire il conflitto senza interrompere i flussi commerciali critici né destabilizzare l'economia globale. L'Unione Europea, dal canto suo, ha mantenuto aperto il dialogo con Washington per comporre dispute su singole industrie. In sintesi, è emersa una chiara volontà di non oltrepassare determinate linee rosse e di ricorrere a compromessi temporanei, segnale che nessun grande attore aveva un reale interesse in un collasso degli scambi.

Infine, la globalizzazione continua sotto nuove forme. Se il commercio di beni fisici cresce oggi a un ritmo più contenuto, gli scambi di servizi e i flussi digitali stanno accelerando. Nel 2024, ad esempio, il commercio globale di servizi, molti dei quali forniti digitalmente, è aumentato di circa il 7%, contro una crescita di poco superiore al 2% per le merci. Allo stesso tempo, i flussi di dati transfrontalieri — dalle transazioni e-commerce ai trasferimenti via cloud — continuano a crescere anno dopo anno. Questo indica che l'interdipendenza economica si sta spostando anche su nuovi fronti, come la digitalizzazione, e che la cosiddetta "deglobalizzazione politica" non ha impedito alle imprese di restare profondamente connesse a livello globale grazie alla tecnologia.

Narrazione economica contro realtà

Il 2025 ci consegna quindi un quadro complessivamente meno cupo di quanto molti avevano previsto: la grande crisi del commercio globale è, nei fatti, quella che non si è mai verificata. Questo non significa che le tensioni siano scomparse. Al contrario, il contesto resta fluido, attraversato da frizioni strutturali, da vulnerabilità ancora latenti e da numerose questioni irrisolte sul piano geopolitico e commerciale. Ciò potrebbe comunque determinare un rallentamento del commercio globale nei prossimi anni.

Allo stesso tempo, però, **la globalizzazione e il multilateralismo continuano a dimostrarsi vitali**. Le reti produttive, i flussi commerciali e i legami finanziari non si sono dissolti, ma si stanno trasformando, adattandosi a un mondo più frammentato, ma non per questo disconnesso. Più che una fine della globalizzazione, stiamo osservando una sua riconfigurazione, fatta di nuovi equilibri e relazioni tra gli stati.

Più di tutto, questa fase storica ci ricorda quanto sia fondamentale applicare misura e buon senso nei giudizi. In un contesto dominato da dati, previsioni e analisi, e spesso da una naturale tendenza a immaginare lo scenario peggiore, il rischio di sopravvalutare gli shock e sottovalutare la capacità di adattamento dell'economia è sempre presente. Questo non significa ignorare i rischi o abbassare la guardia, ma riconoscere che i sistemi economici e finanziari possono anche mostrare una capacità di adattamento superiore alle attese e che le cose possono anche andare molto meglio di come tutti si aspettassero. **È un messaggio particolarmente rilevante per gli investitori:** distinguere tra rumore e segnali di fondo, tra retorica politica e dinamiche economiche reali, può fare la differenza tra decisioni emotive e scelte di lungo periodo più consapevoli.

In pillole

Guardando al 2025, i mercati finanziari hanno assorbito i cambiamenti nel commercio globale meglio di quanto molti temessero. Al di là del rumore di fondo, riteniamo che ciò dipenda in parte dal fatto che gli Stati Uniti e molti dei loro partner commerciali abbiano intrapreso negoziati piuttosto pragmatici, man mano che diventava chiara la realtà

economica di una guerra commerciale prolungata. L'attenzione degli investitori sul potenziale dell'Intelligenza Artificiale e sul suo contributo alla crescita del PIL statunitense ha inoltre contribuito a spostare il focus dai possibili effetti negativi di dazi più elevati. Detto ciò, riteniamo che dazi più alti resteranno una caratteristica stabile

del contesto globale e possano agire come una sorta di tassa sulla crescita mondiale, sebbene l'impatto sia oggi inferiore rispetto agli scenari peggiori ipotizzati nell'aprile 2025. Nel tempo ci aspettiamo una riorganizzazione delle catene commerciali globali, che produrrà vincitori e vinti sia tra i Paesi sia tra i diversi settori.

Il mondo è diventato un posto più pericoloso?

I titoli dei giornali sono occupati da notizie provenienti da scenari di guerra, la retorica nazionalista è in crescita e i budget per la difesa aumentano in tutto il mondo. La retorica bellicosa adottata da primi ministri e presidenti non fa che gettare benzina sul fuoco. Il 2025 ha visto **59 conflitti statali attivi**, il numero più alto dalla Seconda Guerra Mondiale.

Di certo, questa crescita della conflittualità internazionale non è una buona notizia, così come non lo sono le storie drammatiche che arrivano dai molti teatri di guerra e di conflitto. Commentare questi temi è sempre delicato, soprattutto se lo si fa dalla comodità della propria scrivania. Ma il nostro lavoro, come gestori, è anche quello di concentrarci sui fondamentali e cercare di capire se questa crescente insicurezza, reale e percepita, possa tradursi in un'escalation in grado di minacciare la stabilità del sistema economico globale. In questo senso, nonostante un clima di retorica sempre più duro, riteniamo che negli ultimi mesi si possano individuare anche alcuni timidi segnali positivi.

L'importanza del dialogo e della diplomazia economica

Se la sfida geopolitica viene spesso descritta dagli esperti come il preludio a una futura guerra tra blocchi, l'asse più caldo resta sicuramente quello tra Stati Uniti e Cina. Il 2025 ha però dimostrato che, quando entrano in gioco interessi economici rilevanti, il multilateralismo rimane una strada praticabile.

Ad esempio, nonostante le fiammate sui dazi e le reciproche ritorsioni, Stati Uniti e Cina hanno sempre mantenuto colloqui economici e commerciali di alto livello, culminati nell'incontro di

ottobre tra Donald Trump e Xi Jinping, a cui dovrebbe seguire un ulteriore meeting nel mese di aprile. Entrambi i leader, pur mantenendo profonde divergenze strategiche, hanno adottato **un tono più pragmatico**. Trump ha enfatizzato la necessità di riequilibrare i rapporti economici bilaterali, denunciando pratiche considerate scorrette come i trasferimenti forzati di tecnologia e i sussidi alle imprese di Stato cinesi. Xi, dal canto suo, ha sottolineato l'importanza di una cooperazione "win-win" e della stabilità come condizione essenziale per la prosperità reciproca.

Nonostante le tensioni sottostanti, i due leader hanno cercato di ristabilire un certo grado di prevedibilità nei rapporti bilaterali. Non si sono registrati progressi concreti su dossier sensibili come Taiwan o la cybersicurezza, ma entrambi hanno ribadito l'importanza di evitare incidenti strategici e di mantenere sempre aperti i canali di comunicazione. Questo equilibrio ha contribuito a una narrazione meno conflittuale e ha creato uno **spazio politico per la diplomazia economica**.

In questo quadro, il dialogo suggerisce che entrambe le superpotenze percepiscono la stabilità come un beneficio reciproco. Mantenere aperti i canali di comunicazione e gestire le dispute attraverso il negoziato consente di disinnescare tensioni minori prima che possano degenerare, con un approccio pragmatico che, almeno per ora, sembra prevalere.

Il conflitto in Ucraina: germogli per una tregua?

Anche su quello che è forse il fronte più caldo dove si gioca la sfida tra grandi potenze, negli ultimi mesi sembra si siano



Il 2025 ha visto 59 conflitti statali attivi



fatti dei progressi, almeno per gettare le basi per un dialogo. La guerra in Ucraina resta il conflitto armato più intenso e simbolicamente rilevante del sistema internazionale. Gli scontri militari continuano a essere estremamente violenti, soprattutto sul fronte orientale, con combattimenti concentrati nelle regioni di Donetsk e Kharkiv e una campagna costante di attacchi missilistici e droni contro infrastrutture civili e militari. Secondo analisti militari e osservatori indipendenti, tra cui l'Institute for the Study of War e il CSIS, il conflitto ha assunto sempre più i tratti di una guerra di logoramento, caratterizzata da avanzate lente, costose e territorialmente limitate.

Nonostante l'elevata intensità, **il conflitto rimane tuttavia geograficamente circoscritto**. Non si è verificata, finora, una sua estensione diretta al di fuori del teatro ucraino né un coinvolgimento militare diretto tra Russia e NATO. Questo elemento è centrale per comprendere la natura attuale della crisi: più che una guerra globale, si tratta di uno scontro regionale ad altissima tensione, "contenuto" da precisi calcoli strategici delle grandi potenze, con entrambe le parti che sembrano calibrate per evitare escalation irreversibili.

Sul piano diplomatico, il dialogo resta fragile ma non assente. Nelle ultime settimane si sono intensificati contatti indiretti e iniziative esplorative a tutti i livelli, con l'obiettivo di sondare la possibilità di cessate il fuoco condizionati o accordi temporanei. Le discussioni si concentrano sempre più su assetti territoriali futuri, linee di demarcazione e garanzie di sicurezza, piuttosto che su una riconciliazione politica complessiva. Anche se è sicuramente presto per lanciarsi in previsioni, questo atteggiamento pragmatico, supportato da Washington, potrebbe cominciare a dare i suoi frutti, in un contesto in cui entrambe le parti sono logorate dal lungo conflitto. Nonostante la retorica rimanga molto dura – com'è prevedibile in una fase negoziale delicata, in cui ogni parte cerca di tutelare la propria posizione – è plausibile che nei prossimi mesi emergano compromessi in grado di avvicinare una soluzione negoziale e, se non una pace duratura, almeno un raffreddamento delle ostilità. Tuttavia, la possibilità di un'escalation resta molto reale e non può essere esclusa.

Conflitti e performance azionaria

Quello del conflitto ucraino è uno schema che può essere esteso a molti dei conflitti che oggi emergono in diverse parti del mondo. Il contesto internazionale resta segnato da una molteplicità di crisi, ma senza una loro convergenza in un unico conflitto sistemico. Anche in Medio Oriente e in altre aree di tensione, le grandi potenze continuano a privilegiare strategie di contenimento

e di gestione diplomatica. Il quadro complessivo è quindi quello di un mondo più instabile, ma ancora compartimentato: attraversato da molte linee di frattura, ma senza, almeno per ora, una faglia in grado di preannunciare una crisi sistemica.

Come investitori, è importante ricordare che **non tutti i grandi eventi geopolitici o internazionali producono shock duraturi sui mercati finanziari**. Anzi, l'analisi storica mostra che molti eventi altamente mediatizzati, incluse guerre, crisi diplomatiche o tensioni militari, hanno spesso avuto un impatto limitato, temporaneo o nullo sui prezzi degli asset. Un'analisi condotta su 21 shock geopolitici, dal bombardamento di Pearl Harbor agli attentati dell'11 settembre, mostra che i mercati azionari registrano in media un calo dell'1,2% nel giorno dell'evento e fino al 5% nel punto di minimo. Il fondo viene solitamente toccato entro circa 22 giorni e, entro 47 giorni, i mercati tendono a recuperare. In linea con questo schema, le crisi attuali hanno finora generato volatilità soprattutto nella fase iniziale di incertezza, senza però tradursi in un fattore capace di muovere i prezzi nel medio termine.

Il fattore discriminante non è quindi la gravità simbolica o politica di un evento, ma la sua capacità di intaccare i fondamentali economici. Gli shock che incidono davvero sui mercati sono quelli che rallentano la crescita, alimentano l'inflazione o compromettono il funzionamento dei mercati del credito. Eventi geopolitici isolati, anche quando particolarmente violenti, tendono invece a restare confinati ai mercati più direttamente esposti e vengono rapidamente assorbiti se non alterano le prospettive macroeconomiche.

In questo senso, è rassicurante osservare che, nonostante il clima di crescente tensione internazionale, **i flussi commerciali globali si sono dimostrati resilienti e persino robusti**: i dati delle Nazioni Unite indicano che i volumi degli scambi mondiali hanno raggiunto nuovi massimi nel 2025, malgrado le tensioni geopolitiche.

Un ulteriore fattore chiave è l'assuefazione dei mercati a shock ripetuti, che tendono a generare reazioni via via più contenute, man mano che l'incertezza viene progressivamente incorporata nei prezzi. Questo implica che i mercati operano sull'assunto che tali crisi non abbiano proporzioni sistemiche; un evento di natura realmente catastrofica verrebbe invece percepito come un "cigno nero", ossia uno shock altamente improbabile ma estremamente dannoso. È anche per questo che alcune tensioni geopolitiche croniche finiscono, col tempo, per smettere di essere veri "market mover".

