

EQUINOX

Il bene rifugio

Una lezione fiorentina per l'era senza previsioni

Giorgio Mercogliano | Managing Partner

XX Itinerario Previdenziale | Firenze, 15-18 settembre 2026

La grande divergenza: il lavoro perde terreno

I. LA TESI

Dal 1980, nelle economie avanzate, il reddito da lavoro arretra strutturalmente rispetto al valore del capitale. Non è un ciclo: è un trend.

-5 p.p.

la quota del lavoro sul reddito nazionale nelle economie avanzate dal 1980, in 42 paesi su 59

Karabarbounis-Neiman, QJE 2014

**500-
600%**

la ricchezza privata in rapporto al reddito nazionale in Europa, sui livelli di inizio Novecento

Piketty-Zucman, QJE 2014

-2,9%

i salari reali medi in Italia, 1990-2020: unico paese OCSE con variazione negativa

OCSE; INAPP

+38,5%

la crescita media dei salari reali nell'area OCSE nello stesso periodo (Germania +33,7%)

OCSE

In una generazione, la posizione economica è tornata a dipendere in misura crescente dal patrimonio detenuto e in misura decrescente dal reddito prodotto.

Perché accade: i cinque canali della divergenza

I. LA TESI

Automazione

Il prezzo dei beni capitali è crollato: il capitale sostituisce lavoro. Questo canale spiega circa metà del calo globale. *Karabarbounis-Neiman*

Globalizzazione

L'ingresso di Cina e blocco ex sovietico ha raddoppiato la forza lavoro mondiale a parità di stock di capitale. *Freeman; Autor-Dorn-Hanson*

Imprese superstar

Il mercato si ricompone verso piattaforme ad alto margine e bassa intensità di lavoro: il markup aggregato sale. *Autor et al., QJE 2020*

Potere contrattuale

Declino di sindacati e istituzioni del lavoro. Dove restano forti — i Nordici — il calo è molto più contenuto. *Stansbury-Summers, 2020*

Rendita monetaria

Quindici anni di tassi zero hanno gonfiato gli asset a duration lunga. I salari, che non si scontano, sono rimasti fermi. *BRI, effetti distributivi del QE*

Non tutto il capitale è uguale: profitto e rendita

I. LA TESI

La distinzione classica — Smith, Ricardo — che la teoria moderna ha perso e che va recuperata.

Profitto

- Remunera rischio, organizzazione, creazione di valore
- Genera crescita, produttività, occupazione
- È capitale che è lavoro accumulato — e che si difende solo continuando a produrre

Rendita

- Estrae da scarsità e posizione, senza contributo produttivo
- Immobiliare urbana: quasi tutto l'aumento della quota capitale netta dal dopoguerra (Rognlie, 2015)
- Monopolistica e monetaria: markup crescenti, asset gonfiati dai tassi

Il problema del nostro tempo non è il capitale produttivo: è la rendita.
E la risposta non è comprimere il capitale, ma orientarlo a generare valore economico

DI CHI È QUESTO CAPITALE?

**I patrimoni previdenziali sono retribuzione differita:
lavoro accumulato di milioni di iscritti.**

Gli investitori istituzionali italiani gestiscono 1.030 miliardi di euro — il 47% del PIL — e costituiscono il più grande presidio di Capitale per conto del Lavoro del Paese.

Fonte: XII Report Itinerari Previdenziali

Quale Capitale possiede il Lavoro?

I. LA TESI

Retribuzione differita Il Capitale del Lavoro

```
graph TD; A[Retribuzione differita  
Il Capitale del Lavoro] --> B[Se detiene rendita]; A --> C[Se detiene impresa];
```

Se detiene rendita

- Attività il cui valore deriva dalla scarsità, non dalla produzione
- I prezzi degli asset si apprezzano; le retribuzioni ristagnano
- **Il risparmio dei lavoratori alimenta la dinamica che ne comprime la remunerazione**

Se detiene impresa

- Capitale produttivo: crescita, occupazione, retribuzioni
- Il rendimento origina dal valore creato, non dalla scarsità
- **Il risparmio dei lavoratori sostiene, nel tempo, chi lo ha generato**

L'allocazione non è soltanto una scelta finanziaria: è una scelta distributiva.

Quando la previsione abdica: il contesto rafforza la tesi

II. IL CONTESTO

Per la prima volta nella sua storia recente, il FMI ha rinunciato al *baseline scenario*: non una previsione, ma un “reference forecast”. L’istituzione che esiste per prevedere dichiara che prevedere non è più metodologicamente onesto.

Con la normalizzazione dei tassi, il ciclo della rendita monetaria si è esaurito: **l’espansione dei multipli indotta dalla compressione dei tassi non costituisce più una fonte sistematica di rendimento.**

2,8%

crescita mondiale attesa 2026
(dal 3,4% del 2025 — OCSE)

2,1%

crescita 2026 se le perturbazioni
si protraggono (scenario OCSE)

3,8%

inflazione globale attesa
nell’anno in corso (FMI)

In questo contesto, né la rendita né la previsione offrono protezione.

