

Effetto dazi e stagnazione: cosa attendersi per il 2026

Alberto Brambilla

Presidente Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Convegno di Fine Anno 2025

3 dicembre 2025, Cassa Geometri, Roma

itinerariprevidenziali.it

Follow us on    

Effetto dazi e stagnazione: cosa attendersi per il 2026

- ❖ Negli ultimi Convegni di Fine Anno avevamo parlato di una nuova normalità caratterizzata da continue tensioni geopolitiche e finanziarie, con scenari imprevedibili e in continua evoluzione con i vecchi rischi tipici dei mercati finanziari e dell'economia cui si sommano nuovi rischi come i conflitti armati che pensavano tipici del passato, elevati livelli di debito mondiale, cambiamenti climatici e rischi alle democrazie provenienti da Paesi autocratici;
- ❖ A un anno di distanza permane un contesto di incertezza, soprattutto a causa dei **possibili effetti negativi dei dazi statunitensi** sul commercio internazionale e, **di conseguenza, sulla crescita economica globale** che colpiscono particolarmente, oltre alla Cina i partner commerciali storicamente più legati agli Stati Uniti, come il Canada, Messico e Giappone nonché l'Unione Europea e in particolare secondo il FMI, Germania (174 miliardi di dollari di esportazioni verso gli Stati Uniti), Irlanda (79,1 miliardi) e Italia (70,1 miliardi);
- ❖ Ad aggravare la situazione mondiale si intravede un rischio di democrazia con l'emulazione verso le autarchie (che pericolosamente si ritengono più efficienti delle democrazie) da parte degli USA con Trump, della Turchia con Erdogan e molti altri Paesi che stanno virando verso situazioni rischiose come Ungheria, Slovacchia, Serbia e molti altri che imitano Venezuela, Cuba, Bielorussia, Georgia, Korea del Nord e molti altri.

Effetto dazi e stagnazione: cosa attendersi per il 2026

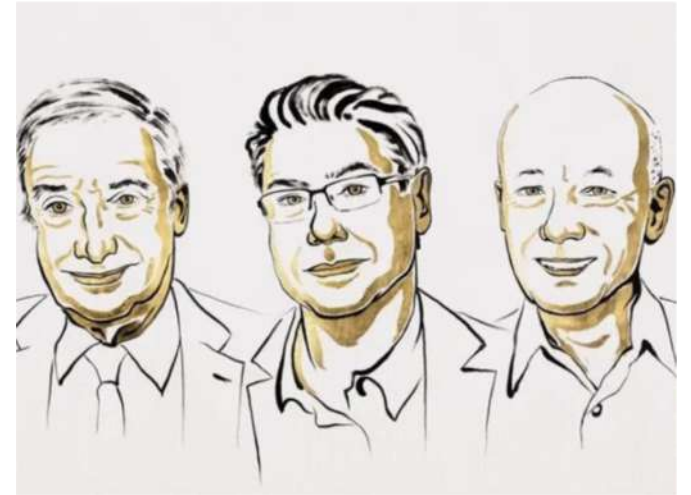
- ❖ Il pieno impatto degli aumenti dei dazi non si è ancora pienamente manifestato e le **tensioni commerciali, a cominciare da quelle tra Stati Uniti e Cina**, con dazi sulle importazioni cinesi passati dall'11% a oltre il 40%, causando un calo del 30% delle esportazioni cinesi verso il mercato americano ma una «invasione» di prodotti cinesi, automobili e batterie in testa, verso l'Europa, l'Italia e altri Paesi; purtroppo il piano Timmermans ha distrutto al momento buona parte delle industrie europee, totalmente dipendenti dalla Cina soprattutto per le terre rare.
- ❖ Permangono poi **tensioni geopolitiche su diversi fronti**:
 - **Venezuela**
 - **Russia – Ucraina**, con il piano di pace americano – in 28/19 punti, molto controverso
 - **Cisgiordania e Gaza**: il Consiglio di Sicurezza ONU approva il Piano Trump per Gaza (13 sì, Cina e Russia astenute), ma sul campo nulla cambia: cessate-il-fuoco fragile, Hamas armato, ricostruzione lontana
 - **Libano, Siria e Iran**
 - **Taiwan e Cina... e altri ancora**