Un equilibrio in evoluzione

In definitiva l'anno passato è stato un anno di grandi tensioni a livello globale, ma anche l'anno in cui gli attori internazionali, accettando progressivamente il nuovo assetto multipolare, hanno iniziato a dialogare con maggiore realismo e franchezza. Le grandi potenze, pur restando rivali strategiche, hanno mostrato **di preferire il confronto e la gestione del rischio allo scontro diretto**. La politica internazionale, dunque, non è morta: continua a funzionare, ma dentro regole diverse, più dure e meno idealistiche. Come ricorda spesso John Mearsheimer, uno dei più noti studiosi di relazioni internazionali e principale esponente del "realismo offensivo", nelle relazioni internazionali non conta ciò che gli Stati vorrebbero fare, ma ciò che il sistema li costringe a fare. E oggi quel sistema incentiva il contenimento più che la guerra aperta.

Detto ciò, la vigilanza resta necessaria. I rischi geopolitici sono per definizione fluidi, e un'escalation improvvisa potrebbe ancora riflettersi sui prezzi delle materie prime o sulle catene produttive globali. Tuttavia, lo scenario più probabile resta quello attuale: le superpotenze continuano a gestire le crisi attraverso sanzioni, pressioni diplomatiche e supporto militare limitato, evitando il conflitto diretto.

In pillole

La geopolitica ha dominato le prime pagine dei giornali negli ultimi anni. Tuttavia, la storia suggerisce che l'impatto degli eventi geopolitici sui mercati finanziari sia stato piuttosto

contenuto e che l'approccio corretto sia quello di andare oltre il rumore di fondo. Ed è, in linea generale, ciò che abbiamo fatto. Ma non è detto che sia sempre così: un'estensione del conflitto

tra Russia e Ucraina verso Paesi della NATO, per esempio, oppure un'escalation delle tensioni tra Cina e Taiwan, potrebbe generare una reazione sui mercati finanziari più significativa di quanto visto finora.

La nostra strategia

L'**Asset Allocation Strategica (AAS)** rappresenta il punto di partenza del processo di investimento di Moneyfarm e viene aggiornata all'inizio di ogni anno. Il processo annuale prevede una revisione della metodologia di base e l'aggiornamento delle aspettative alla luce dell'andamento dei mercati negli ultimi 12 mesi. Le nuove stime di rendimento di lungo periodo così ottenute fungono da bussola per rivedere le esposizioni al rischio ed eventualmente adeguare i pesi dei modelli di portafoglio. La AAS è parte integrante del processo di investimento di Moneyfarm. All'interno di questo framework, il team di Asset Allocation (AAT), dopo aver valutato il contesto economico di lungo periodo e analizzato rischio e rendimento delle singole asset class, costruisce una gamma di portafogli coerenti con i sei livelli di rischio Moneyfarm. La AAS parte da una tradizionale analisi rischio-rendimento, arricchita da analisi di scenario e stress test sulle ipotesi sottostanti. L'obiettivo è garantire che la costruzione dei portafogli Moneyfarm sia robusta in un'ampia gamma di scenari di mercato. Il processo prevede la stima degli input fondamentali – rendimenti attesi e volatilità attesa – e l'applicazione di un algoritmo di ottimizzazione che individua i pesi ottimali per ciascuna asset class.

La stima dei rendimenti attesi

La storia mostra che la redditività delle imprese non è stabile nel tempo, ma varia con il ciclo economico. Nel valutare le asset class nel lungo periodo, è quindi importante considerare utili o flussi di cassa normalizzati, evitando di basarsi su livelli eccezionalmente elevati o depressi.

Rendimenti storici: I rendimenti storici annuali rappresentano un importante punto di riferimento per le aspettative di lungo periodo, pur non essendo sufficienti, da soli, per proiettare i risultati futuri.

Valutazioni iniziali: Le valutazioni di partenza non sono necessariamente buoni predittori dei rendimenti di breve periodo,

ma assumono un ruolo molto più rilevante nel lungo termine. Il processo AAS di Moneyfarm si basa sull'ipotesi che le valutazioni tendano a convergere nel tempo verso una media di lungo periodo.

Redditività: La storia mostra che la redditività delle imprese non è stabile nel tempo, ma varia con il ciclo economico. Nel valutare le asset class nel lungo periodo, è quindi importante considerare utili o flussi di cassa normalizzati, evitando di basarsi su livelli eccezionalmente elevati o depressi.

Crescita: Le ipotesi sulla crescita sono un elemento chiave soprattutto per l'azionario. Pur riconoscendo che la relazione storica tra crescita del PIL e rendimenti azionari è debole, il legame tra crescita del PIL e crescita degli utili aziendali risulta più solido.

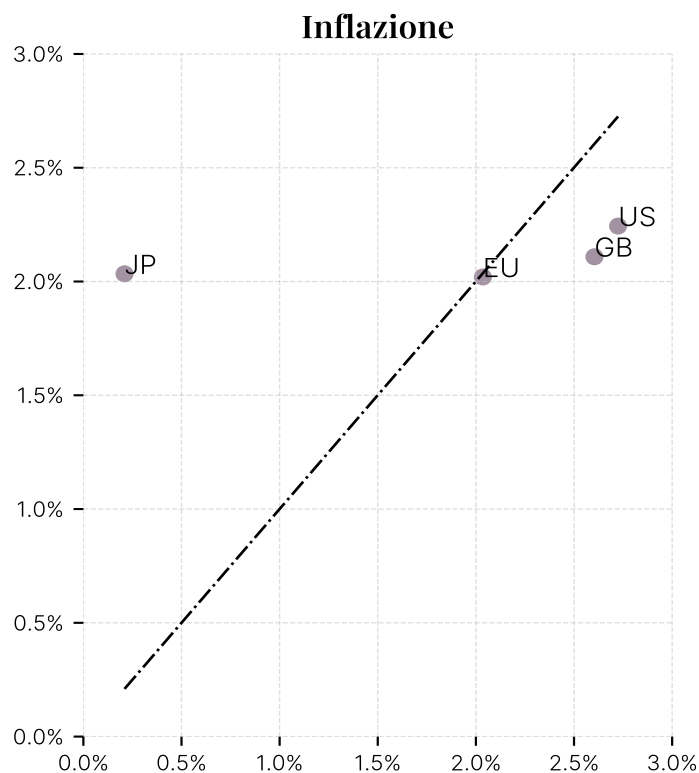
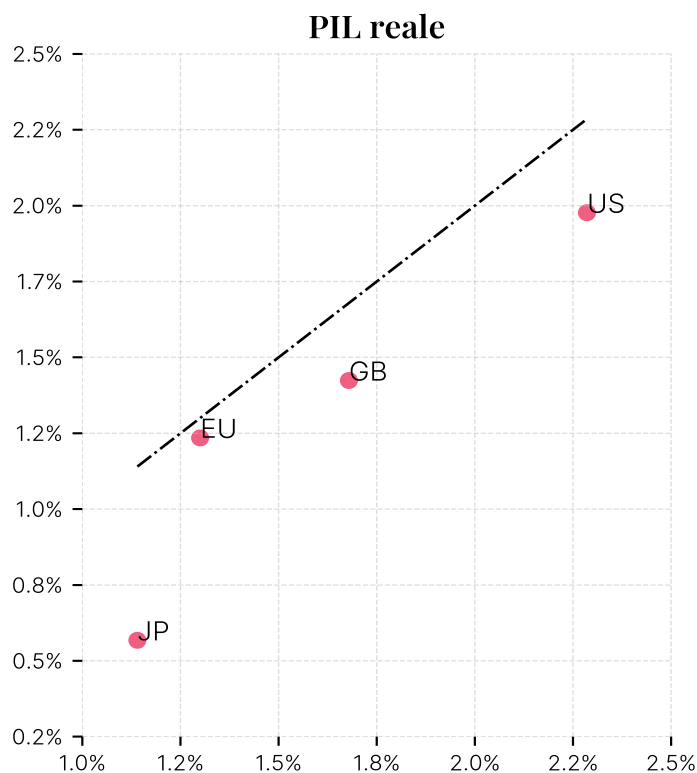
Il contesto macroeconomico

Per stimare il **tasso terminale dell'obbligazionario**, ovvero il livello di rendimento di lungo periodo verso cui tendono i titoli di Stato, e la **crescita degli utili per azione (EPS)** dell'azionario, utilizziamo le stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI).

Nel caso dell'azionario, la **crescita degli EPS** rappresenta l'evoluzione attesa degli utili generati dalle aziende nel tempo ed è **un elemento chiave per stimare i rendimenti di lungo periodo**. Per i Mercati Emergenti, anziché basarci sul PIL nominale, stimiamo la crescita degli utili a partire dalle previsioni del FMI sui volumi di esportazione, più rappresentative delle dinamiche economiche di queste aree.

Le aspettative di lungo periodo del FMI sulla crescita reale del PIL appaiono deboli per la maggior parte delle geografie: per gli Stati Uniti, le attese a cinque anni si collocano **intorno al 2%**, rispetto a una mediana storica del 2,4% – in calo rispetto allo scorso anno.

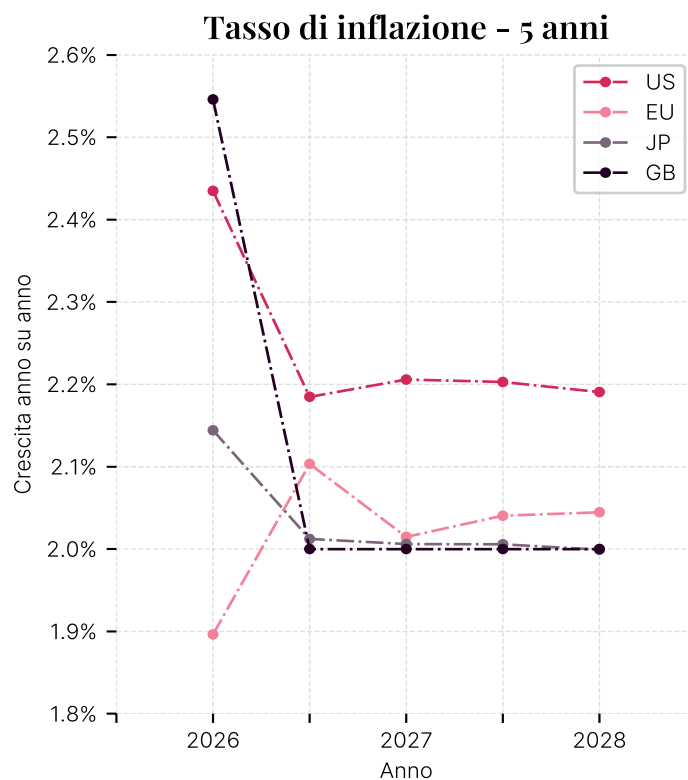
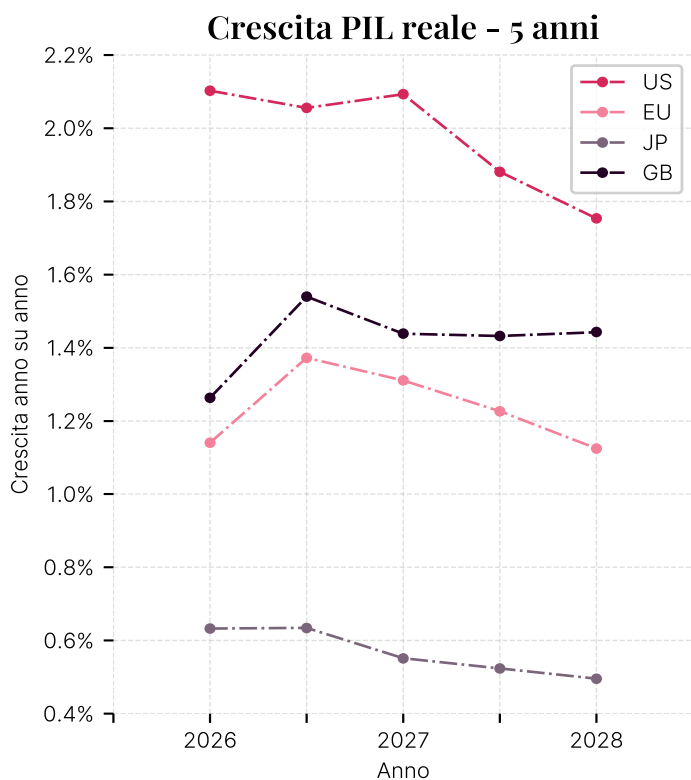
Le prospettive di crescita risultano contenute per tutte le principali economie. Le aspettative sull'inflazione (CPI) rimangono generalmente inferiori alla media storica, con l'eccezione del Giappone.



