

Investment Insights 2026



Signatory of:



QUAESTIO
CAPITAL MANAGEMENT



Investment Insights 2026

2 Lettera agli investitori

3 Introduzione

4 Scenario Centrale

4 Il contesto economico-finanziario globale

7 Prospettive

10 Scenari Alternativi

10 La sfida del debito sovrano

14 L'AI e la prossima Rivoluzione dei Servizi

18 AI Revolution o AI Illusion?

L'altra faccia della corsa all'intelligenza artificiale

23 Protezionismo e deglobalizzazione:
novità o déjà-vu?

30 La digitalizzazione del denaro

33 La madre di tutte le sfide:
una nuova struttura demografica globale

Lettera agli Investitori

Gentili Investitori,

anche per il 2026 siamo lieti di presentarvi la nuova edizione di Quaestio Investment Insights, il nostro appuntamento annuale dedicato all'analisi dei principali temi macro-finanziari e al loro ruolo nella definizione delle strategie per i portafogli istituzionali.

Il contesto globale continua a evolversi con rapidità, richiedendo un monitoraggio attento dei trend economici, delle trasformazioni tecnologiche e delle dinamiche geopolitiche che ovviamente incidono sulle strategie di investimento, sia di breve che di lungo periodo. In questo scenario, il nostro impegno rimane invariato: offrirvi una lettura rigorosa dei mercati e supportarvi con strumenti analitici solidi, capaci di orientare scelte consapevoli a tutela del vostro patrimonio.

L'edizione di quest'anno amplia ulteriormente il nostro approccio prospettico, proponendo una visione articolata e orientata a cogliere in anticipo le possibili traiettorie che caratterizzeranno il 2026 e oltre. Ci auguriamo che questo documento rappresenti per voi una guida utile nell'interpretazione delle dinamiche in corso e delle opportunità che potranno emergere.

Desidero infine esprimervi la nostra sincera gratitudine per la fiducia e la collaborazione che ci rinnovate ogni giorno.

Alessandro Potestà
Amministratore Delegato
Quaestio Capital SGR S.p.A.



Introduzione

L'evoluzione del contesto macro-finanziario negli ultimi anni ha evidenziato come l'analisi dei mercati non possa più basarsi unicamente su un percorso atteso centrale. La crescente dispersione fra economie, le transizioni tecnologiche in corso e l'emergere di rischi non lineari impongono un approccio più articolato, capace di valutare simultaneamente lo scenario di base e un insieme coerente di alternative.

Per questo motivo, nell'Investment Insights 2026 abbiamo scelto di affiancare alla consueta ricostruzione del quadro macroeconomico una serie ampia di scenari complementari. L'obiettivo non è prevedere quale traiettoria prevarrà, ma identificare in anticipo i meccanismi che potrebbero deviare il percorso dei mercati: si tratta di esplorare come differenti configurazioni di politica fiscale e monetaria, evoluzioni tecnologiche, tensioni geopolitiche o shock di produttività possano plasmare dinamiche molto diverse rispetto al sentiero più probabile.

I nostri interlocutori, costituiti prevalentemente da investitori istituzionali, richiedono un livello di analisi che tenga conto non solo delle variabili più evidenti, ma anche dei rischi di secondo ordine e dei possibili effetti di propagazione. La tutela del patrimonio a loro affidato impone un monitoraggio continuo dei catalizzatori macro e una comprensione rigorosa delle interazio-

ni fra fattori economici, finanziari e regolamentari. In questo senso, gli scenari alternativi rappresentano uno strumento fondamentale per valutare la resilienza dei portafogli e per anticipare i punti di instabilità che potrebbero emergere nel corso del 2026.

Il documento sviluppa quindi un ventaglio articolato di sei scenari alternativi, che spaziano da possibili configurazioni di tensione sui conti pubblici, a traiettorie divergenti sull'evoluzione dell'intelligenza artificiale, fino a ipotesi di arresto o inversione dei trend attuali nei principali driver di mercato. Questa pluralità di prospettive permette di delineare implicazioni distinte per asset class, regioni e fattori di rischio, fornendo una base analitica più solida per le decisioni allocative.

In un contesto globale che rimane aperto a biforcazioni significative, riteniamo che questa integrazione fra scenario centrale e scenari alternativi rappresenti un passaggio essenziale per una gestione prudente ed efficace del capitale istituzionale.

Christian Prinoth
Chief Investment Officer
Quaestio SGR S.p.A.

Scenario Centrale

Il contesto economico-finanziario globale

Nel 2025 i mercati finanziari hanno sinora mantenuto una positività di fondo, in continuità con il 2024, nonostante alcuni importanti eventi che potrebbero segnare dei punti di svolta per alcune asset class e per le tendenze economiche globali. È proseguito, con poche eccezioni, il ciclo di riduzione dei tassi d'interesse da parte delle principali banche centrali, propiziato dalla moderazione dell'inflazione, con un conseguente effetto di sostegno per i consumi e gli investimenti. È inoltre proseguito, con rinnovato impeto, il ciclo globale di investimenti in hardware e tecnologie strumentali all'elaborazione di sistemi di "intelligenza artificiale". Questo fenomeno, evidente in prima battuta nella crescita dei fatturati e della capitalizzazione di mercato delle società coinvolte, ha assunto una rilevanza economica anche oltre il perimetro delle dinamiche interne ai mercati azionari. In generale, gli utili aziendali hanno proseguito a crescere, sebbene con rilevanti differenze geografiche e settoriali. Nelle principali economie sviluppate le dinamiche del mercato del lavoro sono rimaste solide, con tassi di disoccupazione vicini ai minimi storici nell'area Euro, e solo in marginale aumento negli Stati Uniti. I mercati azionari globali hanno continuato a premiare gli investitori, con performance in valuta locale generalmente comprese fra +10% e +20% ma con punte anche superiori e con molti indici che hanno segnato nuovi massimi storici.

Tre sono stati i grandi temi che hanno dominato l'attenzione degli investitori: il ritorno di politiche doganali protezionistiche, le prospettive per il settore tecnologico, la politica monetaria USA.

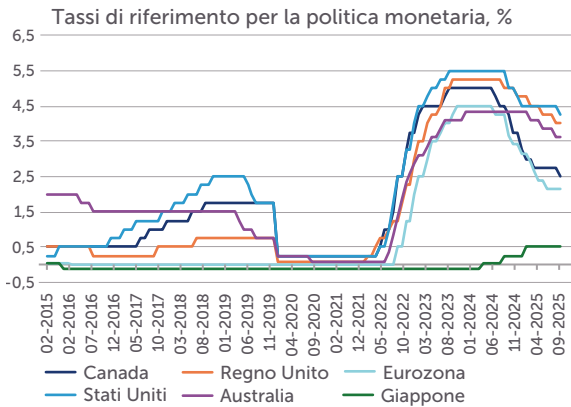
Il primo dei tre, nonostante abbia causato enorme clamore mediatico e volatilità sui mercati, non è stato in grado di deragliare la traiettoria di mercati ed economie, almeno nel breve periodo. Come mai? Gli operatori hanno progressivamente messo a fuoco i seguenti punti: il raggiungimento di accordi bilaterali per rinegoziare le tariffe doganali è stato mediamente rapido e ha previsto aliquote moderate; l'impatto sull'inflazione è stato modesto e diluito nel tempo, permettendo alle imprese di adattarsi; da ultimo, il gettito dai dazi si è rivelato uno strumento utile per finanziare (negli USA) politiche di defiscalizzazione degli investimenti che tendono ad essere un ottimo volano per crescita e produttività. Ad esempio,

nel caso di Europa e Giappone, si è trovato un punto di caduta in un accordo negoziato con gli Stati Uniti che prevede dazi nell'ordine del 10-15% e molteplici esclusioni. In scia agli USA, quasi tutti i principali paesi stanno ripensando le proprie politiche commerciali nel tentativo di proteggere il mercato interno e ridurre la dipendenza dall'estero in settori strategici. L'impatto sulla riconfigurazione delle catene produttive globali sarà quindi un effetto presumibilmente più duraturo della primavera dei dazi, ma difficile da quantificare.

Ancora prima che le tensioni sulle tariffe doganali conquistassero la ribalta, la traiettoria dei mercati azionari era stata impattata, al ribasso, dalle prospettive dei titoli del settore tecnologico, tradizionale locomotiva degli indici azionari USA, con prese di profitto innescate dall'emergere di una concorrenza cinese "a basso costo" nell'ambito delle piattaforme di intelligenza artificiale. Ciò si è dimostrato meramente una pausa, dato che a partire dalla primavera il settore tecnologico è tornato a correre trascinando gli indici verso nuovi massimi storici. Dopo tre anni di corsa ininterrotta, si è parlato molto del rischio-bolla, con echi del periodo "dot-com" ancora vivi nella memoria degli operatori più esperti. Senza negare una certa dose di esuberanza, non crediamo che il parallelo sia calzante, in quanto il rally attuale è supportato da una poderosa crescita degli utili che si è accompagnata a quella dei prezzi; l'altrettanto impressionante crescita degli investimenti in questo ambito è al momento un segnale di robustezza del fenomeno, anche se va certamente monitorata per verificare che non comprometta la profittabilità nei prossimi trimestri.

