



Introduzione ai lavori: **Il percorso per recuperare valore tra rischi e transizioni**

Alberto Brambilla
Presidente Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

XIX Itinerario Previdenziale
23-26 settembre 2025, Valencia

itinerariprevidenziali.it

Follow us on    

Mercati e volatilità, la nuova mappa degli investimenti

- ❖ Nel XVII e XVIII Itinerario Previdenziale in Sardegna e a Malta si era discusso della **necessità per gli investitori istituzionali italiani di “recuperare valore”** a seguito delle pesanti perdite del 2022, l'anno peggiore per i patrimoni privati e istituzionali degli ultimi 15 anni.
- ❖ Se da un lato le buone performance del 2023 e del 2024 hanno consentito un recupero dei rendimenti, dall'altro le **perdite in termini reali** (con **un'inflazione cumulata di oltre il 15%**) non sono ancora state del tutto ripianate.
- ❖ Veniamo quindi da anni difficili ma per **proseguire il percorso per recuperare «valore reale»**, dobbiamo affrontare i **«rischi sistemici globali»** e le problematiche legate alle **transizioni** che potrebbero però diventare **grandi opportunità** nella nuova **«mappa degli investimenti»**

La geopolitica dei nuovi rischi si somma alle grandi transizioni

- Questi ultimi 5 anni sono stati caratterizzati da una serie di crisi che hanno condizionato negativamente le nostre società e i mercati alimentando un clima di perdurante **incertezza sui mercati finanziari**: la pandemia da COVID-19 del 2020, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, la crisi mediorientale che ha coinvolto Siria, Israele, Iran, Libano e con gli Houthi che limitano i traffici marittimi attraverso lo Stretto di Bab el-Mandeb verso il Mar Rosso e il cambio in Siria.
- Tutto ciò ha creato fiammate inflazionistiche causate prima dall'incremento dei prezzi degli energetici, poi dalle materie prime scaricando il tutto sul «carrello della spesa». Le nuove misure commerciali di Trump creano ulteriori rischi inflazionistici causando il rallentamento del commercio internazionale e della riduzione dei tassi delle Banche Centrali.
- Ci sono poi una serie di rischi legati sia alla situazione geopolitica sia alle transizioni in un contesto in cui crescono le pressioni di spesa legate ai costi per sicurezza e difesa, invecchiamento della popolazione e transizione energetica ed ecologica e del nuovo ordine economico come i nuovi BRICS allargati ecc...); **I mercati** saranno quindi preda, come ha detto Christine Lagarde di un «**livello fenomenale di incertezza**» soprattutto per i 27 Paesi europei, ma con Trump anche Usa e dintorni.