Fonte: stime FMI 2026

Il grafico seguente mostra come le aspettative di crescita del PIL reale e di inflazione si distribuiscono nel tempo nei prossimi cinque anni, anno per anno.

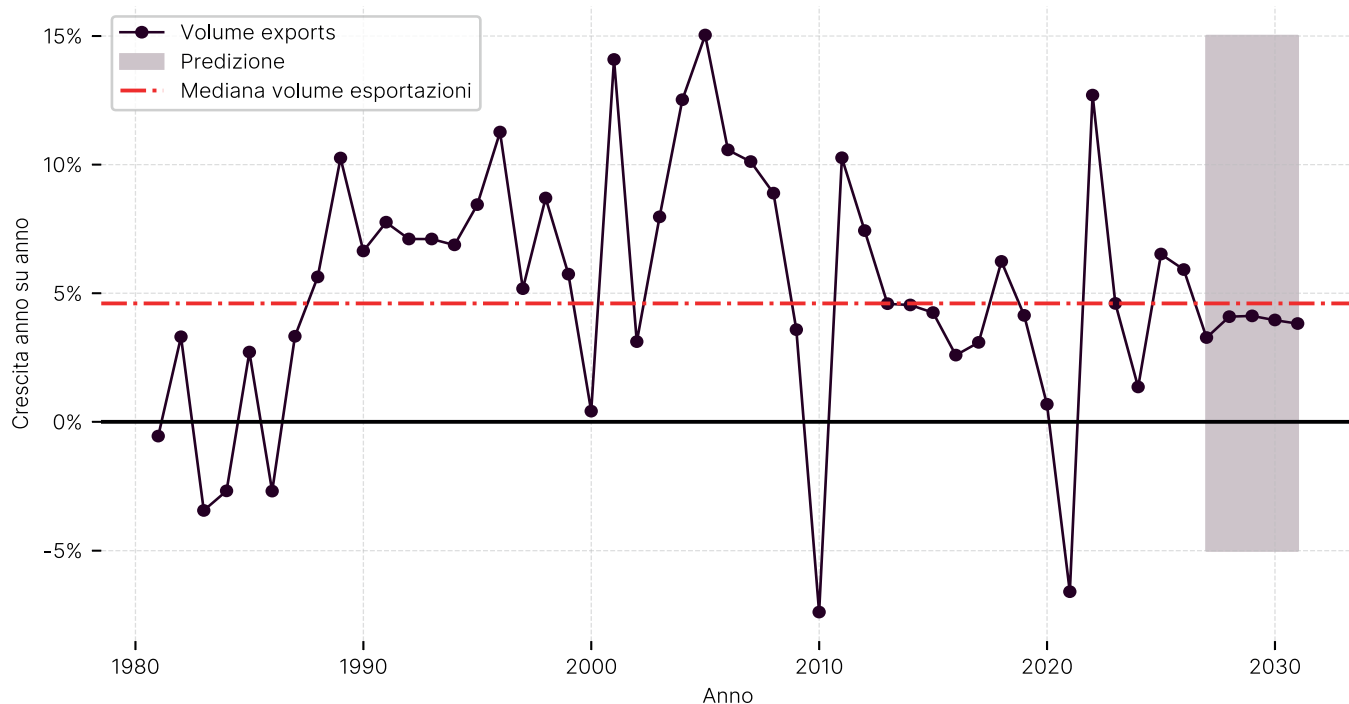
Questa “struttura a termine” consente di osservare non solo **il livello atteso di crescita**, ma anche la sua **evoluzione nel tempo**. In questo contesto, gli Stati Uniti si distinguono per una crescita prevista più sostenuta, seppur accompagnata da livelli di inflazione più elevati.



Fonte: stime FMI 2026

Per i Mercati Emergenti, le aspettative sui volumi di esportazione risultano deboli e leggermente inferiori alla mediana storica, come si può notare nel grafico seguente.

Volume esportazioni Mercati Emergenti



Fonte: stime FMI 2026

In sintesi

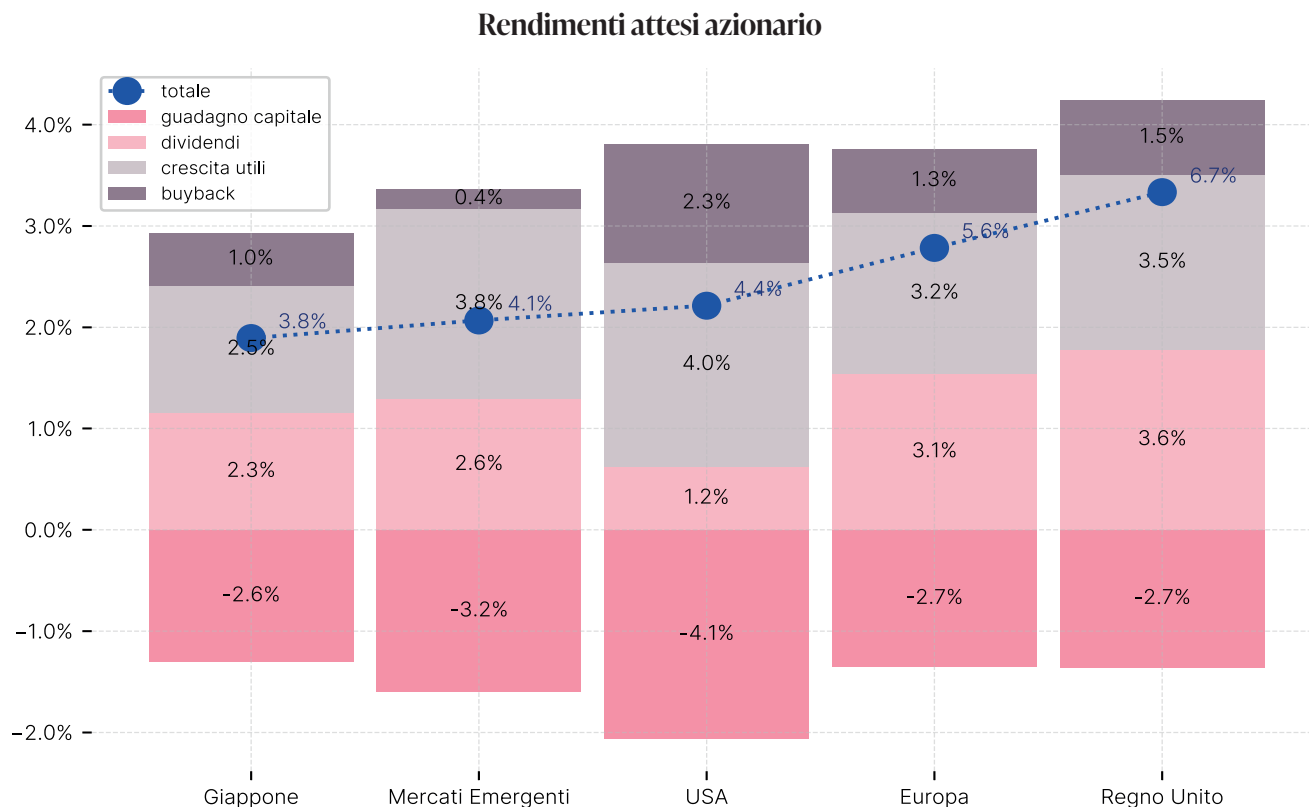
In sintesi, dalle stime del FMI emergono tre punti chiave: nelle proiezioni attuali non è incorporata una recessione nei prossimi anni; gli Stati Uniti sono attesi continuare a crescere, seppur in un contesto di inflazione superiore al 2%; per il resto del mondo, invece, le aspettative di crescita nominale sono rimaste sostanzialmente stabili rispetto allo scorso anno.

Rendimenti attesi

Azionario

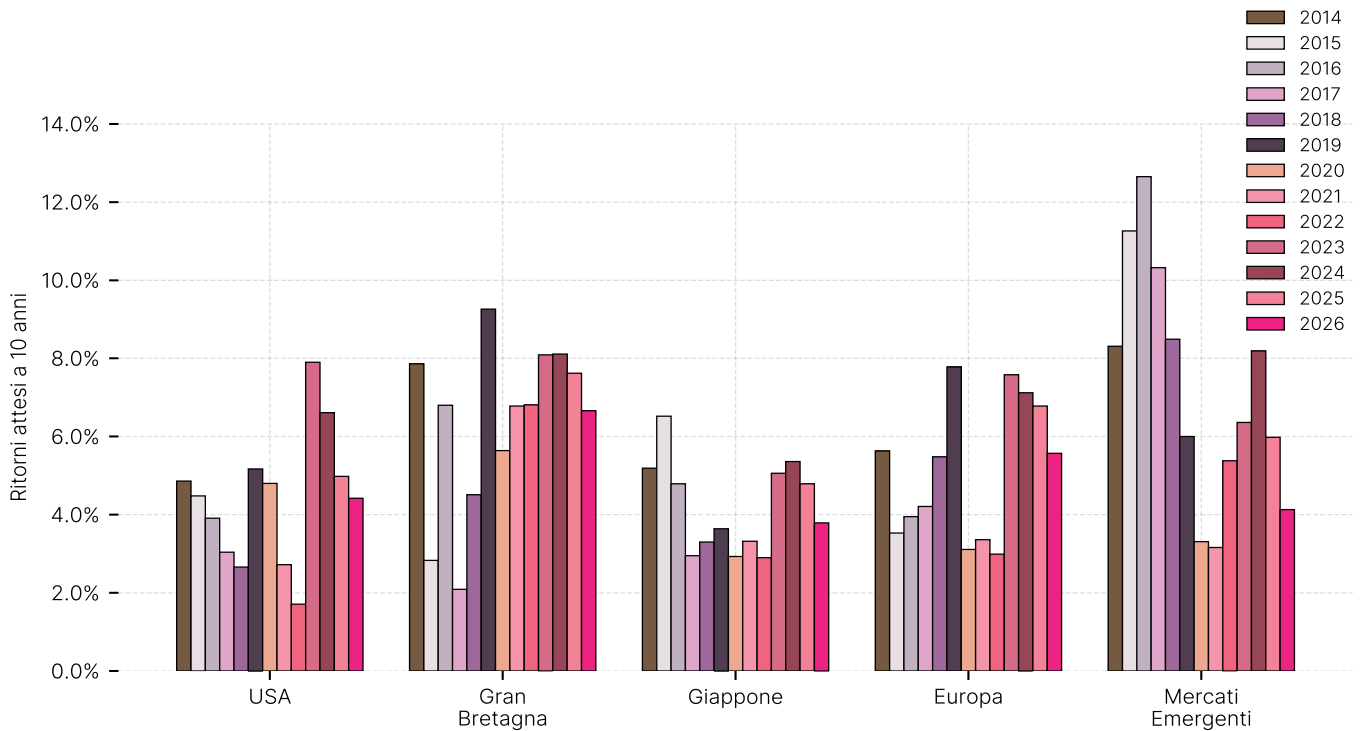
Il grafico che segue scompone il rendimento atteso nelle sue diverse componenti e ne mostra il valore complessivo stimato. Quest'anno il contributo negativo delle valutazioni risulta particolarmente significativo, anche al di fuori degli Stati Uniti. Tra le principali aree geografiche, l'azionario europeo presenta nel complesso prospettive più favorevoli rispetto a Stati Uniti e Mercati Emergenti.

Tutte le aree geografiche presentano rendimenti attesi inferiori rispetto allo scorso anno.