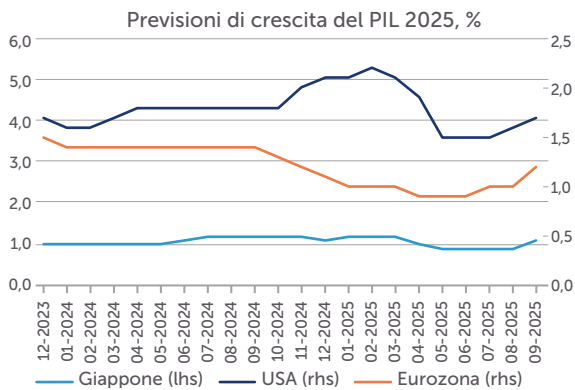
Anche il terzo tema ha fatto il suo ingresso nel 2025 in senso negativo, con timori per un rallentamento dell'economia americana, che aveva chiuso il 2024 con un trimestre molto brillante grazie ai consumi privati in crescita di oltre il 3% annualizzato. Sulla sponda europea dell'Atlantico le aspettative per un cambiamento fortemente espansivo della politica fiscale in Germania galvanizzavano invece gli investitori e i mercati azionari del Vecchio Continente trovavano finalmente lo spunto per sovraperformare, trainati ancora dal comparto finanziario e da quello industriale. Come parziale effetto collaterale, insieme alle prospettive di espansione fiscale, nonostante il proseguimento dei tagli da parte della BCE, salivano significativamente anche i rendimenti obbligazionari a lungo termine, anticipando uno strappo verso l'alto della crescita e l'aumento delle emissioni di titoli di debito per finanziare le maggiori spese, specie nell'ambito della difesa.

Figura 1 - Variazioni dei tassi monetari di riferimento per i principali paesi.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset al 20.10.2025.

Figura 2 - Previsioni economiche di crescita del PIL per l'anno 2025.

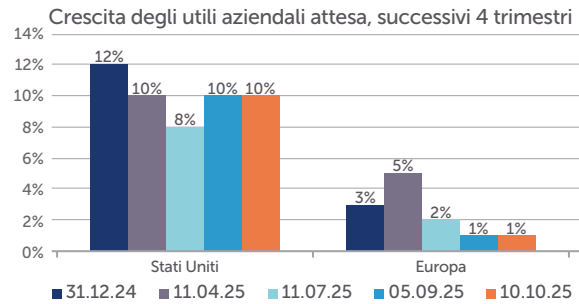


Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset al 20.10.2025.

Tuttavia, a partire dalla tarda primavera, la tenuta dei consumi e l'ottimo andamento delle trimestrali aziendali sostenute, ancora una volta, dal settore tecnologico hanno riportato la fiducia nell'economia USA e da ultimo, durante l'estate, è arrivata anche la svolta in senso espansivo della Federal Reserve, con il governatore Jerome Powell che nel simposio di Jackson Hole ha annunciato di essere pronto a riprendere la riduzione dei tassi di interesse, concretizzatasi a settembre. Nella fase di recupero i listini USA hanno nuovamente sovraperformato rispetto a quelli europei, sia sul fronte azionario sia sull'obbligazionario. In Europa, l'economia della Germania è rimasta in recessione tecnica nei primi due trimestri e non si prevede un miglioramento prima dell'ultimo trimestre 2025 o più probabilmente del 2026; più vivaci le economie di altri paesi come la Spagna e l'area Est-Europea. Il mercato azionario americano mantiene una traiettoria di crescita degli utili sopra la media storica, che per i prossimi trimestri si attesta su livelli intorno a +10%, mentre le aziende europee, pur avendo difeso egregiamente i margini di redditività, nel complesso stentano a crescere, penalizzate dalla stagnazione economica interna, dal rafforzamento dell'Euro sui mercati esteri e dall'inondazione di prodotti cinesi a basso costo. Fan-

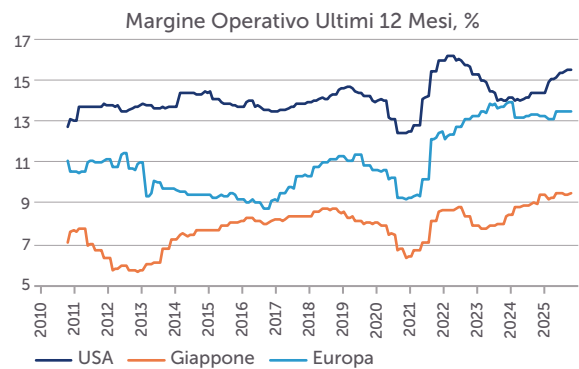
no eccezione il settore europeo della difesa e i titoli bancari, protagonisti di brillanti trimestrali a dispetto della riduzione dei tassi da parte della BCE e dotati di appeal speculativo per operazioni di M&A.

Figura 3 - Crescita attesa degli utili aziendali, nei successivi 4 trimestri, per le società degli indici S&P500 (USA) e Stoxx600 (Europa).



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset al 20.10.2025.

Figura 4 - Margini operativi medi realizzati negli ultimi 12 mesi, per i principali listini azionari (%)



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset al 20.10.2025.

Ampliando lo sguardo su economie e mercati asiatici, merita un primo cenno il Giappone, dove, dopo quasi trent'anni di stagnazione dei prezzi, è in corso una vivace ripresa dell'inflazione innescata dal rialzo dei prezzi dell'energia e degli alimentari e poi ravvivata dalla ripartenza dei salari; ne sta seguendo un'altrettanto storica uscita dall'era dei tassi zero, un brusco rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, e una fase di ottimismo per le piccole e medie imprese quotate, tradizionalmente focalizzate sui consumi e sull'economia domestica – un tema che ci attendiamo prosegua anche nel 2026. In Cina continuiamo a vedere un dualismo fra mercati azionari esuberanti e deflazione interna: archiviata per il momento l'escalation diretta con gli USA sulla politica commerciale, il surplus commerciale cinese rimane imponente, anche se nasconde una sostanziale stagnazione della domanda interna a fronte di esportazioni che continuano a crescere. I prezzi al consumo e specialmente quelli alla produzione restano in contrazione da oltre tre anni, testimoniando l'entità dell'eccesso di capacità produttiva accumulato e la persistente crisi del settore immobiliare. Gli analisti continuano a chiedersi

se il modello di crescita cinese basato su esportazioni a basso costo e tasso di cambio sottovalutato possa essere vicino ad un'inversione. Negli ultimi mesi, le misure di sussidi per sostenere la domanda interna hanno deluso le aspettative; sono stati invece messi in campo investimenti pubblici importanti per l'innovazione tecnologica e industriale, stimolati dalla sfida tecnologica con gli USA. Ci attendiamo quindi che l'interesse degli investitori per il mercato cinese resti focalizzato sul segmento tecnologico (Hong-Kong) e non sul mercato domestico.

In sintesi, l'economia globale resta in un ciclo di espansione, supportato dall'effetto ritardato della normalizzazione al ribasso dei tassi di interesse dopo gli imponenti

rialzi del biennio 2022-2023. Le preoccupazioni per un significativo deterioramento dell'economia americana, acuitesi in primavera, si sono rivelate - ancora una volta - poco fondate. La leadership economica e tecnologica resta in mano agli USA.

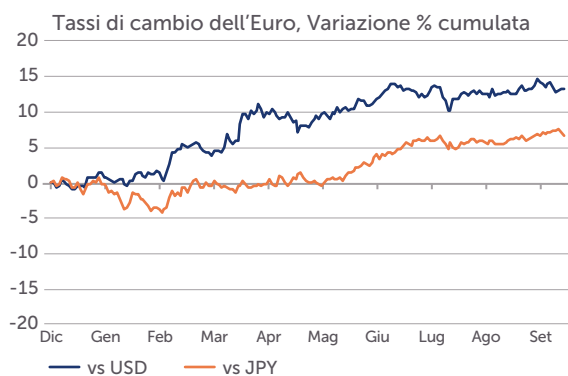
Allo stesso tempo però, il differenziale di crescita fra l'economia nord-americana e le altre aree si è ridotto: i consumi finali hanno quasi dimezzato i tassi di crescita annuali del 3% visti nel 2024 e il mercato del lavoro ha rallentato la creazione di nuovi occupati. Questo mutamento di forza relativa, al netto della volatilità geo-politica, si è riflesso nel deprezzamento del Dollaro rispetto alle valute di quasi tutti i principali partner commerciali.

Tabella 1 - Dati economici per alcuni principali paesi. Variazioni% anno / anno. Per gli anni non ancora conclusi mostriamo il valore mediano delle stime di consenso

	Pil reale			Prezzi (CPI)			Tassi base			Rend. titolo 10 anni		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Stati Uniti	2,80	1,70	1,70	2,95	2,80	2,80	4,50	4,00	3,25	4,58	4,20	4,23
Eurozona	0,80	1,20	1,20	2,36	2,10	1,90	3,15	2,00	2,00	2,41	2,75	3,10
Francia	1,10	0,60	0,90	2,37	1,10	1,60				3,29	-	-
Germania	-0,47	0,30	1,20	2,49	2,10	1,80				2,41	2,75	3,10
Italia	0,49	0,50	0,80	1,11	1,80	1,85				3,53	3,50	3,35
Spagna	3,46	2,70	2,10	2,87	2,50	2,00				3,08	3,00	3,20
Giappone	0,11	1,10	0,70	2,74	3,00	1,80	0,25	0,75	1,00	1,11	1,63	1,80
Cina	5,00	4,80	4,25	0,24	0,10	0,90	3,10	2,80	2,60	1,68	1,80	1,60

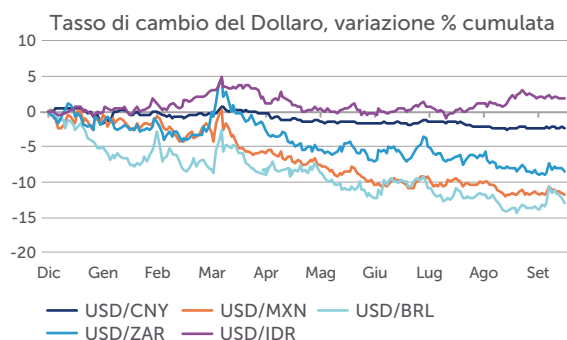
Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset al 20.10.2025.