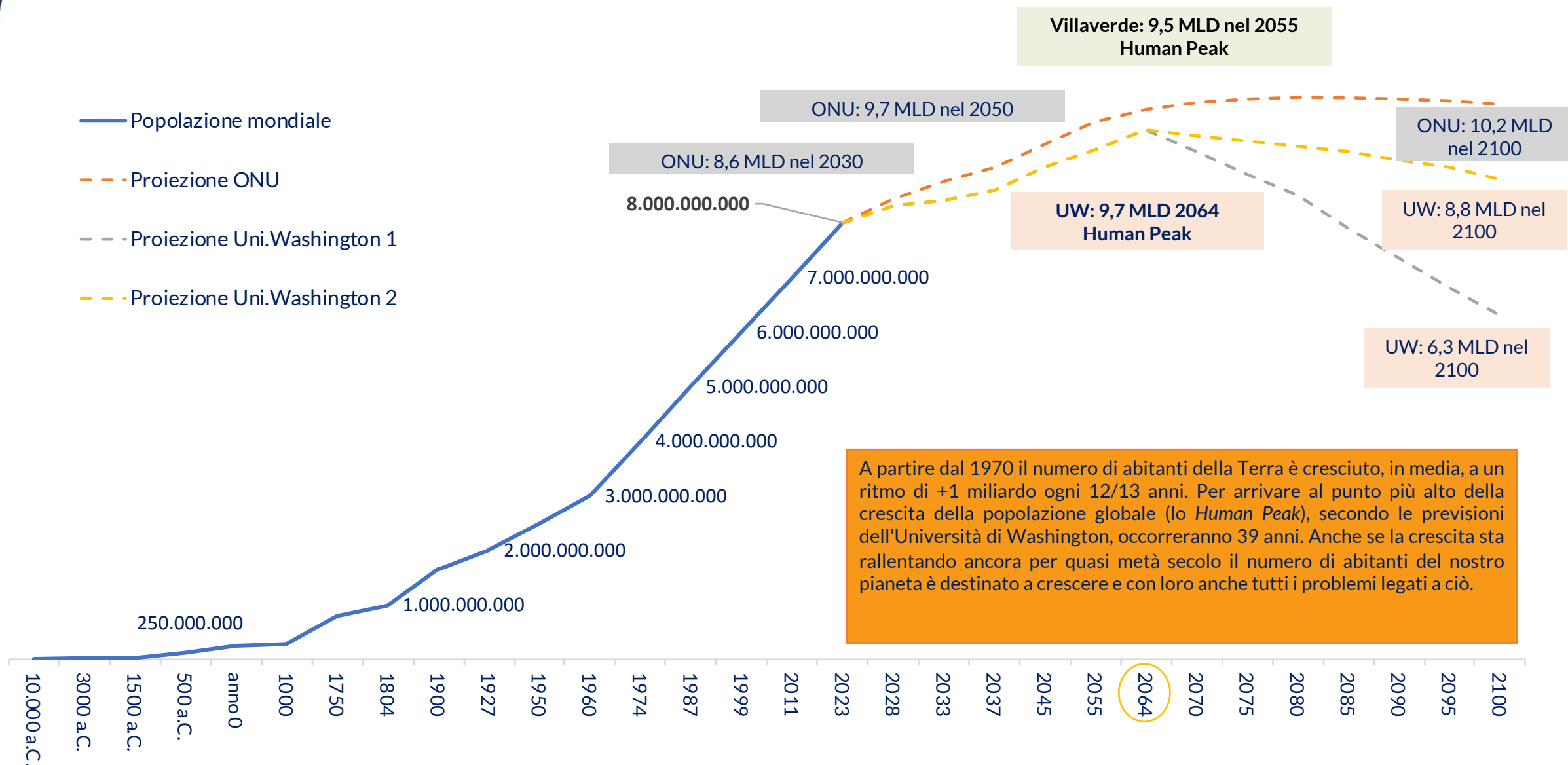
Mercati e volatilità, la nuova mappa degli investimenti

- **Dazi e rischi geopolitici:** l'OCSE ha rivisto al ribasso le previsioni della **crescita economica** al 2,9% per il 2025 e il 2026 (+3,3% nel 2024), con gli USA previsti rallentare a +1,6% e +1,5% (+2,8% nel 2024). La zona euro +1% nel 2025 e +1,2% nel 2026 (+0,8% nel 2024) e l'Italia +0,6% e +0,7% (stime dell' *Economic Outlook* dell'OCSE).
- **Elevate valutazioni dei titoli azionari:** nonostante il clima di incertezza, i principali indici globali proseguono il rialzo e si mantengono sui massimi. Da inizio anno (dato al 18/09) il Ftse Mib ha guadagnato il 23,7%, l'Euro Stoxx 50 l'11%, l'S&P 500 il 12,8% e il Nasdaq il 16,4%. Le elevate valutazioni e il rischio di un inasprimento delle barriere commerciali alimentano però i timori di una correzione.
- **L'inflazione:** dopo la fiammata post COVID, l'inflazione sta tornando verso il target delle banche centrali. Ad agosto l'inflazione nell'Eurozona è scesa al 2% (con un dato core al 2,3%) e al 2,7% negli USA (+3,1% il dato core), ma le politiche fiscali e protezionistiche promesse da Trump aumentano i timori di nuovi picchi. Secondo l'OCSE nella zona euro l'inflazione dovrebbe passare dal 5,4% del 2023, al 2,4% del 2024 e al 2,2% del 2025; negli USA è prevista risalire dal 2,5% del 2024 al 3,2% quest'anno.