Fonte: Moneyfarm research

Le componenti del rendimento atteso dell'azionario



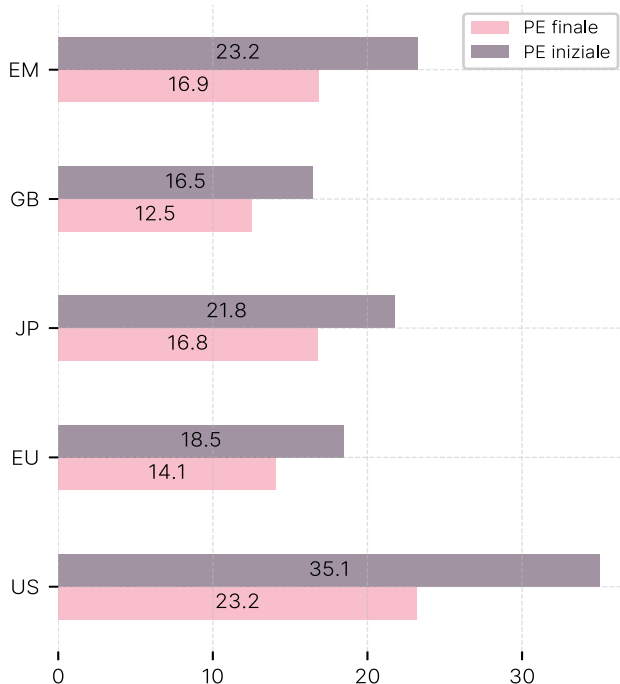
Fonte: Moneyfarm research

Valutazioni

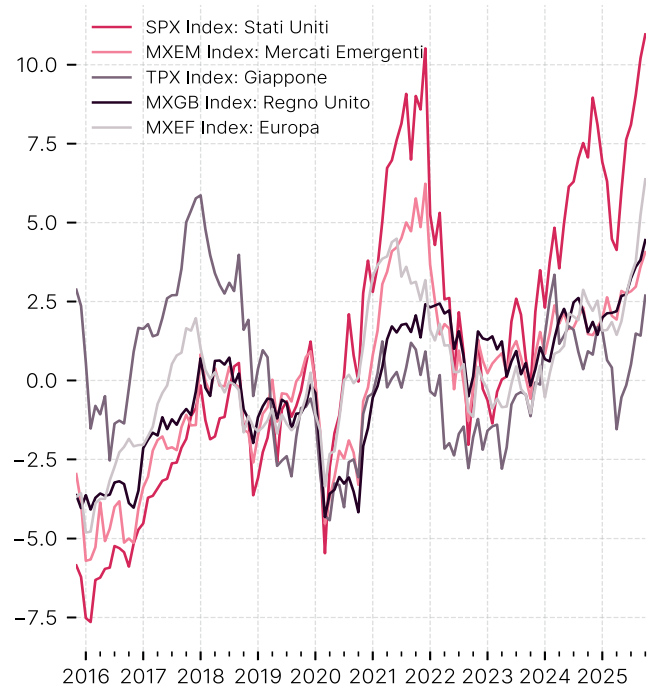
Il **CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings)** è un indicatore di valutazione che mette in rapporto il prezzo di un mercato azionario con la media degli utili reali degli ultimi dieci anni, corretti per l'inflazione.

Nel confronto tra **CAPE corrente**, cioè il valore osservato oggi sul mercato, e **CAPE target**, ovvero il livello di valutazione ritenuto sostenibile nel lungo periodo sulla base delle caratteristiche strutturali del mercato (mediana degli ultimi 10 anni), emergono valutazioni complessivamente elevate, come si può notare nei grafici che seguono. Valori positivi indicano valutazioni superiori alla media di lungo periodo, valori negativi indicano valutazioni più contenute.

Valutazioni iniziali vs finali



CAPE



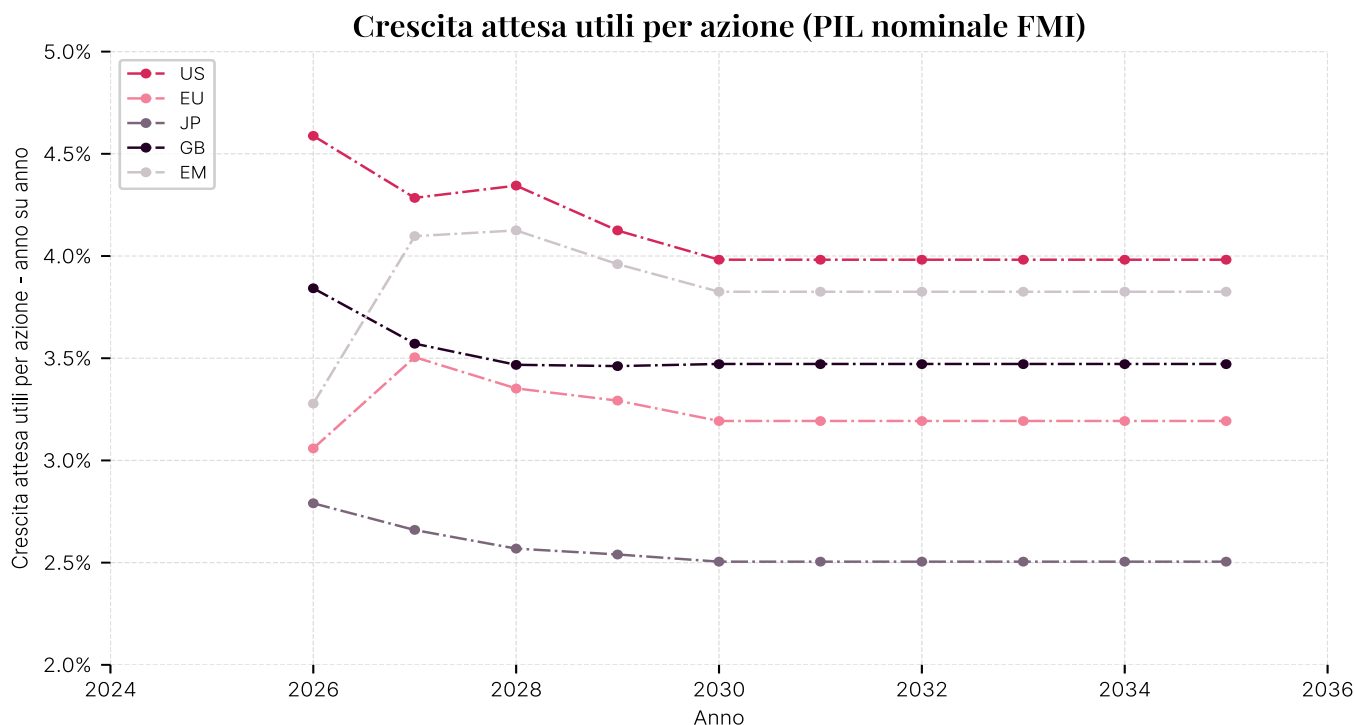
Fonte: Moneyfarm research

Negli Stati Uniti il divario supera quota 10, segnalando multipli particolarmente tirati, superiori anche ai picchi del 2021. Questo livello può essere in parte spiegato dalla composizione settoriale e dall'elevata concentrazione del mercato, ma soprattutto dai margini storicamente elevati delle principali società dell'indice S&P 500. Nell'AAS ipotizziamo invece che le valutazioni tornino verso livelli più normali nel tempo, adottando quindi un approccio più conservativo.

Crescita degli utili (EPS)

Gli **EPS (Earnings Per Share)** rappresentano gli utili generati da una società per ciascuna azione in circolazione e sono una misura chiave della capacità delle imprese di creare valore nel tempo.

Le nostre stime di crescita degli EPS fino al 2035, basate sull'andamento del PIL nominale, risultano prudenti ma coerenti con uno scenario di crescita moderata. A titolo di confronto, negli ultimi dieci anni la crescita mediana degli EPS negli Stati Uniti ha superato il 10%, mentre le nostre ipotesi, conservative, si attestano intorno al 4%.



Fonte: Moneyfarm research

Dividendi e buyback

Il modello attuale si basa sul **dividend yield**, ovvero il rapporto tra i dividendi distribuiti dalle società e il prezzo delle azioni. Nel calcolo includiamo anche i **riacquisti di azioni**.

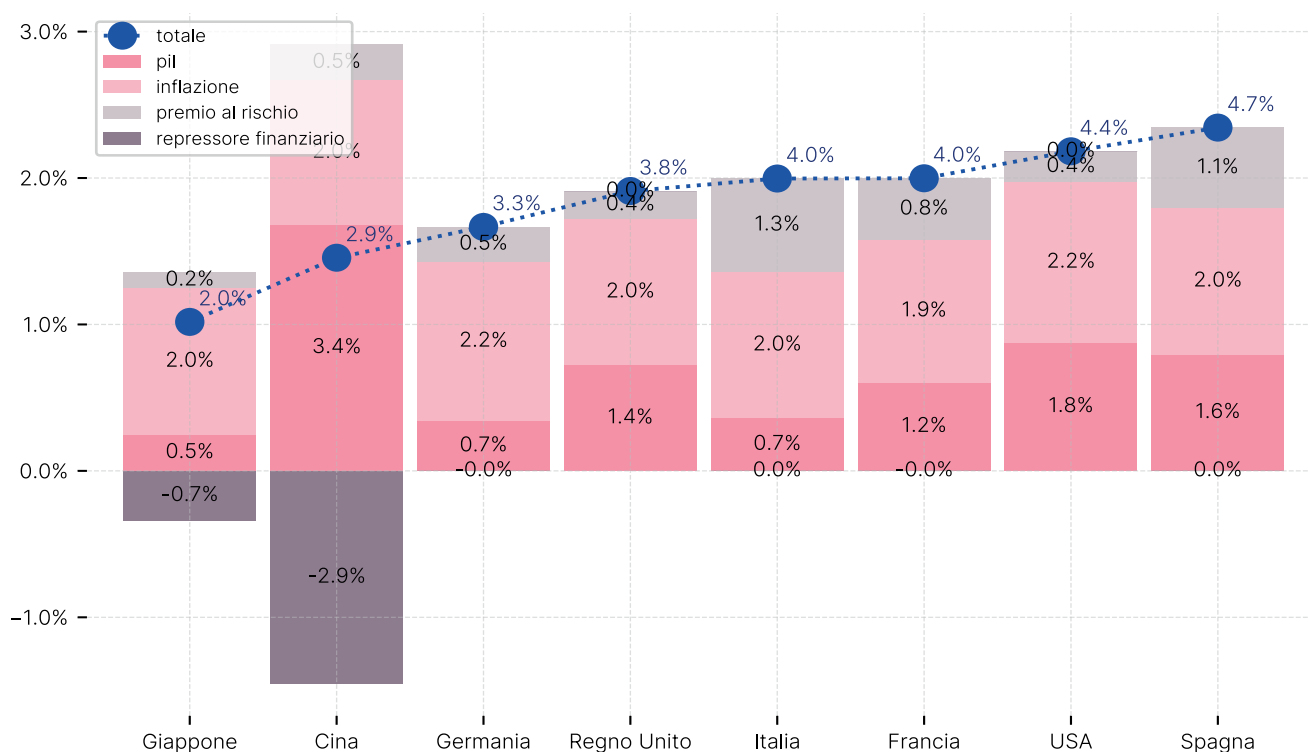
Utilizziamo una **mediana su dieci anni** per questa misura, così da renderla più coerente con altri indicatori di valutazione di lungo periodo, come per il **CAPE (Price/Earnings)**. Questo approccio permette inoltre di ridurre la volatilità delle stime anno su anno, offrendo una base più stabile per le nostre aspettative di rendimento.

Obbligazionario governativo

Per stimare i rendimenti di lungo periodo dell'obbligazionario governativo calcoliamo per prima cosa **il tasso terminale atteso**, cioè il livello verso cui ci aspettiamo che convergano i rendimenti dei titoli di Stato di lungo periodo, nel lungo periodo. Questo tasso di solito è costruito combinando la crescita dell'economia (**PIL nominale**), il **premio a termine** richiesto dagli investitori per detenere titoli a lunga scadenza e un **fattore di repressione finanziaria**, che abbiamo introdotto durante gli anni del Quantitative Easing per incorporare l'effetto di politiche monetarie poco ortodosse e mirate a mantenere ufficialmente basso il livello dei tassi.