Figura 5 -Variazione % dei principali tassi di cambio: tasso Euro/Dollaro e Euro/Yen.



Fonte: Factset dati al 20.10.2025.

Figura 6 - Variazione % dei principali tassi di cambio: tasso di cambio fra il Dollaro USA e alcune principali valute emergenti. Variazione percentuale da inizio anno.



Fonte: Factset dati al 20.10.2025.

Prospettive

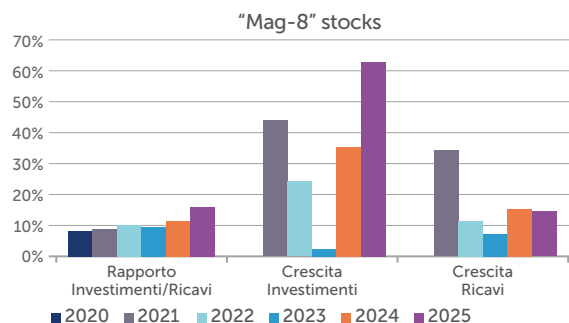
Il contesto macroeconomico globale sembra essersi lasciato alle spalle alcuni anni dominati dalla sincronizzazione dei principali fenomeni: l'espansione fiscale post-Covid, la conseguente ondata di inflazione acuitasi nel 2022-2023, esacerbata dalle tensioni sui mercati delle materie prime e un ciclo di restrizione monetaria di entità e rapidità senza precedenti storici recenti. Fortunatamente, l'impatto della restrizione monetaria sull'attività economica è stato limitato, grazie a politiche fiscali generose e al corposo cuscinetto di debito che imprese e famiglie avevano rifinanziato a tassi prossimi allo zero negli anni precedenti. Rimane forte, globalmente, la spinta alla digitalizzazione dei servizi, dopo l'accelerazione forzata del periodo Covid. Nel corso del 2025 abbiamo visto emergere delle prime divergenze significative: tentativi di espansione fiscale in Europa (in Germania) accanto alla normalizzazione di inflazione e tassi d'interesse, mentre gli Stati Uniti puntano su un modesto contenimento della spesa pubblica e soprattutto sul binomio fra incentivi agli investimenti e deregulation per stimolare la crescita, con la Federal Reserve che ha preferito rimandare ulteriori riduzioni dei tassi base all'autunno. Dopo la fiammata inflazionistica degli anni recenti, la crescita dei prezzi ha proseguito la moderazione in molte economie, ritornando sui livelli "fisiologici" fra il 2% e il 3%, sebbene in due principali paesi, Giappone e Cina, sembrano prendere piede tendenze diverse, rispettivamente focolai di inflazione e deflazione.

Sul fronte geopolitico, si può guardare il 2025 con ottimismo – osservando il significativo calo delle tensioni in Medio Oriente in seguito all'intervento decisivo degli USA in Iran e in Palestina – o con delusione, data la mancanza di progressi decisivi nel conflitto in Ucraina. Alla prova del voto dei mercati, è emerso come nettamente più importante il miglioramento sul fronte mediorientale, che ha evitato di compromettere delle importantissime rotte logistiche e ha permesso di mantenere sotto controllo il prezzo del petrolio. Ci aspettiamo che la moderazione dei prezzi del greggio prosegua, oscillando per il benchmark WTI nell'ampio intervallo fra 55 e 75 dollari al barile, che permette di bilanciare una certa redditività per i produttori senza rappresentare un problema per i margini degli utilizzatori e per i consumi finali. Resterà sempre forte la domanda di oro, sostenuto da un mix di fattori: la debolezza del dollaro, l'accumulo di riserve da parte delle banche centrali, la riduzione dei tassi di interesse e una certa dose di speculazione.

Forti sono state le tensioni, politiche e di mercato, sul tema dei dazi doganali. In seguito al perfezionamento di accordi negoziati, l'impatto finale sulle attività finanziarie è stato sinora contenuto, resta però aperto il problema della riorganizzazione delle supply chain globali verso una maggiore autosufficienza economica, un processo che coinvolge paesi e aree geo-economiche. Se ne parla in modo diffuso sin dal periodo Covid.

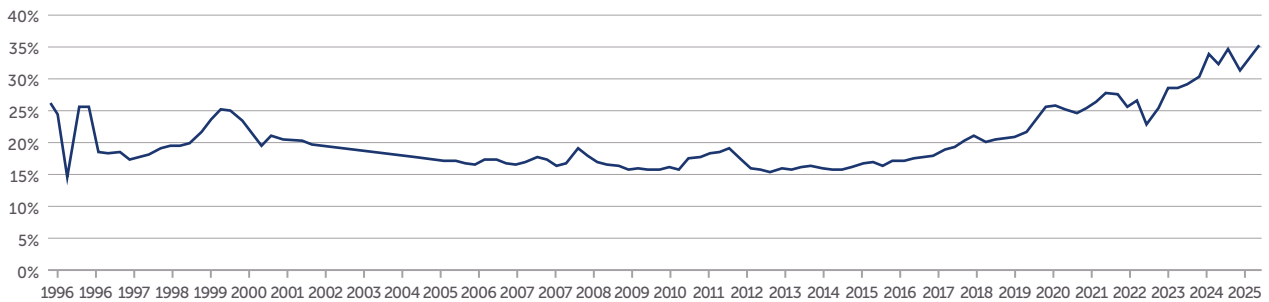
Il nostro scenario di base per mercati e asset class resta costruttivo. La crescita negli USA ha rallentato, ma non ci attendiamo un ulteriore deterioramento marcato, grazie al fatto che nei prossimi mesi vedremo la FED ridurre ulteriormente i tassi di interesse, supportando i redditi disponibili, i consumi e il mercato immobiliare. Si dovrebbe quindi evitare un peggioramento della disoccupazione, prolungando un ciclo positivo che trova un secondo pilastro di supporto negli imponenti investimenti in infrastrutture tecnologiche. Le valutazioni del mercato azionario, negli USA, sono storicamente elevate, ma ciò riflette una composizione settoriale che privilegia proprio i settori che, come la tecnologia, crescono maggiormente. Nel breve periodo, specialmente se la Federal Reserve avviasse una fase di tagli dei tassi aggressiva, potremmo vedere un recupero relativo dei settori legati all'economia domestica e delle aziende a minore capitalizzazione, ma non vediamo motivazioni convincenti per cambiare la preferenza strategica per i settori ad alta crescita. Il vero rischio, in prospettiva di medio periodo, non è tanto quello di una generica "sovralvalutazione", ma la sfida globale per il mantenimento della leadership tecnologica e la disciplina nel monitorare il ritorno finanziario degli imponenti investimenti attuali. Se la sfida verrà vinta, dovremo convivere anche nel prossimo futuro con una concentrazione di valore estrema che ricorda, e per certi versi supera, quella del periodo delle "dot-com", rivelatasi poi una bolla. I cosiddetti "Magnifici Sette" (Apple, Microsoft, Google/Alphabet, Amazon, Tesla, Meta e NVIDIA, a cui alcuni aggiungono Broadcom) hanno raggiunto un peso combinato ben oltre il 30% dell'indice S&P 500, contribuendo per oltre il 50% alla crescita dell'indice stesso: supportati da solidi dati sulla crescita di fatturati, utili e flussi di cassa, per adesso. La sfida per la costruzione di portafogli performanti e contemporaneamente robusti è chiara, anche se tutt'altro che facilmente risolvibile: mantenere esposizione al tema tech/A.I. è obbligato, cercando di mitigare l'estrema concentrazione che ne deriva.

Figura 1 - "Mag-8" stocks: Nvidia, Apple, Amazon, Meta, Tesla, Broadcom, Alphabet, Microsoft. Crescita Ricavi, Crescita Investimenti, Rapporto Investimenti/Ricavi.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset al 20.10.2025.

Figura 2 - Peso percentuale degli 8 titoli a maggiore capitalizzazione nell'indice S&P500.



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset al 20.10.2025.

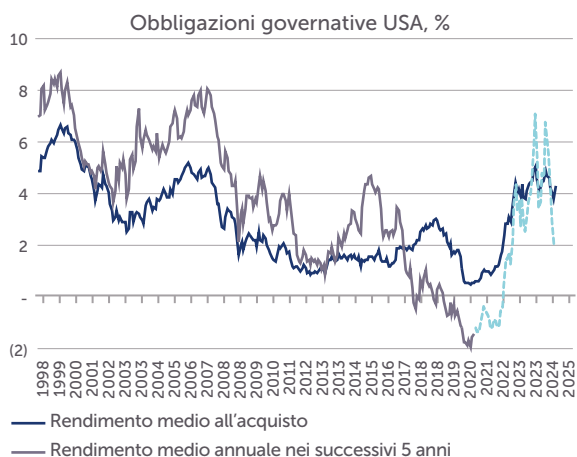
Spento il fuoco di paglia del primo trimestre, è arduo sostenere che il mercato europeo sia l'alternativa che consente di diversificare la forte concentrazione dei listini USA senza sacrificare rendimento. L'entusiasmo seguito all'annuncio dell'espansione fiscale tedesca si scontra con cronici problemi strutturali e politiche economiche inadeguate. Se in Germania dovremo vedere un concreto aumento degli investimenti pubblici, il contrario è vero per la Francia, alle prese con una tardiva ma necessaria fase di consolidamento fiscale che potrebbe portare volatilità sul mercato del debito e di riflesso sull'azionario. Il rafforzamento dell'Euro complica la situazione per gli esportatori, già alle prese con i costi della regolamentazione eccessiva e dell'energia. Ci attendiamo quindi che le opportunità nell'area restino precipuamente selettive, ad esempio su settori con dinamiche più solide quali il settore finanziario, che beneficia di una ritrovata redditività sui livelli dei primi anni 2000 e di curve dei tassi discretamente ripide, e sugli industriali legati alla spesa per la difesa.