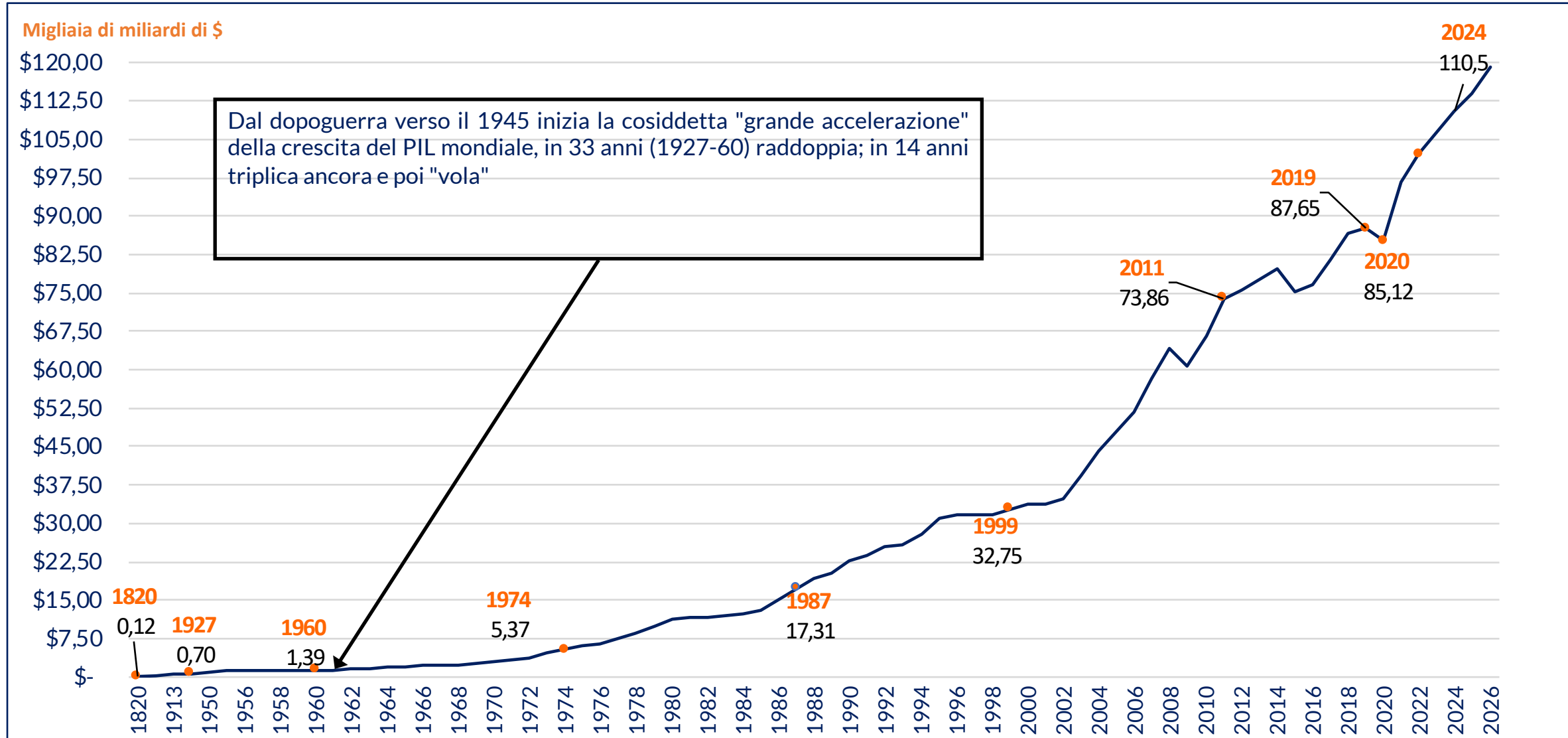
Le grandi transizioni si muovono spesso in senso opposto