Quest'anno **abbiamo azzerato il fattore di repressione finanziaria** per la maggior parte delle aree geografiche, riflettendo la battaglia all'inflazione degli ultimi tre anni e quindi l'aspettativa di tassi più elevati più a lungo e di un progressivo ridimensionamento degli interventi straordinari delle banche centrali. Fanno eccezione il **Giappone**, che mantiene tuttora una politica monetaria molto espansiva, e per cui manteniamo un valore del **25%**, e la Cina, dove il fattore resta al **50%**. Nel caso cinese, la banca centrale continua a mantenere una politica monetaria fortemente accomodante, con l'obiettivo di sostenere il settore immobiliare e rilanciare l'economia, e non intravediamo una rapida inversione di questa strategia.

Titoli di Stato: rendimento atteso e sue componenti



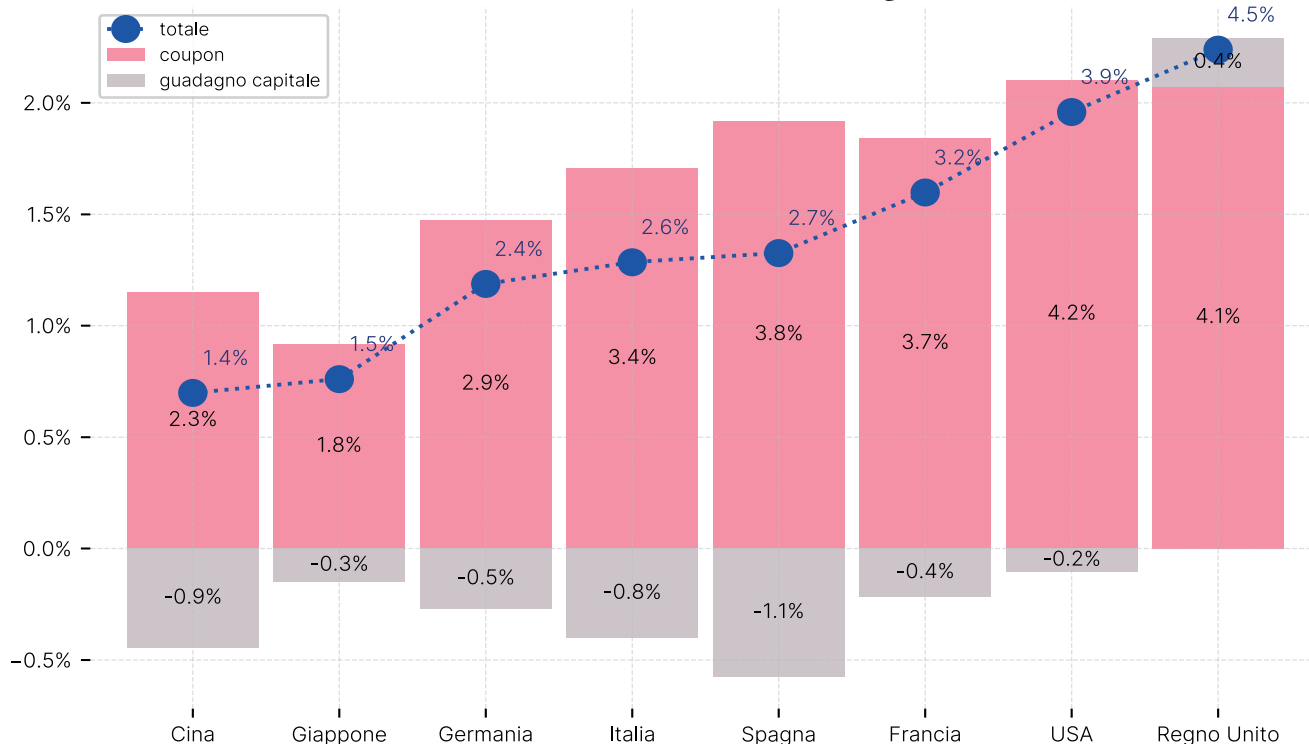
Fonte: Moneyfarm research

Rendimenti attesi

Dopo la grande battaglia all'inflazione, che sembra essere tornata sotto controllo per la maggior parte delle geografie, e il conseguente rialzo tassi degli ultimi anni, i rendimenti attesi di lungo periodo sono finalmente tornati a superare quelli di breve termine.

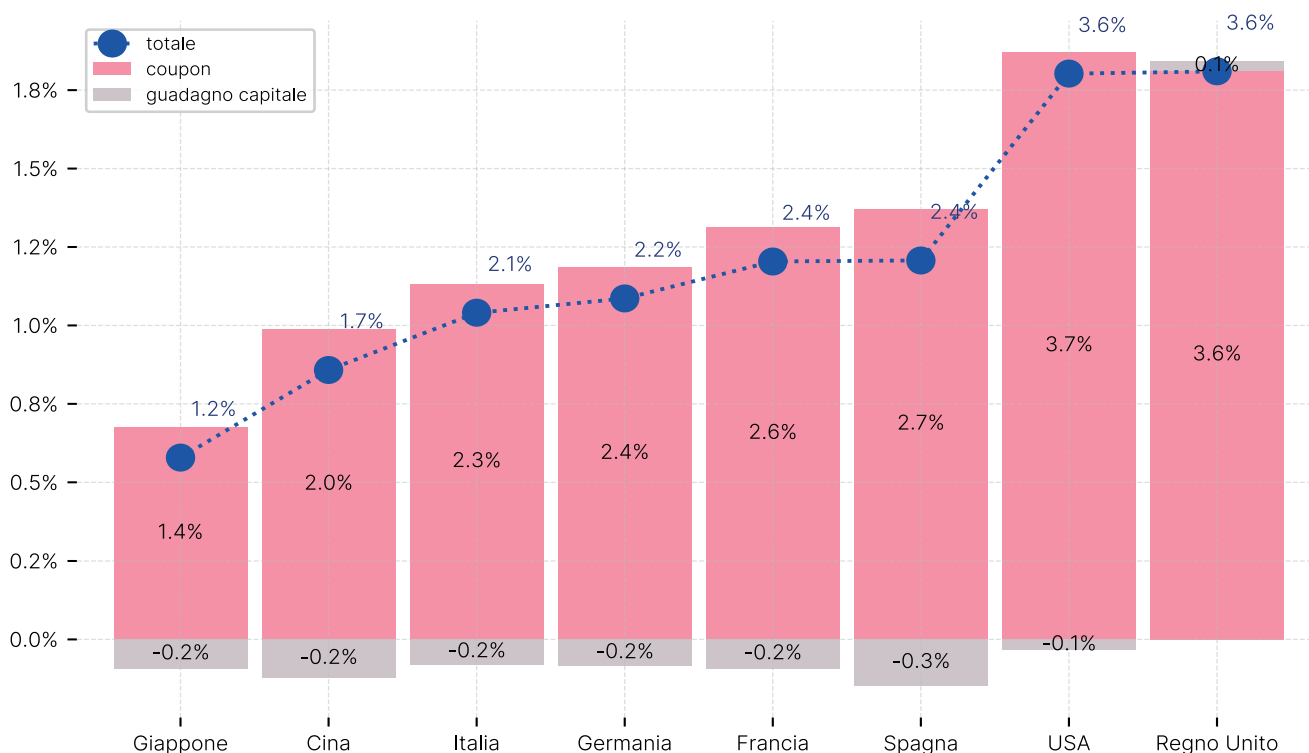
I livelli più elevati dei tassi obiettivo riflettono aspettative di crescita e inflazione meno favorevoli rispetto allo scorso anno, ma ancora complessivamente solide, con un'inflazione più alta e una crescita più contenuta. Nel complesso, i ritorni attesi sono molto forti.

Rendimenti attesi dei titoli di Stato a breve e a lunga scadenza



Fonte: Moneyfarm research

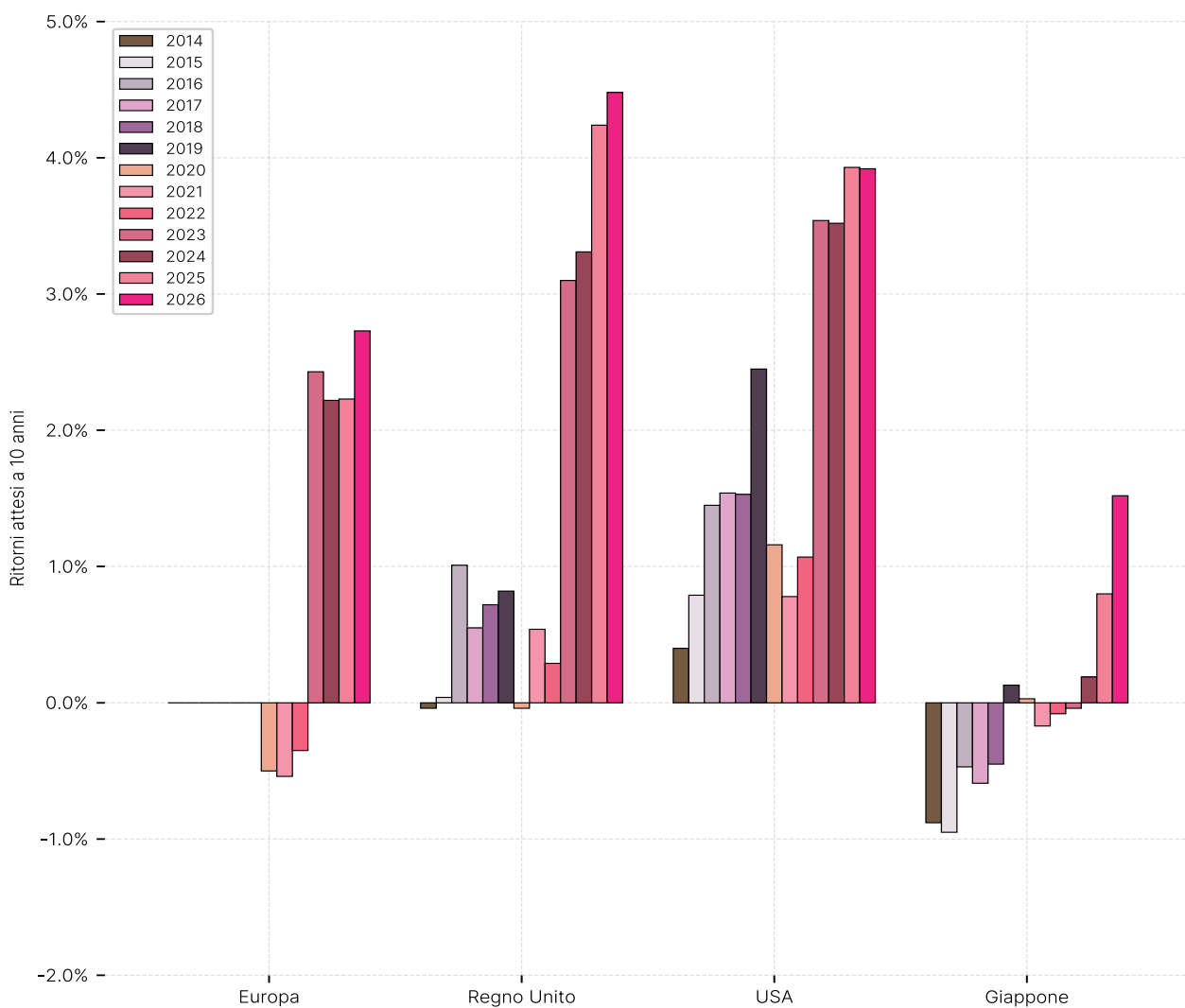
Titoli di Stato a breve scadenza



Fonte: Moneyfarm research

I rendimenti attesi di lungo periodo dei titoli di Stato si collocano oggi sui livelli più elevati osservati da quando conduciamo l'Asset Allocation Strategica, in tutte le principali aree geografiche.