Vediamo maggiori opportunità in relativo nei mercati emergenti. Le performance hanno premiato l'area dell'Est-Europa negli scorsi trimestri; ci stiamo gradualmente riposizionando sull'area dell'America Latina, in previsione di un graduale calo delle tensioni commerciali e del fatto che una riduzione dei tassi d'interesse USA è storicamente un fattore di supporto per mercati ed economie dell'area. Guardando ad oriente, preferiamo cercare opportunità di investimento su quei listini

orientali ad elevato contenuto "tech", come ad esempio Hong Kong, mentre il quadro tuttora incerto sulle prospettive dell'economia cinese e sulle implicazioni a lungo termine del riconfigurarsi delle catene produttive globali ci rende più cauti in chiave strategica.

Dopo un triennio (2022-2025) estremamente volatile e incerto, proviamo a mettere alcuni punti fermi per i prossimi mesi anche relativamente al mercato obbligazionario. Con tassi di inflazione ormai moderati, BCE e FED stanno spostando progressivamente il focus sul sostegno all'economia, che presenta punti deboli in entrambi i continenti, anche se diversi. La BCE, riportato il tasso sui depositi al traguardo del 2%, preferirebbe lasciare invariato il costo del denaro, ma dovrà reagire con tagli dei tassi in caso di delusioni sulla crescita in Germania o di impennata degli spread della Francia, dove il costo di rifinanziamento del debito è in aumento a causa del disequilibrio sia nei conti pubblici sia nella bilancia commerciale. La FED, dopo la svolta di Jackson Hole, guiderà gradualmente i tassi nell'area centrale fra il 3 e il 4%, monitorando il recente raffreddamento del mercato del lavoro. Da un lato, questo implica posizioni più costruttive sui tassi, riducendo il rischio di rialzi prolungati dei rendimenti di mercato; dall'altro significa che vedremo probabilmente tassi reali (al netto dell'inflazione) ridotti. Per un investitore multi-asset ciò implica un recupero del ruolo difensivo delle componenti obbligazionarie a medio-lungo termine, ma un rendimento reale atteso non particolarmente interessante.

Figura 3 - Indice di obbligazioni governative USA e rendimento medio all'acquisto e rendimento realizzato nei successivi 5 anni



Fonte: elaborazioni Quaestio su dati Factset al 20.10.2025.

Sui mercati obbligazionari a spread ci attendiamo rendimenti totali positivi, dato che il livello del flusso cedolare globalmente considerato resta moderatamente attraente; negli ultimi mesi sono tornati a fare notizia alcuni default di dimensione rilevante, in Europa e oltreoceano, legati però a vicende idiosincratice (Altice, First Brands) che non crediamo preconizzino una tendenza. Considerando che gli spread di credito sono storicamente compressi, preferiamo posizioni meno aggressive rispetto al passato, specialmente sui segmenti più volatili.

Nel cercare rendimento reale per complementare le posizioni azionarie, nonché protezione, manteniamo un'attenzione ancora più forte del passato su attività finanziarie con il ruolo di "riserva alternativa di valore". Pensiamo in primis all'oro, che continuerà a beneficiare di acquisti da parte dei paesi dell'area BRICS come riserva ufficiale per le rispettive banche centrali, a meno di un'inversione inattesa e distensiva delle relazioni internazionali. Sembrano inoltre maturi i tempi per un ruolo delle crypto-attività in un portafoglio globale, limitandosi a quelle più solide e limitando l'esposizione in funzione dell'elevata volatilità di prezzo e regolamentare.

Come è prassi per gli scenari di mercato, i fattori di rischio potenziali sono molteplici; tralasciamo quelli idiosincratice e quelli di natura geo-politica, per definizione ribelli all'analisi economica. In sintesi, pensiamo che siano due gli ambiti suscettibili di sviluppi che lo farebbero deragliare. Il primo è il mercato del lavoro USA; un deterioramento rapido della disoccupazione significherebbe che la banca centrale è in ritardo nel ridurre i tassi, con forti implicazioni negative per utili, azionario, credito e positive per i tassi. Il secondo è legato al "sentiment" di mercato sul tema dell'Intelligenza Artificiale legato a doppio filo al ciclo degli investimenti e con le attese del mercato per la crescita degli utili di una grossa quota degli indici azionari; non ci preoccupano delle fasi di volatilità fisiologiche, ma l'emergere di preoccupazioni sulla monetizzazione (la redditività futura) di tali investimenti, che potrebbero portare ad una correzione e rotazione settoriale più profonda.

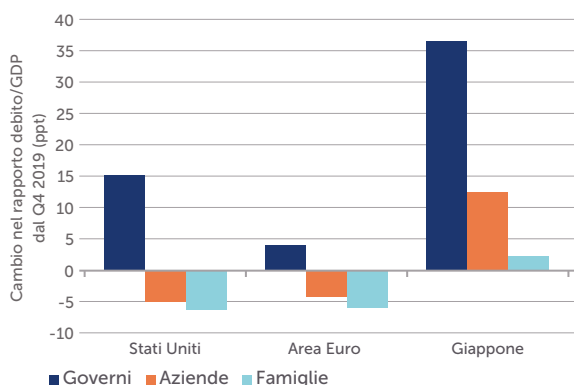
Scenari Alternativi

La sfida del debito sovrano

Il debito sovrano sotto scrutinio. USA, Giappone, Europa, Emergenti. Può la repressione finanziaria essere la risposta ai dubbi sulla sua sostenibilità?

Come spesso accade dopo importanti crisi, anche il recente passato ha visto i governi, più che le aziende, come principali *borrowers*, trovandosi quindi ad affrontare uno stock di debito molto, probabilmente troppo, elevato. Mentre il settore privato può contrapporre *cashflows* maggiori ai crescenti livelli di indebitamento, il rapporto tra debito e GDP è decisamente peggiorato per il settore pubblico a livello globale, soprattutto a partire dagli interventi di stimolo varati durante il periodo pandemico.

Figura 1 - Il debito è aumentato maggiormente tra i governi, non tra le imprese o le famiglie.



Fonte: Elaborazione Quaestio di dati Factset, BIS. Dati al 31.03.2025.

I Paesi possono gestire il debito attraverso diverse strategie, tra cui il **consolidamento fiscale** (politiche di riduzione della spesa o aumento delle tasse per diminuire i disavanzi di bilancio), la **ristrutturazione del debito** (rinegoziazione delle condizioni di rimborso) e vari **programmi di riduzione del debito**, alcuni finalizzati a sostenere la crescita economica (come l'iniziativa HIPC, lanciata da Banca Mondiale e Fondo Monetario nel 1996 a sostegno dei Paesi più poveri), altri elaborati sotto forma di **scambi debito-ambiente** (condoni del debito in cambio di impegni ambientali, per promuovere la sostenibilità).

La prima strada sarebbe quindi quella della disciplina fiscale, l'insieme di regole, vincoli e pratiche che un governo si dà per assicurare che le sue finanze pubbliche siano sostenibili, ossia che spesa, debito e deficit non crescano in modo incontrollato. Si tratta tuttavia di una strada complessa: innanzitutto adottare un tale discipli-

na sembra quasi ovunque una ricetta sicura per dilapidare consenso politico, senza contare che con una crescita economica globale in rallentamento i governi dispongono di opzioni fiscali decrescenti per ridurre il rapporto debito/PIL. A questo si aggiungono noti fattori strutturali come l'invecchiamento della popolazione e la spesa per welfare, che aggravano le spese pubbliche. Inoltre, mentre per decenni in Europa alcuni dei Paesi più autorevoli dell'Unione erano sostenitori di una solida disciplina fiscale, negli ultimi anni si assiste ad un cambio di rotta (con Germania in testa) verso posizioni più favorevoli all'utilizzo della spesa pubblica per sostenere crescita economica, la sostenibilità e la sicurezza del continente europeo (quest'ultimo punto anche in conseguenza di impegni Nato).

Quanto alla ristrutturazione del debito, si tratta di una scelta molto drastica da relegare ad ultima istanza, mentre le rinegoziazioni del debito nel contesto di iniziative come l'HIPC o a fronte di impegni ambientali si addicono soprattutto a paesi in via di sviluppo il cui debito è detenuto da investitori esteri e difficilmente basterebbero a risolvere la situazione in aree già sviluppate come USA o Europa.

Esiste però una via alternativa, la cui implementazione più ampia e nota è avvenuta negli Stati Uniti dopo la Seconda guerra mondiale, che punta a ridurre gradualmente il valore reale del debito pubblico pur rispettandone le scadenze nominali combinando tassi d'interesse artificialmente contenuti con un'inflazione moderatamente positiva.