LA CONSEGUENZA

**Non si investe più su una previsione:
si investe su ciò che non ha bisogno di una previsione.**

Ciò che sopravvive a tutti gli scenari è il Capitale che produce Valore.

Il bene rifugio: un'inversione necessaria

III. IL BENE RIFUGIO

Il bene rifugio classico

- Oro, immobili prime: rendita pura
- Vale perché è scarso, non perché produce
- Protegge un valore — ma non protegge il lavoro, e non ne genera

Il rifugio del Capitale del Lavoro

- L'impresa familiare italiana: lavoro cristallizzato di generazioni
- Incarnata nel territorio, nelle competenze, nelle persone
- Protegge producendo: genera valore — e altro lavoro

Un rifugio produttivo: l'unico coerente con la natura di chi lo possiede.

Un pilastro dell'economia italiana

III. IL BENE RIFUGIO

Il capitalismo familiare non è una nicchia: è la struttura portante del sistema produttivo nazionale.

15.568

le aziende a controllo familiare con ricavi superiori a 20 milioni di euro: il 67% delle imprese italiane di quella classe dimensionale

1.200 mld €

il fatturato aggregato delle aziende familiari monitorate (dai 790 miliardi del 2013)

52,3%

dell'occupazione delle imprese monitorate: circa 3,4 milioni di dipendenti in Italia e all'estero

Fonte: Osservatorio AUB (AIDAF, UniCredit, Bocconi), XVI-XVII edizione, 2025-2026

Nel lungo periodo le aziende familiari registrano performance superiori alle non familiari e mantengono livelli di investimento più elevati anche nelle fasi di rallentamento dei ricavi (Osservatorio AUB, XVII ed.).

Resiliente per costituzione, non per ciclo

III. IL BENE RIFUGIO

In vent'anni ha attraversato crisi finanziaria, debito sovrano, pandemia, due guerre e uno shock inflazionistico — ed è ancora lì, rafforzata. Nessuno di questi tratti dipende da uno scenario macro.

Leadership di nicchia globale

Posizioni difficilmente sostituibili nelle catene del valore mondiali

Prudenza patrimoniale

Leva contenuta: la famiglia non gioca il patrimonio delle generazioni sul ciclo del credito

Flessibilità dei mercati di sbocco

Capacità di riorientare l'export che i grandi gruppi non hanno

Orizzonte generazionale

Non il trimestre, non il mandato: la generazione come unità di misura

Resilienti, ma non da soli: una richiesta di supporto

III. IL BENE RIFUGIO

La resilienza non è gratuita. Nel decennio in cui l'incertezza geopolitica diventa condizione permanente, migliaia di imprese eccellenti affrontano insieme il passaggio generazionale e le grandi transizioni. Non è fragilità: è un progetto che chiede un socio.

5.000+

i passaggi generazionali attesi nel prossimo decennio: oltre un terzo delle aziende familiari monitorate (Osservatorio AUB, XVII ed., 2026)

Il passaggio generazionale avverrà. La sola variabile aperta è chi ne sarà il partner.

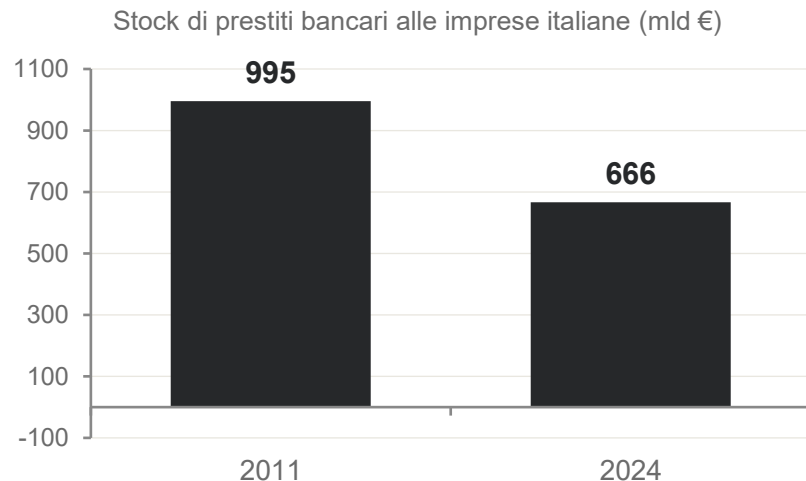
Che cosa richiede, concretamente:

- Irrobustire filiere e supply chain riconfigurate dalla geopolitica
- Salti dimensionali: acquisire i concorrenti più fragili
- Managerializzazione e continuità oltre il fondatore
- Internazionalizzare governance e mercati

Il supporto che è venuto a mancare

III. IL BENE RIFUGIO

Trasformazioni strutturali del sistema bancario – consolidamento, regole prudenziali europee, nuovi assorbimenti di capitale – hanno modificato il ciclo di finanziamento dell'economia reale. Nessuna colpa: un cambio di paradigma.