Rendimenti attesi dei titoli di Stato di lungo periodo



Fonte: Moneyfarm research

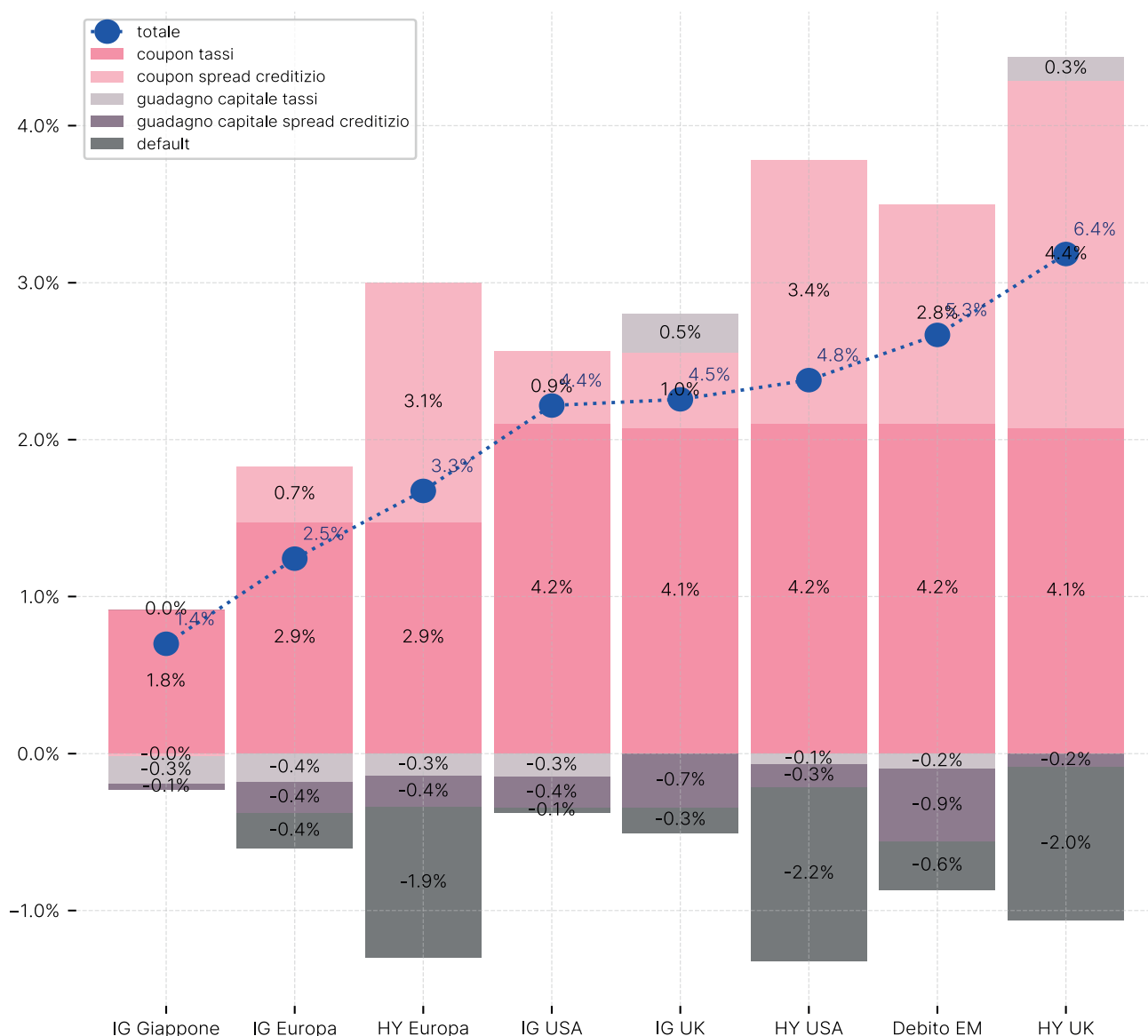
Credito, Mercati Emergenti, linkers e materie prime

Rispetto allo scorso anno, il rischio di default è diminuito in alcune sotto-asset class, un fattore che favorisce in particolare il debito dei Mercati Emergenti (EMD), anche perché negli ultimi mesi si sono registrati meno fallimenti e una migliore qualità media dei titoli obbligazionari inclusi negli indici di riferimento.

Negli Stati Uniti, i titoli **Investment Grade**, emessi da soggetti con elevata affidabilità creditizia e quindi a rischio più contenuto, offrono oggi rendimenti attesi simili a quelli dei titoli **High Yield**, che presentano invece un rischio di credito più elevato. Questo riduce l'incentivo ad assumere ulteriore rischio, sia perché gli spread restano compressi, sia perché livelli più elevati dei tassi nominali rendono relativamente più interessante il credito Investment Grade, anche perché, avendo in media una duration più elevata, è meglio posizionato per beneficiare dello scenario sui tassi previsto dalla SAA rispetto all'High Yield.

Il credito europeo, invece, non appare particolarmente interessante nel confronto relativo.

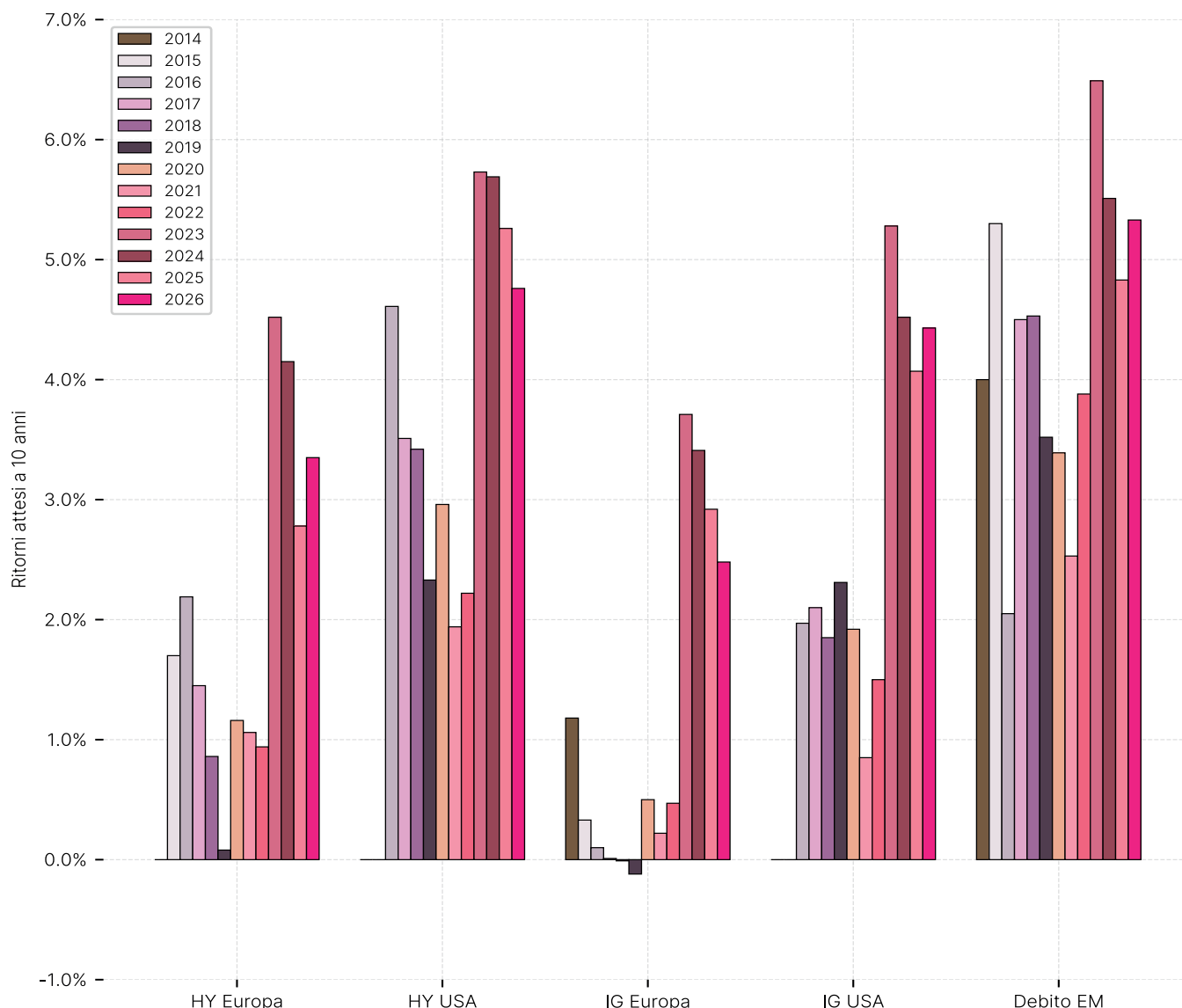
Rendimento atteso del credito per segmento e area geografica



Fonte: Moneyfarm research

I rendimenti attesi per tutte le asset class restano complessivamente interessanti, sia in termini assoluti sia relativi.

Rendimento atteso del credito per segmento e area geografica



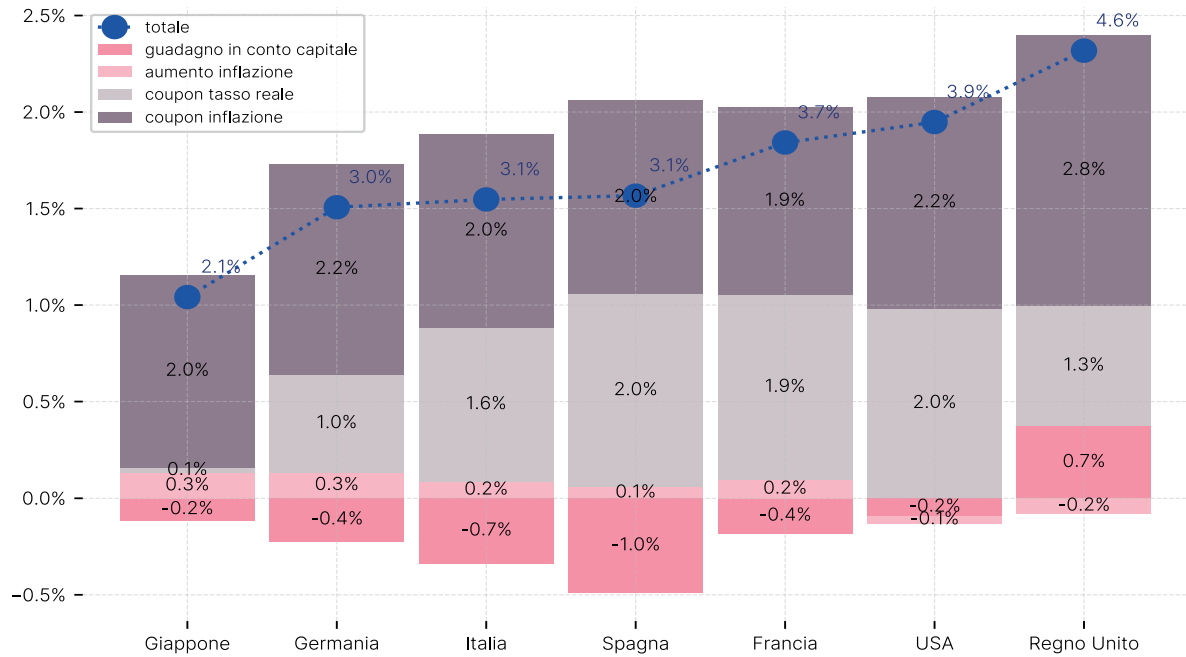
Fonte: Moneyfarm research

Titoli indicizzati all'inflazione (Linkers)

I **linkers**, o **titoli indicizzati all'inflazione**, sono obbligazioni pensate per proteggere il potere d'acquisto dell'investitore: il capitale e/o le cedole si adeguano nel tempo all'andamento dell'inflazione. Il loro rendimento totale dipende quindi sia dall'evoluzione dei prezzi al consumo sia dai movimenti dei tassi di interesse di mercato.