- ❖ **La demografia:** per la prima volta nella storia recente, **la crescita economica non potrà più contare sull'impulso della demografia**. L'innovazione sarà il motore della crescita anche in ottica di migliorare la produttività e la sostenibilità.
- ❖ Cambia la struttura per età della popolazione e la composizione delle famiglie e, quindi, **cambiano anche le finalità di risparmio e investimenti**.
- ❖ Le università di Washington e Pennsylvania prevedono che il picco della popolazione mondiale verrà toccato prima del 2064, forse nel 2055, poi la popolazione calerà ovunque.
- ❖ **Il PIL mondiale:** si ridurrà quindi la crescita del PIL mondiale e dei consumi mentre è probabile che aumenti il fabbisogno energetico.
- ❖ **L'energia:** nonostante il calo della popolazione è probabile che aumenti il fabbisogno energetico.
- ❖ **Il debito mondiale:** nel contempo aumentano in modo preoccupante sia i debiti pubblici sia quelli privati e aziendali che formano il debito globale mondiale.

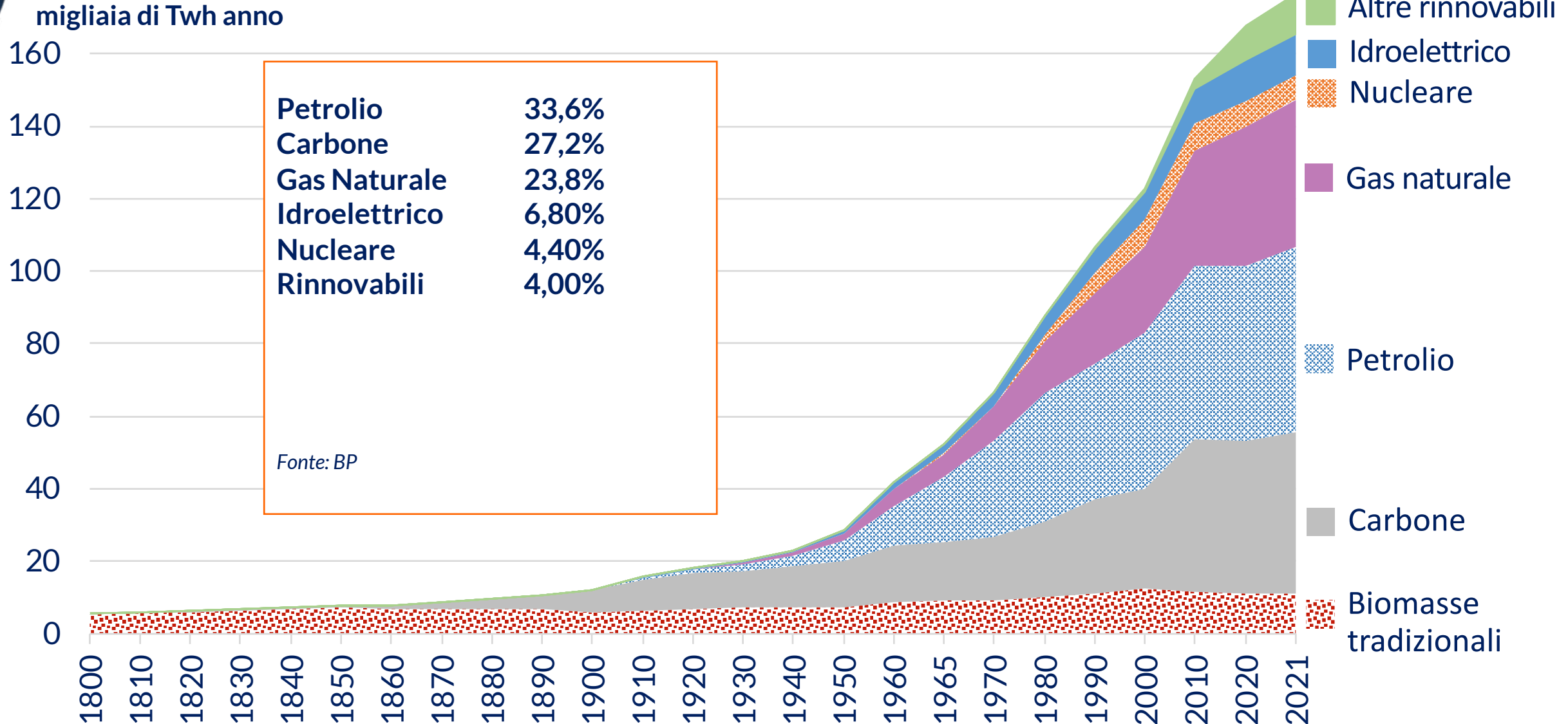
La demografia: l'evoluzione della popolazione mondiale