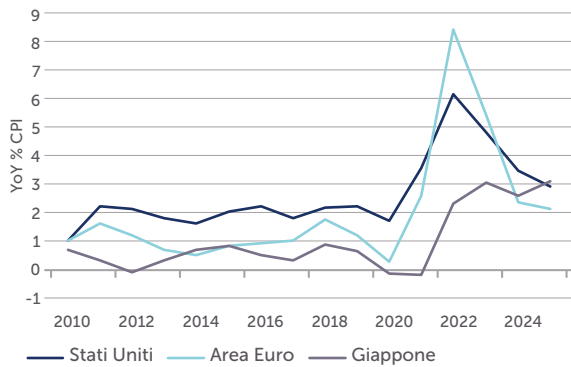
Nel loro IMF Working Paper del 2015, *The Liquidation of Government Debt*, gli economisti Carmen Reinhart e Maria Belen Sbrancia spiegano che le caratteristiche della repressione finanziaria includono:

1. Tetti o limiti ai tassi di interesse.
2. Controllo governativo sulle banche e sulle istituzioni finanziarie domestiche.
3. Elevati requisiti di riserva per le banche.
4. Creazione di un mercato "captive" per il debito pubblico.
5. Restrizioni alla movimentazione di capitali oltre confine.

Queste misure consentono ai governi di finanziarsi a tassi di interesse più bassi e di ridurre potenzialmente, nel tempo, il valore reale del debito, specialmente se combinate con l'inflazione.

Considerato il ruolo centrale che un tasso d'inflazione positivo ricopre in una strategia di repressione finanziaria, il considerevole aumento osservato a livello globale negli ultimi anni rappresenta certamente una condizione incentivante all'adozione di soluzioni simili.

Figura 2 - Inflazione YoY è in generale più alta ora che anni fa.



Fonte: Elaborazione Quaestio di dati Factset. Dati al 30.09.2025.

Chiarito l'obiettivo di medio termine di una strategia di repressione finanziaria, cioè consentire all'inflazione di erodere il valore reale del debito, permettendo ai governi di ridurre nel tempo il proprio onere debitorio senza ricorrere a un vero e proprio default, essa tende a presentare nel breve termine anche i seguenti vantaggi:

- **Costi di finanziamento più bassi:** sia i governi che le imprese possono accedere a prestiti più economici, stimolando potenzialmente l'attività economica e gli investimenti.
- **Stabilità economica:** in periodi di crisi, queste politiche possono contribuire a stabilizzare il sistema finanziario e a prevenire il panico sui mercati, garantendo un flusso costante di credito all'economia.

Tuttavia, questo approccio presenta anche notevoli svantaggi:

- **Impatto negativo sui risparmiatori:** i risparmiatori possono vedere il valore reale dei propri risparmi eroso da rendimenti inferiori al tasso di inflazione. Ciò può ridurre i consumi e aumentare le disuguaglianze economiche.
- **Distorsioni di mercato:** interferendo con le forze di mercato, la repressione finanziaria può portare a un'allocazione inefficiente del capitale e a una minore crescita economica. Tassi di interesse artificialmente bassi possono scoraggiare investimenti produttivi e innovazione, poiché non riflettono correttamente il vero costo del capitale.
- **Redistribuzione della ricchezza:** la repressione finanziaria trasferisce di fatto ricchezza dai risparmiatori ai debitori, incluso lo Stato.
- **Perdita di credibilità delle banche centrali:** ogni strategia di repressione finanziaria presuppone una sospensione, almeno temporanea e non esplicita, dell'impegno al mantenimento del tasso di inflazione sotto un certo target di lungo termine. Comportamento che può sfociare in banche centrali meno credibili e aspettative di inflazione crescenti con relativa instabilità economico-finanziaria.

Cosa potrebbe succedere per far realizzare o deragliare lo scenario?

Secondo l'equazione di accumulo del debito, la seguente relazione lega sostenibilità del debito pubblico (rapporto debt/GDP), tasso d'interesse e tasso di crescita:

$$b_t = \frac{1+i_t}{1+g_t} \cdot b_{t-1} - s_t$$

Dove:

- b_t è il rapporto debt/GDP al tempo t
- i_t è il tasso d'interesse nominale medio sul debito tra $t-1$ e t
- g_t è il tasso di crescita nominale del GDP tra $t-1$ e t
- s_t è il saldo primario apportato al GDP, ottenibile dal rapporto tra il saldo primario nominale (surplus se positivo, deficit se negativo) e il GDP nominale.

Partendo da questa relazione, si intuisce cosa potrebbe limitare l'eccesso di debito dei governi e rendere non più necessaria una fase di *financial repression*.

Un primo modo per ridurre lo stock di debito è aumentare s_t , attuando la già menzionata disciplina fiscale. Quindi il debito si potrebbe ridurre se i governi iniziassero a contenere il deficit pubblico (assicurandosi che le spese non superino le entrate su base strutturale), a gestire prudentemente il debito pubblico (ponendo attenzione alla sostenibilità di lungo termine e facilitandone il rifinanziamento), a controllare la spesa pubblica e a limitare l'utilizzo delle politiche fiscali più onerose ad interventi anticiclici.

Un secondo evento che potrebbe far deragliare lo scenario è un notevole aumento della crescita (ossia di g_t). Fattore scatenante potrebbe essere lo sviluppo dell'AI e l'integrazione della stessa nelle aziende, andando ad aumentarne l'efficienza e la produttività. Questo garantirebbe maggiore crescita e quindi maggiori entrate fiscali, rendendo più sostenibile il debito dei vari Paesi. A tal proposito, è importante osservare che sia g_t che i_t sono variabili nominali e quindi incorporano l'inflazione. Tuttavia, nello scenario di repressione finanziaria presentato, i_t viene mantenuto artificialmente basso: di conseguenza, un maggiore tasso d'inflazione andrebbe a impattare maggiormente il denominatore nell'equazione sopra e quindi a ridurre il peso reale del debito sul GDP, riportando l'equazione in traiettoria sostenibile. Viceversa, un tasso d'inflazione basso andrebbe a complicare ulteriormente la situazione. Un esempio emblematico è il **Giappone**, dove per decenni l'inflazione è rimasta vicina allo zero o addirittura negativa. In questo contesto, il tasso di crescita nominale g_t è risultato molto basso, mentre il debito pubblico ha superato il 250% del PIL. Pur con tassi d'interesse prossimi allo zero, la quasi assenza di inflazione ha impedito di "erodere" il valore reale del debito, costringendo lo Stato a un costante intervento della banca centrale (attraverso politiche di **quantitative easing** e controllo della curva dei rendimenti) per mantenerne la sostenibilità.

D'altra parte, vediamo cosa potrebbe scatenare lo scenario presentato. In primo luogo, servirebbe una serie di dati macro negativi che mostrasse un rallentamento della crescita acuendo quindi i dubbi del mercato rispetto alla sostenibilità del debito sovrano delle maggiori economie mondiali. Negli Stati Uniti una condizione particolarmente facilitante potrebbe essere rappresentata dalla ulteriore svalutazione del dollaro. Ecco che la scarsa propensione degli stati ad affrontare una simile crisi di fiducia attraverso un qualche tipo di consolidamento fiscale, unita alla persistenza di tassi di inflazione sopra target a livello globale, potrebbe rapidamente suggerire la *financial repression* come un'alternativa concreta.

Impatto sulle principali asset class

Azioni:

Il livello dei tassi reali, cioè i tassi d'interesse nominali al netto dell'inflazione attesa, è uno dei fattori più importanti per le valutazioni dei mercati azionari. Quando i tassi reali sono bassi o negativi, il contesto tende a essere favorevole all'azionario. Tassi reali ridotti implicano infatti che i rendimenti reali dei titoli obbligazionari e della liquidità siano molto bassi: di conseguenza, il costo opportunità di detenere azioni diminuisce e gli investitori si spostano verso asset più rischiosi in cerca di rendimento (search for yield). In parallelo, in termini di valutazione, un calo dei tassi reali riduce il tasso di sconto utilizzato nei modelli di valutazione di tipo DCF, aumentando così il valore attuale dei flussi di cassa futuri e sostenendo un'espansione dei multipli di mercato. È lecito attendersi che questa espansione riguardi particolarmente i settori più growth come ad esempio le società tecnologiche che sono generalmente i più sensibili a tassi reali bassi, poiché gran parte del loro valore dipende da utili attesi nel lungo periodo: un tasso di sconto più basso amplifica il valore di quei flussi futuri. Anche settori "bond proxy" come utilities e real estate beneficiano particolarmente di tassi reali ridotti, perché i loro dividendi stabili diventano più attraenti rispetto ai rendimenti obbligazionari. Al contrario, il comparto finanziario tende a soffrire in questi contesti, poiché margini d'interesse compressi limitano la redditività delle banche. Considerando che lo scenario in questione prevede un tasso di inflazione moderatamente positivo, appaiono svantaggiati anche i settori nei quali i margini di profitto sono scarsamente protetti da un aumento generalizzato dei prezzi. Ed è proprio qualora l'aumento dei prezzi non dovesse essere "moderato" che possiamo invece aspettarci il peggio per i mercati rischiosi: durante la repressione finanziaria del secondo dopoguerra infatti l'azionario ha sovraperformato in generale l'obbligazionario, ma proprio negli anni di inflazione elevata (inflation shocks) si sono registrate le performance peggiori per l'equity (-10 / -20%). L'analisi di Morgan Stanley, focalizzata sulla *financial repression* del dopoguerra, conferma da un lato la brillantezza del settore delle utilities e dall'altro sottolinea come anche un tasso di inflazione in area 4-6% sia stato storicamente compatibile con valutazioni ragionevolmente elevate in termini di multipli (P/E).