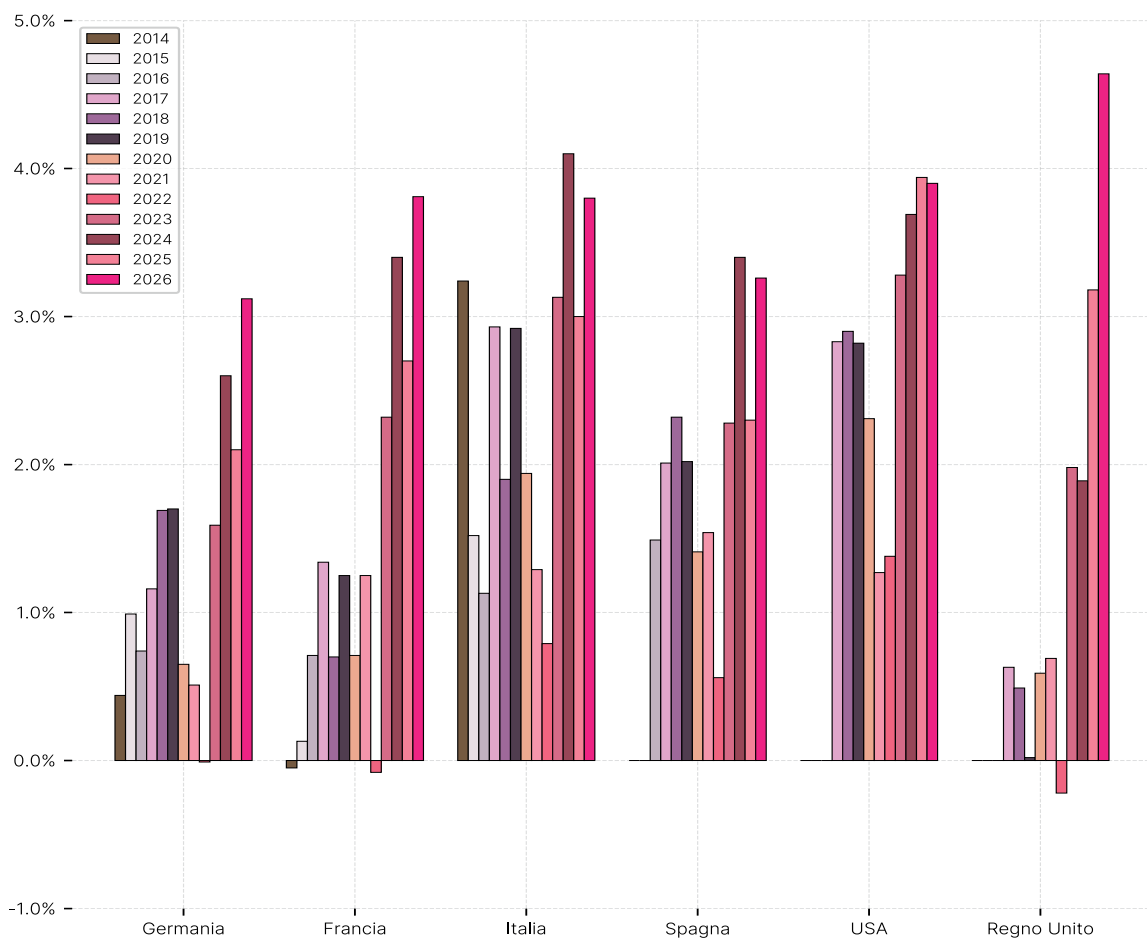
Come si può osservare dal grafico seguente, la maggior parte del rendimento deriva dalle aspettative sull'inflazione e da un contesto più favorevole per i tassi nominali. Nel complesso, i rendimenti attesi restano tra i più elevati a livello storico per tutte le aree geografiche e risultano generalmente superiori a quelli dello scorso anno.

Rendimento atteso dei titoli indicizzati all'inflazione



Fonte: Moneyfarm research

Rendimenti attesi a 10 anni dei titoli indicizzati all'inflazione



Fonte: Moneyfarm research

Materie prime

Le **commodity**, o **materie prime**, includono beni reali come energia, metalli e prodotti agricoli. I rendimenti attesi di questa asset class appaiono complessivamente solidi, ma derivano da componenti diverse rispetto a quelle di azioni e obbligazioni.

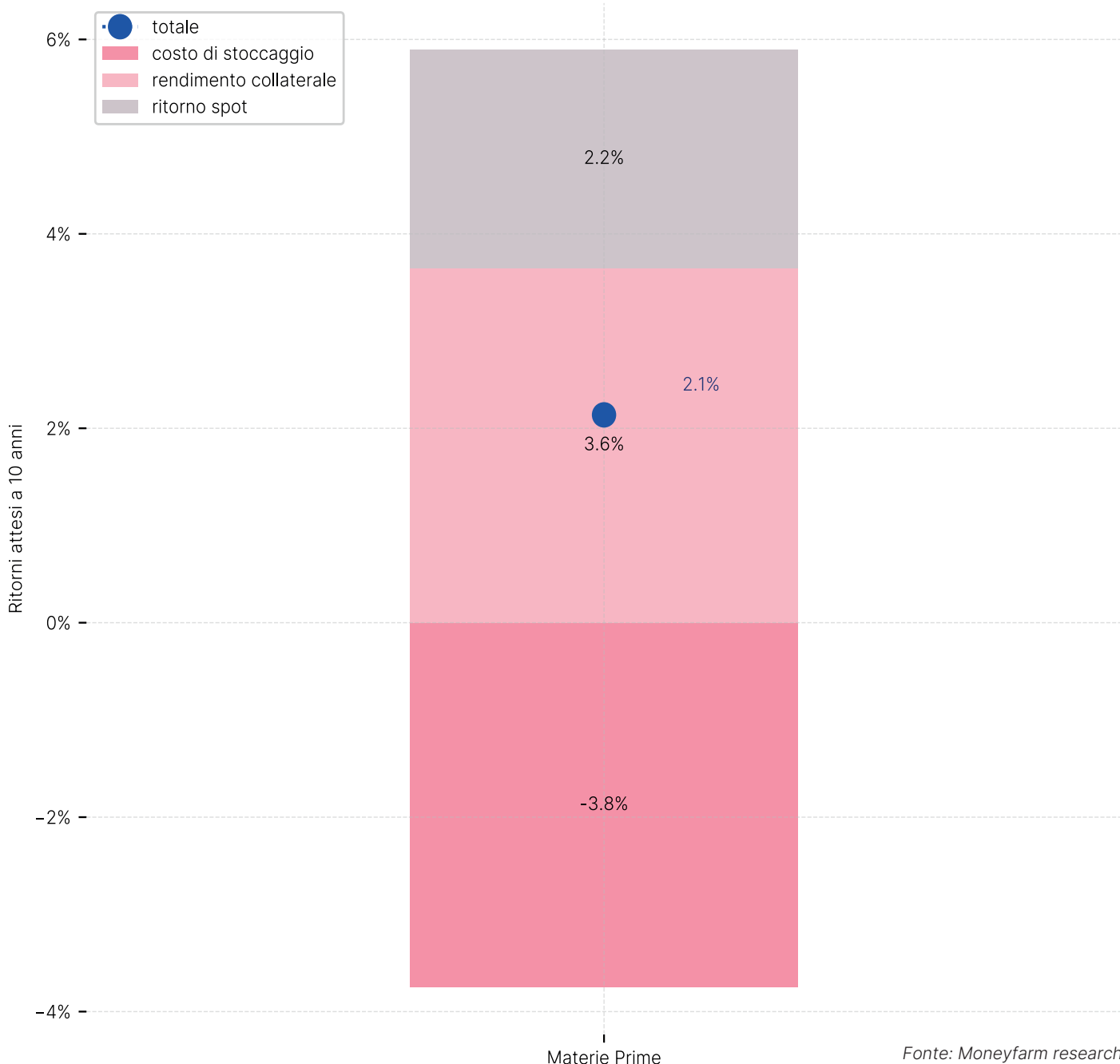
Gran parte del rendimento atteso proviene dal **collaterale**, cioè dagli interessi generati dagli strumenti finanziari a basso rischio (come i titoli di Stato statunitensi a breve termine) in cui viene investita la liquidità utilizzata a garanzia delle posizioni sulle commodity.

Un altro elemento importante è il **roll return**, che misura l'effetto del rinnovo nel tempo dei contratti futures sulle materie prime. Quando la struttura dei prezzi è sfavorevole, il passaggio da un contratto in scadenza a uno successivo può generare una perdita, rendendo questa componente negativa, come accade

nella maggior parte dei casi. Intuitivamente, investendo attraverso derivati, non si subiscono i costi di stoccaggio che comporterebbe invece comprare la materia prima fisica. Questo beneficio è però in parte compensato da un contributo negativo legato al **rollaggio dei contratti derivati**. In pratica, i contratti vengono venduti poco prima della scadenza, quando il loro prezzo tende a essere più basso perché si avvicina la consegna fisica della materia prima e i relativi costi di stoccaggio. Contestualmente, vengono acquistati nuovi contratti con scadenze più lontane, che risultano più costosi proprio perché la consegna del bene è posticipata nel tempo.

Infine, il ritorno spot riflette l'andamento dei prezzi delle materie prime nel tempo. Nelle nostre stime, questo rendimento è allineato alle aspettative di inflazione, poiché le commodity sono beni reali e tendono a muoversi in linea con l'aumento generale dei prezzi.

Rendimento atteso delle materie prime e sue componenti



Fonte: Moneyfarm research

I rendimenti attesi: in sintesi

I rendimenti attesi di lungo periodo per la AAS 2026 restano nel complesso interessanti.

L'**Equity Risk Premium**, cioè il rendimento aggiuntivo atteso dell'azionario rispetto agli asset più sicuri, risulta in calo. Questo riflette valutazioni più elevate e aspettative di crescita più moderate, che riducono il potenziale di rendimento extra dell'azionario nel lungo periodo.

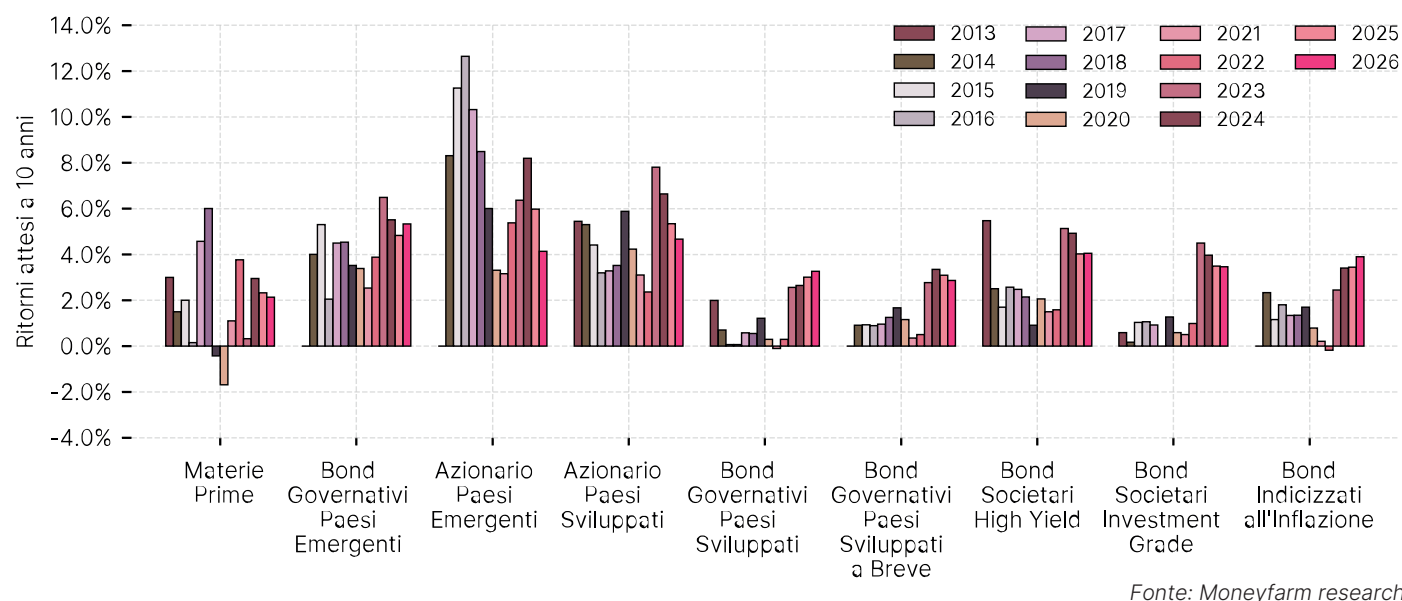
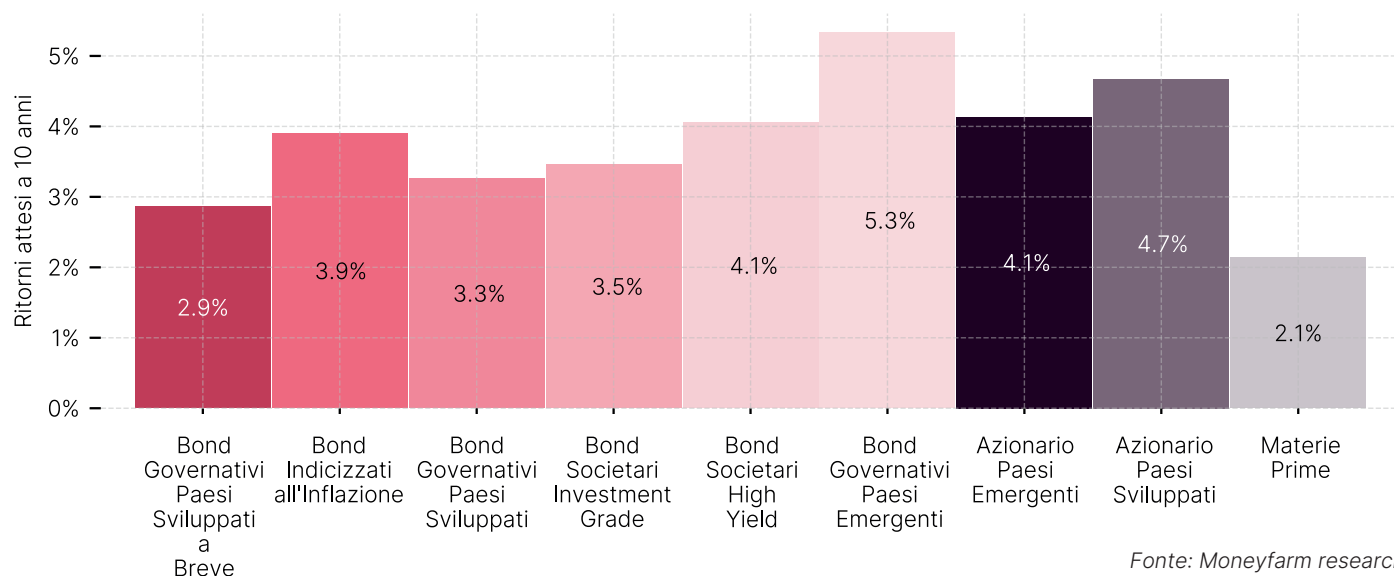
Al contrario, il premio al **rischio di duration** – ovvero l'esposizione ai movimenti dei tassi di interesse tipica delle obbligazioni a lunga scadenza – torna a essere remunerato. In un contesto di tassi più elevati, le obbligazioni offrono oggi rendimenti di partenza più interessanti rispetto al passato recente. In generale, il settore obbligazionario presenta comunque ottime opportunità rispetto al passato, riflettendo il nuovo livello dei tassi.