La grande accelerazione del PIL mondiale

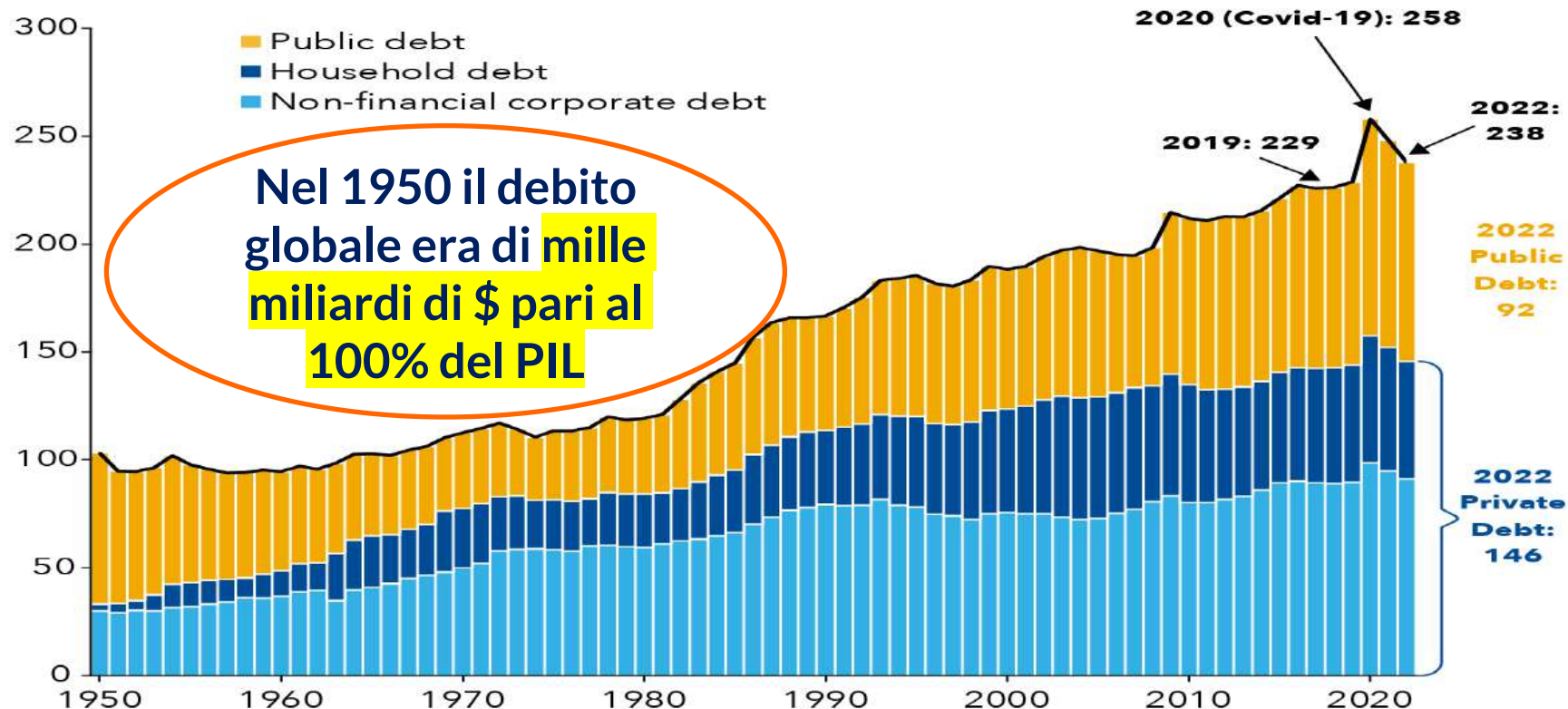


La grande accelerazione nei consumi di energia



Pandemic blip

Global debt, which remained significantly higher than its pre-pandemic level last year, may return to its long-term rising trend.
(percentage of GDP)



Source: IMF 2023 Global Debt Database, and IMF staff calculations.
Notes: The estimated ratios of global debt to GDP are weighted by each country's GDP in US dollars.