Lo scenario attuale e le previsioni per il 2026

- ❖ **Dazi e rischi geopolitici:** l'OCSE prevede una **crescita economica mondiale** del 3,2% nel 2025 e del 2,9% nel 2026 (+3,3% nel 2024), con gli **USA** previsti rallentare a +1,8% e +1,5% (+2,8% nel 2024). **Cina** al 4,9% nel 2025 e al 4,4% per il 2026 (+5% nel 2024); **zona euro** +1,2% nel 2025 e +1% nel 2026 (+0,8% nel 2024) e **l'Italia** +0,6% e +0,7% (stime del *Economic Outlook* dell'OCSE, settembre 2025);
- ❖ **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 21/11) il FTSE MIB il 25%, l'Euro Stoxx 50 il 13%, l'S&P 500 l'11% e il Nasdaq il 15%.** I mercati ytd sono in rialzo ma novembre è stato negativo a causa dei timori di una possibile bolla legata all'AI;
- ❖ **L'inflazione:** dopo la fiammata post COVID, l'inflazione sta tornando verso il *target* delle banche centrali. A settembre l'inflazione nell'Eurozona è però risalita al 2,2% (core al 2,4%) e al 3% negli USA (+3% il dato core), ma le politiche fiscali e protezionistiche di Trump aumentano i timori di nuovi picchi. **Secondo l'OCSE nella zona euro l'inflazione dovrebbe passare dal 2,4% del 2024 al 2,1% del 2025; negli USA è prevista risalire dal 2,5% del 2024 al 2,7% quest'anno e al 3% nel 2026.**

A proposito di crescita economica e stagnazione...

❖ Quest'anno il Nobel per l'Economia è stato assegnato all'israeliano Mokyr, per aver identificato i prerequisiti per una crescita sostenibile attraverso il progresso tecnologico, al francese Aghion e al canadese Howitt per la teoria della crescita sostenibile attraverso la **distruzione creativa**: quando un prodotto nuovo e migliore entra nel mercato, le aziende che vendono i prodotti più vecchi perdono terreno. L'innovazione rappresenta qualcosa di nuovo ed è quindi creativa. Tuttavia, è anche distruttiva, poiché l'azienda la cui tecnologia diventa obsoleta viene superata dalla concorrenza».



❖ Quindi la distruzione creativa crea conflitti che devono essere gestiti in modo costruttivo per evitare che l'innovazione venga bloccata dalle aziende consolidate e dai gruppi di interesse». Il lavoro dei 3 Nobel dimostra che «la crescita economica non può essere data per scontata e quindi occorre **sostenere l'innovazione** per non ricadere nella **stagnazione**». E innovazione sono le **grandi transizioni** che debbono essere catturate dai prodotti di investimento, spesso alternativi o specializzati.

A proposito di valutazioni dei mercati...

How high can markets go?

- ❖ Questa era la copertina dell'Economist che mostrammo al Convegno di Primavera 2024 e che rappresenta bene ancora oggi la situazione dei mercati finanziari: **quanto possono crescere ancora i mercati e, in particolare, l'azionario statunitense? Esiste un rischio di bolla sui titoli del settore dell'Ai e più in generale dell'*hi-tech* negli Stati Uniti?**



The Economist, 29 febbraio 2024

I mercati: i principali indici azionari globali

mercati altalenanti e 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%	+20,2%
Dow Jones	-8,6%	+13,7%	+12,9%	+7,9%
S&P 500	-19,0%	+24,2%	+23,3%	+11,4%
Nasdaq	-33,0%	+43,4%	+28,6%	+14,5%
EuroStoxx 50	-11,7%	+19%	+7,7%	+12,6%
FTSE 100	-0,7%	+3,4%	+9,7%	+15,4%
Cac 40	-9,5%	+16,5%	-3,1%	+8,1%
Ftse Mib	-13,3%	+28%	+12,6%	+24,9%
Dax	-12,3%	+20,3%	+18,9%	+16,0%
Nikkei 225	-9,3%	+28,2%	+19%	+21,9%

YTD al 21.11.2025

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	7,0*	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 30/09/2025 (valori in %)

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

In conclusione: stagnazione o innovazione

- ❖ In uno scenario incerto e volatile, considerando l'inflazione di questi ultimi 5 anni, occorre **proseguire** nel **percorso di recupero di valore** creando, accanto ai tradizionali investimenti in obbligazioni e azioni una serie di strategie complementari e alternative investono sui nuovi **rischi distruttivi e creativi**; insomma, **una nuova mappa** che comprende:
 - ✓ 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;
 - ✓ *Investimenti nelle nuove spese per la difesa, l'IA, la space economy, la sicurezza delle comunicazioni*;
 - ✓ Più investimenti in questi settori si possono realizzare con un aumento della componente di **investimenti alternativi** e specializzati, anche in un'ottica di maggiore diversificazione, per generare alpha e ridurre le eccessive correlazioni; per far questo è necessario un maggiore grado di flessibilità di questi prodotti, maggiori specializzazioni e la necessità **di accorciare la J-curve**; e per i prodotti maturi **mantenere, rafforzandole, le partecipazioni** senza lo stress di vendita.