Le differenze di composizione settoriale tra Stati Uniti, Europa e Giappone possono essere utilizzate per esprimere delle preferenze di tipo geografico nell'allocazione. Negli Stati Uniti, dove i settori tecnologici e growth dominano gli indici, tassi reali bassi rappresentano un supporto e nel contesto immaginato è legittimo attendersi per il mercato americano multipli più elevati e una sovraperformance rispetto ad altre aree, soprattutto se accompagnato da aspettative di crescita economica moderata ma stabile. L'Europa, invece, ha una struttura più value e ciclica, con un peso rilevante di banche, industriali, energia e beni di consumo difensivi. In un ambiente di tassi reali bassi, il sostegno diretto alle valutazioni è più contenuto. Il Giappone presenta un profilo intermedio: la forte presenza di industriali, automobilistici e tecnologia lo rende sensibile sia al ciclo globale sia al contesto dei tassi. Non ci aspettiamo impatti particolarmente rilevanti sull'equity dei mercati emergenti ex Asia, dove i fattori locali prevalgono rispetto alla dinamica della repressione finanziaria globale.

Obbligazioni Governative e Investment Grade:

Ci aspettiamo che l'impatto sia duplice: in un primo momento, l'abbassamento dei tassi favorisce meccanicamente i detentori di obbligazioni già circolanti sul mercato, con un deciso apprezzamento in conto capitale. Tuttavia, nel tempo, il contesto di rendimenti bassi o negativi riduce l'attrattività dell'asset class, penalizzando soprattutto i titoli governativi tradizionali, che potrebbero garantire, una volta che la repressione finanziaria è messa in atto, soltanto un rendimento reale prossimo allo zero. Fanno eccezione le emissioni indicizzate all'inflazione (TIPS ed equivalenti), che offrono una parziale protezione reale. Ci aspettiamo quindi una certa brillantezza per Euro Government, US Treasury e i titoli sovrani RoW soltanto in una fase iniziale, come già osservato in passate fasi di financial repression, per poi vederne offuscate le prospettive una volta raggiunti i nuovi, minori, livelli di rendimento.

Il comparto corporate, sia Euro che US, caratterizzato generalmente da una duration minore rispetto all'obbligazionario governativo potrebbe sottoperformare inizialmente quest'ultimo ma rappresentare un'alternativa migliore nel medio termine, nonostante l'assenza di esplicita indicizzazione all'inflazione, grazie allo spread aggiuntivo che in media offre (100 / 140 bps in media oltre ai rendimenti governativi).

Credito Speculativo:

Per quanto riguarda il comparto high yield, questa asset class potrebbe risultare la più interessante del fixed income in un contesto di una financial repression volta anche a stabilizzare il ciclo economico e limitare i default attraverso una diminuzione dei tassi di finanziamento. Gli spread nel mondo high yield infatti (storicamente 300 / 500 bps oltre ai rendimenti governativi) permetterebbero con buona probabilità di ottenere rendimenti reali positivi nel medio termine anche nello scenario descritto. specularmente alle considerazioni fatte per il fixed income governativo, è probabile che il miglior punto di ingresso nell'high

yield si presenti una volta terminata la prima fase di abbassamento dei tassi, che sarebbe verosimilmente accompagnata da una certa volatilità. In modo analogo, anche le obbligazioni emesse da paesi emergenti potrebbero attirare flussi grazie a rendimenti reali prospettici positivi e un certo grado di diversificazione geografica. In modo analogo al credito BB all'interno del mondo high yield, è ragionevole aspettarsi che gli interessi riconducibili alla ricerca di rendimento, si concentrino sugli emittenti Emerging Markets di maggiore qualità, vista la grande dispersione e la natura non specialistica degli investitori.

Materie Prime:

Per quanto riguarda le materie prime, ci aspettiamo che performino bene in quanto hedge contro inflazione e svalutazione monetaria. In particolare, ci aspettiamo una sovraperformance dell'oro (visto anche come bene rifugio) e di altri metalli quali argento e platino, legati anche all'uso industriale.

Impatti di secondo e terz'ordine

Con tassi governativi tenuti forzatamente bassi, su un orizzonte temporale medio-lungo ci aspettiamo che gli investitori orientino maggiormente le allocazioni di portafoglio verso investimenti che credibilmente possano produrre rendimenti reali positivi. Quindi azionario, corporate (soprattutto High Yield), debito emerging market di qualità, obbligazionario indicizzato all'inflazione ed asset alternativi capaci di conservare valore reale, quali ad esempio commodities e real estate. In questo quadro anche il private credit si presenta come un'altra componente in grado di aumentare il rendimento e la diversificazione della porzione fixed income.

Cruciale ovviamente in questo quadro risulta l'interazione tra governi e politica monetaria. Financial repression presuppone un certo grado di fiscal dominance con banche centrali che almeno temporaneamente accettano un livello di inflazione sopra target. Si tratta di

un equilibrio delicato che se gestito male potrebbe far perdere credibilità all'azione delle banche centrali e far deragliare le aspettative di inflazione di lungo termine con effetti pesanti sull'avversione al rischio di mercato e sui corsi azionari.

Impatto sul settore bancario

Ci aspettiamo che, in uno scenario come quello delineato, il settore bancario soffra, principalmente a causa della compressione dei tassi d'interesse che inciderebbe sul margine di interesse. Una parziale mitigazione sarebbe fornita, nei paesi con tassi d'inflazione elevati, dall'espansione nominale dello stock di prestiti legata alla crescita dei prezzi, che avrebbe anche un secondo effetto positivo simile a quello che si verifica in alcuni paesi emergenti, dove le banche beneficiano di un effetto di rapido deprezzamento di sofferenze e accantonamenti. Questo effetto è meno probabile per il settore bancario europeo.

Nei paesi dove il debito sovrano si trova più sotto pressione, inoltre, l'obbligo (esplicito o implicito) di detenere ampie quantità di debito pubblico aumenta l'esposizione al rischio sovrano. Ne risulta una redditività più bassa, minore capacità di allocare capitale in maniera efficiente e una maggiore vulnerabilità in caso di shock sul merito creditizio del debito statale.

Orizzonte temporale

Il tema del debito insostenibile e l'assenza di fiscal discipline sono già presenti attualmente, ma ancora non si osserva un effettivo rallentamento della crescita supportato da dati macro. Questo potrebbe verificarsi nel primo semestre del 2026, seguito nel secondo semestre 2026 dalla risposta dei governi e delle istituzioni centrali con financial repression. A seguire, ci aspettiamo che gli effetti di secondo e terz'ordine si osservino a partire dal 2027.

L'AI e la prossima Rivoluzione dei Servizi

La quarta rivoluzione industriale avverrà grazie all'intelligenza artificiale (AI)? L'AI porterà ad un aumento della produttività paragonabile o superiore alle precedenti rivoluzioni industriali, oltre a significativi miglioramenti nella crescita economica e nel benessere? Nonostante le stime correnti dell'impatto dell'AI sulla produttività e la crescita siano ancora caute e incerte, nell'intervallo 0.3% - 2.0% per anno, la realtà è che la Quarta rivoluzione industriale potrebbe essere già iniziata. Infatti, anche durante la Terza rivoluzione industriale (anni '70 e '80) l'impatto degli investimenti in ICT nelle misure aggregate di produttività si notava a fatica; famosa è l'affermazione dell'economista Robert Solow:

"You can see the computer age everywhere but in the productivity statistics."

Nonostante questo, la rivoluzione di Internet si è infine manifestata anche sulle statistiche di crescita e produttività: alcuni studi¹ indicano che circa il 10% della crescita del PIL nel periodo 1995-2010 sia attribuibile a Internet e che per ogni posto di lavoro perso ne ha creati più del doppio (2.6x). Ma l'impatto non si è certo esaurito nel 2010: oggi, infatti, continuiamo a percepire in maniera tangibile le nuove opportunità e la maggior crescita economica resi possibili da Internet. L'AI ha tutte le carte in regola per avere non solo un impatto molto più veloce, ma anche molto più mirato ad aumentare la produttività – Internet, infatti, era ed è soltanto un mezzo per facilitare la comunicazione e la diffusione dell'informazione, non per risolvere problemi e automatizzare il lavoro, sia intellettuale sia manuale. Inoltre, il vantaggio dell'AI non risiede soltanto nella sua già comprovata² capacità di risolvere compiti complessi, ma anche nel suo potenziale in termini di autonomia e auto-miglioramento: queste caratteristiche faranno dell'AI una GPT (*General Purpose Technology*) unica nel suo genere e capace appunto di migliorare la produttività in maniera così dirompente.

Dal lancio di ChatGPT (2022) a oggi, la tecnologia si è concentrata sui modelli LLM (*Large Language Models*), che hanno raggiunto risultati straordinari nel gestire dialoghi e ricerche di informazioni, oltre che attività più specifiche come la programmazione di codice o la creazione di video o immagini. Oggi, il focus si sta spostando sugli *Agentic AI*, cioè modelli più capaci di gestire attività specifiche, e sui *world models*³, cioè quei modelli specificatamente orientati a interagire con il mondo fisico – il primo passo verso la creazione di robot autonomi. In futuro, possiamo aspettarci che l'AI

avrà un ruolo sempre più cruciale nel miglioramento stesso dell'AI: l'AI sarà capace di auto-migliorarsi – e questo sarà potenzialmente il salto più importante di tutti. Ma passiamo al concreto: già oggi l'AI è entrata nella vita di tutti i giorni, ad esempio:

- Nella **vita domestica**: assistenti vocali evoluti, in grado di effettuare scelte seguendo i gusti e le necessità degli utilizzatori; elettrodomestici connessi che apprendono le abitudini (frigoriferi che suggeriscono ricette o fanno la spesa, climatizzatori che ottimizzano consumi); robot domestici più autonomi per pulizie, cucina, assistenza agli anziani.
- Nel **lavoro**: automazione di attività ripetitive (report, analisi dati, e-mail, contabilità); supporto creativo (AI che co-progetta loghi, testi, video, musica); decision making assistito (previsioni di mercato, gestione logistica).
- Nella **salute**: diagnosi precoce grazie all'analisi di immagini mediche e dati biometrici; monitoraggio continuo tramite tecnologie "indossabili" (orologi smart che segnalano anomalie cardiache, glicemia, ecc.); terapie personalizzate e chatbot sanitari per assistenza quotidiana.
- Nella **mobilità**: auto a guida autonoma e trasporti ottimizzati (con azzeramento di incidenti); app che suggeriscono percorsi in tempo reale riducendo traffico e inquinamento; logistica (droni per consegne, magazzini intelligenti).
- Nella **vita sociale e culturale**: traduzione istantanea e sottotitoli in tempo reale durante le conversazioni; AI nei social media per personalizzare feed (con rischi di "bolle"); esperienze artistiche interattive (musica, arte e storytelling generati in parte dall'AI).
- Nei **servizi**: suggerimenti sempre più personalizzati (alimentazione, sport, intrattenimento); supporto alla finanza personale (gestione risparmi, investimenti, spese); pianificazione intelligente del tempo (agenda che si adatta agli imprevisti).
- Nell'**istruzione**: tutor personale 24/7 e chatbot intelligenti che spiegano, rispondono e creano percorsi di studio personalizzati (l'AI capisce dove sei forte e dove hai difficoltà); migliore accessibilità per studenti con disabilità o difficoltà, con materiali adattivi, coinvolgenti, e su misura.