IMF

**DEBITO
TOTALE
MONDIALE**
2023
305mila
miliardi di \$
Nel 2024
318 mila
miliardi di \$
pari a oltre 3
volte il PIL
mondiale

La geopolitica dei nuovi rischi: nuove spese dal 2023 al 2027... e più

- Secondo l'ultimo Global Risk Report del World Economic Forum, i **conflitti armati tra Stati** sono considerati al 3° posto tra **i rischi globali più urgenti per il 2025**. Questo fa volare la spesa per gli armamenti di difesa:
- Lo **Stockholm International Peace Research Institute** stima che nel **2024 le spese militari hanno raggiunto il record di 2.718 miliardi di dollari** (+9,4% rispetto al 2023, il più forte incremento annuale dalla fine della Guerra Fredda). I 3 maggiori paesi per spesa militare sono stati gli Stati Uniti (997 miliardi di dollari), la Cina (314 miliardi di dollari) la Russia (149 miliardi di dollari) mentre la Germania (88,5 miliardi di dollari) ha superato l'India al quarto posto in classifica.
- Anche in Europa la spesa per la difesa è prevista ancora in aumento **con il piano ReArm Europe da 800 miliardi presentato dalla Commissione Von der Leyen** (entro 4 anni 150 miliardi di prestiti europei e 650 miliardi dai bilanci statali, fuori dal patto di Stabilità). Nel 2024 la spesa totale degli Stati membri dell'UE per la difesa è stata di **343 miliardi di euro**, pari a circa l'1,9% del PIL dell'UE, con un aumento di oltre il 30% tra il 2021 e il 2024 (dati European Defence Agency).

I rischi più impattanti nel breve e lungo periodo: 2025/26 e al 2035

- La **Misinformazione e disinformazione** è il **1° rischio globale** nei prossimi 2 anni; **Scompaiono i rischi di natura economica** (l'inflazione era al 7° posto della classifica a breve e **il debito globale (?)**; Nei prossimi 10 anni i rischi percepiti come più impattanti sono **tutti di carattere ambientale**, guidati dagli eventi metereologici estremi, dalla perdita della biodiversità e dalla crisi degli ecosistemi.



Le grandi transizioni in atto: rischi nuovi, nuove opportunità

- In una visione di M/L termine, i rischi più severi sono relativamente “nuovi” e riguardano la capacità di affrontare le grandi transizioni in atto, che però sono già qui e se, da un lato, non sono “a costo zero”, dall’altro, possono rappresentare **megatrend positivi** da cavalcare.
- L’invecchiamento della popolazione e i cambiamenti nella composizione familiare non determinano soltanto un maggiore costo per lo Stato e la società in termini di welfare ma rappresentano anche un nuovo modo di concepire il risparmio e gli investimenti, con tutte le opportunità che derivano dalla **Silver e Longevity Economy**.
- La transizione ecologica/energetica impone un enorme impegno sul fronte economico, tecnologico e politico ma costituisce un’imperdibile occasione di crescita a lungo termine di alcuni settori strategici per il futuro del Paese (infrastrutture, efficientamento energetico, rigenerazione urbana, mobilità sostenibile, economia circolare e così via).
- L’avanzamento digitale e l’intelligenza artificiale impongono riflessioni profonde sotto il profilo sociale, legale (**misinformation and disinformation**), sul mercato del lavoro e sulla cybersecurity, ma potrebbero creare buone opportunità di sviluppo e crescita.

Sfide e opportunità per gli investitori istituzionali

Transizione
demografica e
invecchiamento della
popolazione



Aumento della
pressione sui sistemi
di welfare



Longevity Economy

- Agrifood
- Sanità
- Senior housing
- Assistenza e servizi per gli anziani

Transizione ecologica
ed energetica



Cambiamento climatico
Scarsità delle risorse naturali
Perdita di biodiversità



Green Economy

- Ciclo dei rifiuti
- Agritech
- Energie rinnovabili
- Mobilità sostenibile

Transizione
digitale



Innovazione come motore della
crescita, digitalizzazione di
processi e servizi per migliorare la
produttività