I **titoli indicizzati all'inflazione (linkers)** appaiono attraenti perché combinano una protezione contro l'inflazione con rendimenti reali più elevati rispetto agli ultimi anni. Nel comparto del credito, le obbligazioni Investment Grade, emesse da soggetti con elevata affidabilità creditizia, risultano

meno interessanti in termini relativi, mentre l'High Yield, che offre rendimenti più elevati a fronte di un rischio maggiore, mostra un quadro sostanzialmente stabile rispetto allo scorso anno, continuando a offrire rendimenti assoluti interessanti nonostante gli spread restino compressi.

Infine, le prospettive per il debito dei **Mercati Emergenti in valuta locale (EMD)** sono migliorate soprattutto grazie a una riduzione del rischio di default atteso, che rende questa asset class più interessante nel confronto con le alternative obbligazionarie.

Nel complesso, il messaggio chiave della **Asset Allocation Strategica** di quest'anno è, a nostro avviso, costruttivo. Dopo un lungo periodo caratterizzato da tassi nulli o negativi, l'obbligazionario sembra tornato a svolgere un ruolo centrale all'interno dei portafogli multi-asset, affiancando l'azionario nel generare rendimenti interessanti corretti per il rischio. In un contesto di valutazioni azionarie e tassi di interesse elevati, la diversificazione torna così a essere un elemento fondamentale per costruire portafogli resilienti nel tempo.



Portafogli strategici

Comprendere l'AAS 2026

Vogliamo prenderci un momento per contestualizzare i risultati del processo della Asset Allocation Strategica (AAS) per il 2026. Faremo due rapidi confronti: il primo con i risultati dello scorso anno, il secondo con il posizionamento attuale dei portafogli Moneyfarm.

Prima di farlo, è utile spiegare brevemente come si arriva ai risultati del processo di AAS. Una volta definito l'intero spettro dei livelli di rischio, individuiamo combinazioni di asset class volte a massimizzare il rendimento atteso per ciascun profilo. Il processo tiene conto in modo congiunto dei rendimenti attesi, della volatilità e delle correlazioni tra le diverse asset class.

Per valutare simultaneamente queste dimensioni, utilizziamo modelli quantitativi e processi strutturati. Le ipotesi chiave – dalle caratteristiche di rischio delle asset class alle stime di rendimento e ai benefici di diversificazione – così come i risultati finali, vengono sottoposti a revisione da parte del team di Asset Allocation e del Comitato Investimenti.

Cosa è cambiato?

Come mostrano i grafici, il confronto tra l'Asset Allocation Strategica 2026 e quella dello scorso anno evidenzia alcuni temi chiave. In primo luogo, il peso complessivo dell'azionario è diminuito rispetto all'anno precedente. Si tratta di un'evoluzione coerente con la performance relativamente solida dei mercati azionari nel 2025 e, soprattutto, con l'aumento delle valutazioni.

In secondo luogo, osserviamo un incremento del peso delle obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto allo scorso anno.

È inoltre importante sottolineare che non si è registrato un cambiamento significativo nelle indicazioni relative al credito (come high yield o debito dei Paesi emergenti). Gli spread restano contenuti rispetto alla media storica, ma i rendimenti assoluti continuano a risultare interessanti.

Il tuo portafoglio oggi

Una delle domande che ci viene posta più spesso riguarda l'impatto del processo della AAS sui portafogli finali dei clienti. L'Asset Allocation Strategica rappresenta un elemento fondamentale del nostro approccio di lungo periodo ai mercati e alla costruzione dei portafogli. Contribuisce a chiarire le nostre tesi di investimento e, in alcuni casi, offre uno stimolo utile per mettere in discussione il posizionamento corrente.

Il processo aiuta inoltre a garantire che i portafogli rimangano coerenti con i profili di rischio dei nostri clienti e adeguati alle loro esigenze. Seguiamo questo approccio da oltre dieci anni e continuiamo a trarne indicazioni preziose. Tuttavia, come ribadito più volte, non si tratta di una strategia meccanica da seguire in modo automatico.

Questo emerge chiaramente confrontando gli attuali portafogli Moneyfarm con gli esiti della AAS 2026.

In primo luogo, osserviamo che i portafogli presentano in generale un'esposizione azionaria superiore rispetto a quanto suggerito dal posizionamento di lungo periodo della AAS. Nei prossimi dodici mesi ci aspettiamo infatti che la crescita degli utili e la redditività delle imprese siano più robuste di quanto ipotizzato dalle assunzioni di lungo termine – un'ipotesi che verrà costantemente monitorata ed eventualmente rivista alla luce dei nuovi dati.

Sul fronte obbligazionario, i portafogli Moneyfarm mostrano in genere una duration inferiore (e quindi una minore sensibilità alle variazioni dei tassi di interesse) rispetto a quanto suggerito dalla AAS.

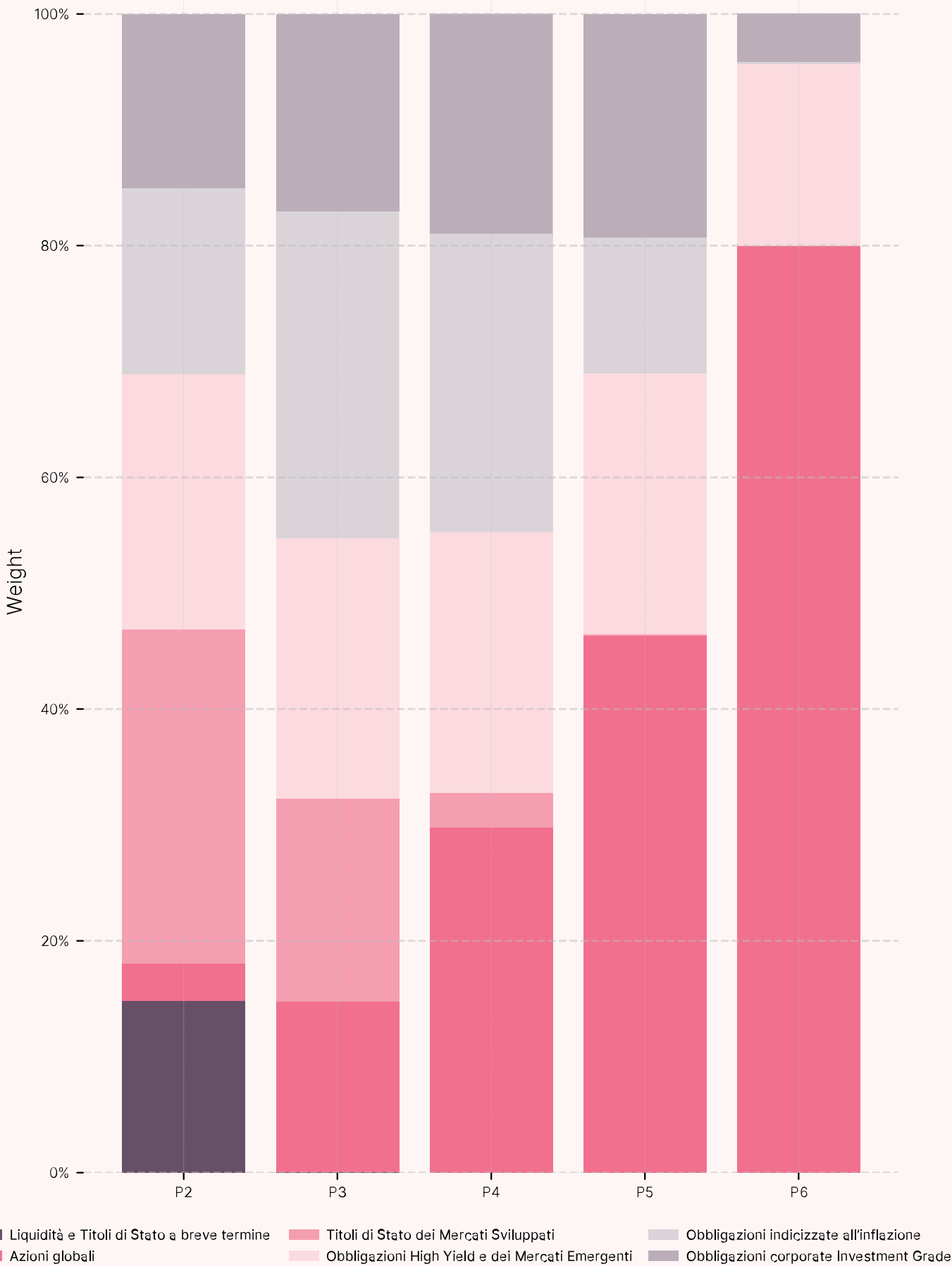
Da una prospettiva tattica di breve periodo, riteniamo che la combinazione di tassi di interesse più bassi e di una maggiore spesa fiscale possa sostenere una crescita più solida e potenzialmente una dinamica inflazionistica più elevata. In questo scenario, i rendimenti delle obbligazioni a più lunga scadenza potrebbero aumentare.

Come per l'azionario, anche questa valutazione sarà oggetto di monitoraggio continuo da parte del nostro team di Asset Allocation.

Classe di attivo	Portafogli attuali vs AAS 2026			AAS 2026 vs AAS 2025		
	-	=	+	-	=	+
Azionario						
Obbligazionario						
Duration						
Investment Grade						
High Yield						
Debito dei Mercati Emergenti						
Obbligazioni indicizzate all'inflazione						
Materie prime						

Si precisa che si tratta di valutazioni aggregate e che possono esserci differenze a livello di singoli fondi.

Asset Allocation Strategica per l'Italia





moneyfarm

2026