In sintesi, l'AI sarà più integrata e meno "visibile": non useremo più "un'app di AI", ma l'AI sarà già inglobata in ogni applicazione, oggetto e servizio. La qualità della vita migliora non solo perché avremo più tempo libero, ma anche perché quelle ore saranno più sane, creative e ricche di relazioni. E il tempo di qualità possiamo immaginarlo impegnato in gran parte in percorsi di studio accattivanti e coinvolgenti, con programmi di studio inclusivi, personalizzati e universali (aperti a tutti): l'AI come ammortizzatore (e armonizzatore) sociale⁴.

1 McKinsey Global Institute (2011) "Internet matters: The Net's sweeping impact on growth, jobs, and prosperity"

2 Il modello AI di Alphabet (Gemini) ha vinto la medaglia d'oro alle Olimpiadi Internazionali di Matematica (luglio 2025).

3 Si veda Financial Times, 29-9-2025, "AI groups bet on world models in race for 'superintelligence'."

4 L'AI come ammortizzatore sociale? In un certo senso possiamo immaginarlo anche così: l'AI può democratizzare lo studio, riducendo differenze economiche, geografiche e cognitive.

Il finto spauracchio dell'innovazione regressiva

Storicamente, ogni rivoluzione industriale ha comportato diffusi timori iniziali, con paure di disoccupazione di massa e di disgregazione sociale, anche se a lungo termine ha prodotto aumento della produttività, livelli di reddito più elevati e migliori condizioni di vita. Ricordiamole insieme:

- **Prima rivoluzione industriale** (XVIII-XIX sec.): L'introduzione delle macchine tessili e del vapore portò i luddisti a distruggere i telai, temendo la fine del lavoro artigiano. In realtà, nel medio periodo l'occupazione aumentò, ma i lavori cambiarono natura (dalla manifattura domestica alle fabbriche).
- **Seconda rivoluzione industriale** (fine XIX - inizi XX sec.): Elettricità, chimica, motori a scoppio e catena di montaggio: la produttività esplose. Anche qui, ansia per la sostituzione operaia, ma nel lungo termine crebbero salari reali e domanda di manodopera.
- **Terza rivoluzione industriale** (anni '70 - '90, automazione e ICT): Computer e robot industriali fecero temere una "fine del lavoro operaio". In realtà ci fu deindustrializzazione in Occidente, ma anche creazione di enormi settori nei servizi, nell'ICT e nella finanza.

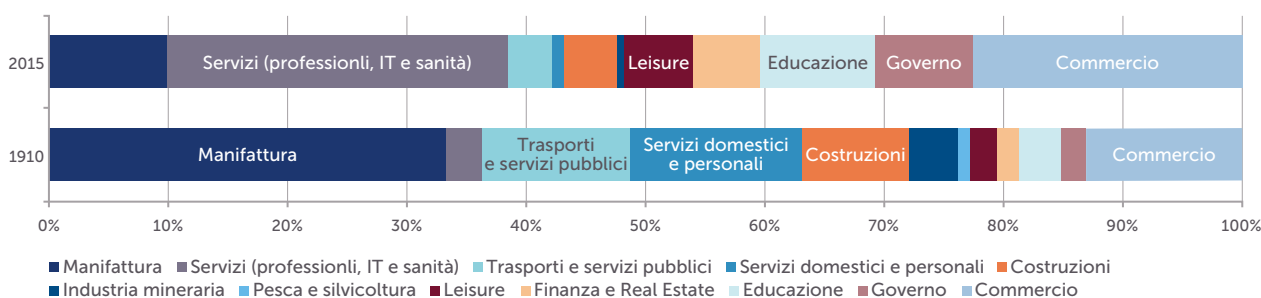
Come in ogni rivoluzione, alcune mansioni e attività verranno automatizzate, ma allo stesso tempo si creeranno nuove opportunità e occupazioni. Si pensi ad esempio alle enormi variazioni nell'occupazione non agricola intercorse tra il 1910 e il 2015 negli Stati Uniti, i.e. dalla fine della Seconda Rivoluzione Industriale alla fine della Terza (cfr. Figura 1): dove larga parte dell'attività manifatturiera è stata sostituita dai servizi.

La differenza principale tra l'AI e le rivoluzioni passate sta nella natura del lavoro che viene trasformato: oggi non è solo la forza fisica a essere sostituita, ma anche il pensiero, l'analisi e in parte la creatività. L'AI potrebbe

essere quindi considerata la forza trainante della Quarta rivoluzione industriale, che possiamo anche chiamare **Rivoluzione dei servizi**, dato che il suo impatto dirompente non sarà su agricoltura e manifattura, ma in particolare sul settore terziario e dei servizi. Questo crea maggiori timori riguardo all'impatto dell'AI, soprattutto nei paesi anglofoni⁵. Ma non si deve però cadere nell'idea che "this time is different" in termini di sostituzione del lavoro e crescita della disoccupazione: sicuramente sarà diverso il modo in cui la società dovrà gestire la transizione, così come il ruolo del governo in questo processo – ma un aumento della produttività non può che portare benefici superiori alle difficoltà. Proviamo a immaginare i potenziali impatti sul mondo del lavoro nel prossimo futuro:

- Oggi (2025): alcune ricerche⁶ riportano un aumento della disoccupazione nei lavori più esposti ad AI, ma soltanto per la fascia di lavoratori più giovani (22-25 anni). Sono evidenze ovviamente ancora preliminari, ma suggestive di dove sarà il maggiore impatto iniziale;
- Fase 1 (2026-28): la fase di adozione iniziale sarà trainata da un interesse trasversale nei confronti della tecnologia, vista più come un aiuto che una minaccia⁷, e porterà ad un aumento di produttività attraverso una ricalibrazione dei compiti e delle attività, insieme a cambiamenti nei requisiti di skill⁸;
- Fase 2 (2029-31): si procede con l'automazione di compiti sempre più complessi; aumenterà in maniera significativa la ristrutturazione dei lavori d'ufficio e la domanda di riqualificazione⁹; molte analisi suggeriscono non solo un'elevata eterogeneità negli impatti, ma anche una forte complementarità¹⁰;
- Fase 3 (2032 e oltre): riduzione strutturale di svariate professioni, compensata da creazione di nuove; importanti saranno le politiche di riqualificazione e protezione adottate dai governi.

Figura 1 - Occupazione (% totale non agricola) negli Stati Uniti: 1910 vs 2015.



Note: riclassificazione in base alle definizioni di industria del 1910; ad esclusione del settore agricolo.

Fonte: Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, The Economics Daily, Employment by industry, 1910 and 2015.

5 Si veda Ipsos AI Monitor (2025).

6 Si veda Brynjolfsson, E., Chandar, B., & Chen, R. (2025). "Canaries in the coal mine? Six facts about the recent employment effects of artificial intelligence." Working paper.

7 Si veda McKinsey (2025) "Superagency in the workplace: Empowering people to unlock AI's full potential."

8 Si veda anche OECD Artificial Intelligence Papers, No. 11 (2024) "Using AI In The Workplace."

9 Si veda World Economic Forum (2025) "The Future of Jobs Report 2025."

10 Si veda Loaiza, Rigobon (2024), "The EPOCH of AI: Human-Machine Complementarities at Work" MIT Sloan Research Paper No. 7236-24.

Quali ostacoli e acceleratori?

Essenziale sarà la **competitività del mercato** dell'AI. Da un lato, gli elevati costi fissi e di sviluppo creano forti barriere all'ingresso, favorendo le grandi aziende tecnologiche: questo potrebbe limitare la concorrenza. Dall'altro, siamo in una gara tecnologica dove ciascun player è incentivato a investire di più per fare meglio e arrivare prima degli altri: questo consentirà un livello di innovazione continua, un abbattimento dei costi ed una elevata diffusione dell'AI nella popolazione. Fino ad oggi così è stato: ChatGPT è la tecnologia che ha avuto l'adozione più rapida di sempre, con un milione di utilizzatori raggiunto in una settimana, già diventati 800 milioni ad aprile 2025 (si ipotizza che verrà raggiunto il miliardo di persone entro la fine del 2025!). Inoltre, esistono diversi modelli in forte competizione tra loro (Claude, Gemini, Grok, DeepSeek, etc.), con prezzi di utilizzo relativamente contenuti. Pensiamo che continuerà ad essere così anche in futuro.