Digital Economy

- Intelligenza artificiale
- Robotica
- Cybersecurity
- Fintech

Mercati e volatilità, la nuova mappa degli investimenti

- ❖ Nel 2024 è proseguito il recupero dei rendimenti iniziato nel 2023, battendo ampiamente i parametri obiettivo; i rendimenti medi aggregati hanno visto i fondi negoziali guadagnare il 6% (+6,7% nel 2023), i fondi aperti il 6,5% (+7,9% nel 2023) e le gestioni *unit linked* di ramo III dei PIP il 9% (+8,4% nel 2023); sezionando **per linee di investimento**, i comparti azionari hanno registrato le performance migliori, con guadagni nell'ordine del 10-12%, mentre quelli obbligazionari hanno limitato i rialzi al 2-3%.
- ❖ Il confronto a tre e cinque anni mostra però come la pesante crisi di valore registrata nel 2022 non sia ancora stata del tutto recuperata, con tutte le linee di investimento che mostrano perdite a livello reale evidenziando risultati ancora inferiori alla rivalutazione del TFR e all'inflazione.
- ❖ Nel primo semestre 2025 il recupero dei rendimenti ha subito un rallentamento a causa della volatilità dei mercati finanziari. I fondi negoziali hanno registrato un +1,5%, gli aperti un +2% e i PIP di ramo III un -0,2%. Nello stesso periodo, il TFR è cresciuto dell'1,2%.

Rendimenti a confronto

												Rendimento medio annuo composto			Rendimento cumulato		
	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	3 anni	5 anni	10 anni	3 anni	5 anni	10 anni
Fondazioni di origine Bancaria	6,8	4,9	3,5	5,7	3,6	6,5	2,7	5,3	3,4	3,4	5,5	5,1	4,9	4,6	15,9	27,0	56,4
Casse di Previdenza	-	5,7	-5,4	5,4	3,1	6,6	-	-	-	-	-	1,8	3,0	-	5,5	15,9	-
Fondi negoziali	6,0	6,7	-9,8	4,9	3,1	7,2	-2,5	2,6	2,7	2,7	7,3	0,7	2,0	2,2	2,0	10,3	24,8
Fondi preesistenti	4,3	4,4	-4,4	4,1	2,6	5,6	-0,2	3,2	3,3	2,0	5,0	1,4	2,1	2,5	4,1	11,2	27,4
Fondi aperti	6,5	7,9	-10,7	6,4	2,9	8,3	-4,5	3,3	2,2	3,0	7,5	0,9	2,4	2,4	2,6	12,4	26,4
PIP - Gestioni separate	1,4	1,3	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,1	2,5	2,9	1,3	1,3	1,6	3,9	6,8	17,7
PIP - Unit linked	9,0	8,4	-11,5	11	-0,2	12,2	-6,5	2,2	3,6	3,2	6,8	1,5	3,0	2,9	4,6	15,8	32,8
Rivalutazione TFR	1,9	1,6	8,3	3,6	1,2	1,5	2,0	2,0	1,5	1,2	1,3	3,9	3,3	2,4	12,1	17,6	27,0
Inflazione	1,0	5,7	8,1	1,9	-0,2	1,0	1,2	1,1	-0,1	0,1	0,0	4,9	3,3	1,9	15,4	17,4	20,7
Media quinquennale PIL	3,9	2,7	1,0	0,1	2,0	1,9	1,3	0,6	0,6	0,6	-0,3	2,7	2,1	1,6	8,4	10,7	16,9

*Per i fondi pensione si tratta dei rendimenti netti annui composti tratti dalla Relazione COVIP per l'anno 2024, ossia al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva (TFR compreso). Per le **Fondazioni di origine Bancaria** si tratta del rapporto tra proventi totali, al netto della relativa tassazione, e il patrimonio medio a valori di libro, quindi proventi netti/(patrimonio netto inizio esercizio + patrimonio netto fine esercizio)/2. Per le **Casse di Previdenza** si tratta del rendimento al fair value che tiene conto della valutazione complessiva del patrimonio, alla fine dell'esercizio, effettuata sulla base dei valori di quotazione e dei Net Asset Value.