-329 mld €

di credito bancario alle imprese in Italia, 2011-2024 (-33%) – Banca d'Italia / CGIA

+4,3%

prestiti alle imprese nell'Eurozona nello stesso arco (2011-2023, BCE): l'Italia è l'eccezione

-4,0%

credito alle piccole imprese ancora in contrazione nel 2025, a ripresa già avviata

Un vuoto colmato solo in parte – e soprattutto da altri

III. IL BENE RIFUGIO

3,6 mld €

la raccolta del private equity e venture capital in Italia nel 2025: -46% sul 2024

Fonte: AIFI-PwC, 2026

73%

dell'ammontare investito in Italia nel 2025 riconducibile a operatori esteri

Fonte: AIFI-PwC, 2026

3,1%

la quota di patrimonio dei fondi pensione negoziali investita in economia reale domestica (6,3% nei preesistenti)

Fonte: XII Report Itinerari Previdenziali (ultimo disponibile)

Nel 2026 l'82% degli enti dichiara strumenti di economia reale in portafoglio, ma il 60% di questi con una quota inferiore al 10% del patrimonio (XV Indagine annuale, Itinerari Previdenziali, 2026).

La raccolta da fondi pensione e casse di previdenza è stata di 442 milioni di euro nel 2025, a fronte di patrimoni istituzionali per 1.030 miliardi. **Il rendimento generato dall'economia reale italiana affluisce solo in misura marginale al risparmio previdenziale nazionale.**

LA MISSIONE

Un obiettivo condiviso

Il Capitale del Lavoro, a sostegno del capitale che è lavoro.

**L'affiancamento delle famiglie imprenditoriali italiane
è la ragione della esistenza di Equinox.**

Il Valore, e non il Prezzo come strategia

IV. IL COME

Comprare prezzo

- Il rendimento nasce dall'arbitraggio tra acquisto e vendita
- Il multiple expansion da tassi è rendita catturata, non valore creato
- In assenza di scenario, l'uscita resta subordinata alle condizioni di mercato

Costruire valore

- Il rendimento è profitto in senso classico: crescita, dimensione, internazionalizzazione
- Il valore è l'unica variabile che il gestore controlla
- L'impresa rafforzata trova sempre un investitore, in ogni scenario

Non è una preferenza etica: se i multipli non si possono prevedere, il valore è l'unico rendimento su cui si può costruire. Il prezzo è determinato dal mercato; il valore, dalla gestione.

I due pilastri: Consistency e disciplina della liquidità

IV. IL COME

Consistency dei ritorni

- Il singolo grande risultato può essere ciclo o fortuna; la costanza attraverso vintage diversi è l'evidenza che il rendimento nasce dal metodo
- La dispersione dei risultati dice del gestore più della loro media

“Quanto è metodo, quanto è scenario?”

Disciplina della liquidità

- Il capitale distribuito è la verità ultima: il DPI merita la stessa severità dell'IRR
- La disciplina si esercita all'acquisto: moderazione del prezzo di ingresso, prudenza della leva, imprese strategicamente desiderabili in ogni contesto

“Chi ha costruito valore trova sempre un investitore”

Il partenariato come tecnologia di accesso

IV. IL COME

Il capitale non manca. Ciò che è scarso è la fiducia dell'imprenditore. L'impresa coincide con la storia, l'identità e il territorio della famiglia: l'imprenditore non cerca un acquirente — cerca un socio con cui condividere un percorso.

La fiducia non si acquista e non si improvvisa: si accumula nel tempo, operazione dopo operazione. Quando c'è, genera opportunità proprietarie — le migliori imprese non arrivano mai sul mercato: si concedono a chi hanno scelto.

Il criterio più trascurato — e più decisivo —
nella selezione di un gestore:

**Non che cosa ha comprato.
Ma come ci è arrivato.**

Il Private equity come infrastruttura, non speculazione

IV. IL COME

Il canale attraverso cui il risparmio di lungo periodo raggiunge l'economia reale, la rafforza, e ne riceve un rendimento. Un circuito che si autoalimenta: più solido ad ogni giro.



UNA LEZIONE FIORENTINA

Il Rinascimento non nacque da una previsione azzeccata.

Nacque in un'epoca senza *baseline scenario* — pestilenze, guerre, instabilità permanente — perché il capitale paziente dei banchi fiorentini scelse di finanziare valore reale — botteghe, manifatture, commerci: capitale che lavorava, non rendita che attendeva. Non scommetteva sugli scenari: costruiva ciò che sarebbe sopravvissuto a tutti gli scenari.

Cinquecento anni dopo, quel valore è ancora davanti ai nostri occhi:

La Meraviglia del Rinascimento.

Quando la previsione abdica, il valore resta l'unica bussola.

EQUINOX

"Sharing ideas, empowering people"