Fonte: Indagine conoscitiva Commissione Bicamerale

I rendimenti delle forme pensionistiche complementari al 31/12/2024 (valori in %)

Fondi Pensione Negoziali	6,0	Fondi Pensione aperti	6,5	PIP "nuovi"		RENDIMENTI OBIETTIVO	
Garantito	3,5	Garantito	3,1	Gestioni separate	1,4	Rivalutazione TFR	1,9
Obbligazionario Puro	3,0	Obbligazionario Puro	2,0	Unit Linked	9,0	Inflazione	1,0
Obbligazionario Misto	5,7	Obbligazionario misto	2,9	Obbligazionario	2,0	Media quinquennale del PIL	3,9
Bilanciato	6,4	Bilanciato	6,6	Bilanciato	7,0		
Azionario	10,4	Azionario	10,4	Azionario	12,9		

I rendimenti delle forme pensionistiche complementari al 30/06/2025 (valori in %)

Fondi Pensione Negoziali	1,5	Fondi Pensione aperti	2,0	PIP "nuovi"		RENDIMENTI OBIETTIVO	
Garantito	1,3	Garantito	1,4	Gestioni separate	0,7	Rivalutazione TFR	1,2
Obbligazionario Puro	1,3	Obbligazionario Puro	0,6	Unit Linked	-0,2	Inflazione	0,9
Obbligazionario Misto	1,6	Obbligazionario misto	1,3	Obbligazionario	0,1	Media quinquennale del PIL	---
Bilanciato	1,4	Bilanciato	1,7	Bilanciato	-1,0		
Azionario	1,8	Azionario	3,1	Azionario	0,3		

I mercati: **i principali indici azionari globali**; mercati altalenanti ed imprevedibili con in più, (da ora) l'effetto Trump 2017, 2019, 2021, 2023, 2024; 2018, 2020, 2022; 2025?

Indice	Rendimento 2022	Rendimento 2023	Rendimento 2024	Rendimento YTD
MSCI World	-18,1%	+24,4%	+19,2%	+15,5%
Dow Jones	-8,6%	+13,7%	+12,9%	+8,5%
S&P 500	-19,0%	+24,2%	+23,3%	+12,8%
Nasdaq	-33,0%	+43,4%	+28,6%	+16,4%
EuroStoxx 50	-11,7%	+19%	+7,7%	+11%
FTSE 100	-0,7%	+3,4%	+9,7%	+11,7%
Cac 40	-9,5%	+16,5%	-3,1%	+6,2%
Ftse Mib	-13,3%	+28%	+12,6%	+23,7%
Dax	-12,3%	+20,3%	+18,9%	+18,2%
Nikkei 225	-9,3%	+28,2%	+19%	+14,6%

YTD al 18.09.2025

In conclusione: mercati e volatilità, la nuova mappa degli investimenti

- ❖ **Asset allocation:** in tale contesto, **per proseguire il percorso di recupero di valore** fondamentali saranno le proposte del mercato: a fianco del tradizionale mix nei settori obbligazionario e azionario, aumentano le opportunità e la necessità di diversificazione verso strategie alternative:
- ✓ sempre più investimenti in asset reali, anche domestici;
- ✓ investimenti nelle quattro grandi transizioni: **demografica, digitale, energetica ed ecologica**; per garantire rendimenti nel lungo periodo e favorire una maggiore sostenibilità ambientale, sociale e di finanza pubblica, supportando al contempo l'economia reale;
- ✓ la finanza può offrire quindi un supporto sfruttando opportunità di investimento in grado di garantire rendimenti nel lungo periodo e favorire una maggiore sostenibilità ambientale, sociale e di finanza pubblica, supportando al contempo l'economia reale;
- ✓ ***Investimenti nelle nuove spese per la difesa, l'IA, la space economy, la sicurezza delle comunicazioni;***
- ✓ Occorre quindi aumentare gli investimenti in questi settori anche con un aumento della componente di **investimenti alternativi** in un'ottica di maggiore diversificazione e per generare alpha;
- ✓ Occorre però un maggiore grado di flessibilità, maggiori specializzazioni e la necessità **di accorciare la J-curve** e mantenere, rafforzandole, le partecipazioni senza lo stress di vendita.