Quali potenziali **fattori di deragliamento** possiamo immaginare? Ve ne sono tre in particolare: (1) un'adozione troppo rapida; (2) monopolizzazione del mercato da parte di un unico modello, plausibilmente perché sarà il primo a raggiungere AGI (*Artificial General Intelligence*); e (3) assenza di rendimenti sull'investimento adeguati. I primi due sono due facce della stessa medaglia: più l'AI diventa efficace e più viene utilizzato, anche in sostituzione del lavoro.

All'estremo, se arrivassimo ad avere una AGI capace di svolgere il 99% del lavoro umano, manuale e non (infatti si potrebbe banalmente utilizzare interfacce robotiche per svolgere lavori manuali), allora tutto il lavoro umano sarebbe a rischio di sostituzione.

È una semplice questione di velocità: un futuro in cui non serve lavorare, ma dovremo soltanto (o quasi) disporre del tempo libero, è ovviamente un'utopia felice. Ma è importante arrivarci con una tempistica non troppo veloce, in modo da permettere alla società di adattarsi. Questo da un lato può essere facilitato da politiche governative di supporto e accompagnamento che favoriscano la riqualificazione di lavoro e meccanismi adeguati di redistribuzione della ricchezza.

Dall'altro, è il progresso tecnologico stesso a favorire la gradualità nell'introduzione dell'AI nelle nostre vite. Infatti, studi recenti¹¹ indicano che l'AI tende maggiormente a integrare e aumentare le capacità umane piuttosto che sostituirle, soprattutto in ruoli a elevata intensità umana, dove le competenze sociali e umane restano insostituibili. In altre parole, l'AI e il lavoro umano sono per il momento complementi, non sostituiti – e questo facilita enormemente la transizione

verso un futuro di progresso tecnologico e sociale. Infine, il fattore (3) potrebbe scatenare un crollo massivo degli investimenti nel settore, potenzialmente interrompendo la crescita e lo sviluppo dell'AI anzitempo. La soluzione a questa *impasse* è ovviamente la nascita di applicazioni AI che siano remunerative per gli investitori – percorso più semplice ed immediato rispetto all'idea di AGI.

Impatto sulle principali asset class

Il primo e più importante effetto dell'adozione dell'AI su larga scala sarà un incremento della produttività. Naturalmente, è difficile darne una stima precisa: alcune analisi ipotizzano un significativo aumento del 1.5% annuo su 10 anni (si veda Goldman Sachs¹²), altre invece indicano un marginale aumento di 0.5% in totale (si veda Acemoglu¹³). In ogni caso, il messaggio è chiaro: la produttività aumenterà. Questo avrà un impatto sul tasso di interesse reale di equilibrio, che probabilmente tenderà ad aumentare, grazie ad una maggior produttività marginale del capitale¹⁴. Possiamo inoltre arrivare a individuare due dinamiche distinte, grazie all'equazione di Fisher, $r = i - p$, che mette in relazione il tasso di interesse reale (r) con quello nominale (i) e il tasso di inflazione (p):

- 1) Aumento del tasso di interesse nominale (i);
- 2) Diminuzione del tasso di inflazione (p).

Quale dei due scenari prevarrà dipenderà anche da altri fattori: se, ad esempio, le banche centrali riusciranno nel loro obiettivo di inflazione stabile intorno al 2%, allora avremo principalmente un aumento del tasso nominale (scenario 1). Se invece la competizione di mercato e la crescita dirompente della produttività farà diminuire l'inflazione, nonostante le azioni delle banche centrali, allora avremo tassi di interesse *nominali* relativamente stabili sui livelli correnti. In entrambi i casi, le azioni saranno favorite rispetto al reddito fisso¹⁵, in quanto la determinante principale sarà l'aumento della produttività.

Azioni:

- Nord America: Forte esposizione a tech e AI, prevedibile surplus di crescita e ritorni superiori medi grazie all'innovazione e leadership tecnologica.
- Europa: Crescita più contenuta, ma opportunità nei settori manifatturieri smart e banche digitali, con possibile recupero di competitività.
- Giappone e Resto del Mondo: Giappone in lento e costante miglioramento; mercati emergenti più esposti alla crescita effettiva dell'adozione AI, ma con rischi più elevati.

11 Si veda ILO (2025) "Artificial Intelligence adoption and its impact on jobs."

12 Goldman Sachs (2023) "The Potentially Large Effects of Artificial Intelligence on Economic Growth."

13 Daron Acemoglu (2024), "The Simple Macroeconomics of AI."

14 Robin Marshall (2024), FTSE Russell Insights, "AI and govt bond yields – onwards and upwards?"

15 OECD Artificial Intelligence Papers, No. 15 (2024), "The impact of Artificial Intelligence on productivity, distribution and growth: Key mechanisms, initial evidence and policy challenges."

Obbligazioni:

- Governativi US, EU, JP: Tassi governativi in stabilizzazione o leggero aumento, con pressione inflazionistica moderata e tendente al ribasso; bassa volatilità attesa.
- Corporate e High Yield Globali: Miglioramenti nella redditività e capacità di servizio del debito, ma rischio di spread più ampi nel segmento High Yield in caso di shock o rallentamenti.

Oro e materie prime

- Il prezzo delle materie prime e dei metalli industriali potrebbe aumentare in maniera significativa, a fronte di un'offerta limitata e una domanda in forte crescita. Da un lato, il crescente consumo di energia, unito ad una maggior elettrificazione dell'economia, aumenterà la domanda di metalli come: rame e alluminio (e.g. cavi elettrici), terre rare (e.g. magneti per motori elettrici), litio e cobalto (e.g. batterie), silicio (e.g. chip), e uranio. Dall'altro, anche la do-

manda di beni finiti aumenterà, grazie alla maggior produttività, e quindi una crescente domanda di cemento, plastica.

Impatto sul settore bancario

Le banche europee, in particolare italiane, sono esposte a rischi di elevata leva operativa dovuti a costi fissi e difficoltà di adattamento rapido ai cambiamenti causati dall'AI.

Tuttavia, l'adozione di AI per migliorare efficienza operativa e la gestione del rischio, insieme a nuovi servizi digitali, può rappresentare un vantaggio competitivo, soprattutto per le banche più grandi, che hanno maggiori risorse per implementare l'AI. La necessità di accesso al credito e liquidità resterà cruciale nel breve-medio termine.

AI Revolution o AI Illusion? L'altra faccia della corsa all'intelligenza artificiale

Tra hype e realtà: analisi critica della febbre globale per l'intelligenza artificiale

Negli ultimi anni l'intelligenza artificiale è diventata il simbolo della nuova economia digitale, una promessa di trasformazione paragonabile alla rivoluzione di Internet o all'elettrificazione del XX secolo. Tuttavia, dietro l'euforia dei mercati e le valutazioni record, si nasconde un quadro complesso fatto di squilibri, concentrazione estrema, rischi tecnologici e vulnerabilità macroeconomiche.

In questo articolo analizziamo i segnali di allarme, i possibili catalizzatori di una correzione e le implicazioni per le diverse asset class, evidenziando come una "delusione dell'AI" potrebbe innescare una riconfigurazione profonda dei mercati finanziari globali.

Alcune considerazioni iniziali che riteniamo essere utile nella definizione dello scenario trattato:

- I "Magnifici Sette" dominano l'S&P 500 con oltre il 30% di peso e contribuendo per oltre il 50% alla crescita dell'indice stesso.
- Le valutazioni del tech superano i multipli del 1999, mentre la crescita utili rispetto al periodo dot-com risulta quasi dimezzata.
- L'AI è vincolata da colli di bottiglia energetici, hardware e regolamentari. Inoltre, le aspettative di produttività rischiano di essere eccessivamente ottimistiche

«A pin lies in wait for every bubble. And when the two eventually meet, a new wave of investors learns some very old lessons.» - Berkshire Hathaway, Lettera agli investitori, 28 febbraio 2001

L'ascesa dell'AI tra innovazione ed euforia

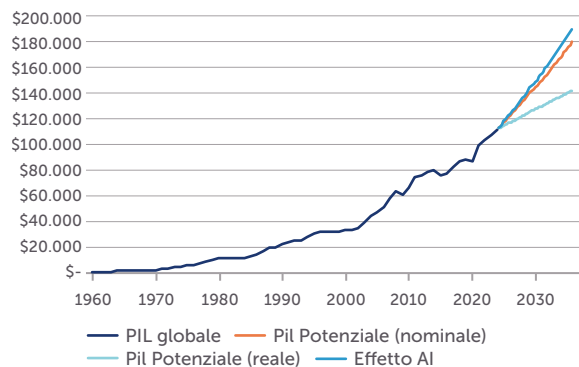
L'intelligenza artificiale è divenuta la nuova frontiera della crescita economica globale. Il mercato dell'AI, stimato a 244 miliardi di dollari nel 2025, potrebbe superare 827 miliardi entro il 2030¹⁶, con Goldman Sachs che prevede un potenziale aumento del PIL mondiale di 7.000 miliardi di dollari in dieci anni.

Tuttavia, come spesso accade nelle fasi di euforia tecnologica, la narrativa di progresso illimitato tende a precedere la realtà. Le valutazioni delle aziende AI-correlate incorporano già un miglioramento strutturale della produttività che non si è ancora materializzato. Le ipotesi su efficienza e adozione massiva, alla base dei modelli

previsionali, rischiano di essere troppo aggressive in rapporto al ciclo di maturità effettivo della tecnologia.

L'AI generativa, pur avendo dimostrato potenzialità straordinarie, soffre ancora limiti evidenti: costi computazionali elevati, dipendenza da dataset esterni, problemi di accuratezza e di interpretabilità. Questi vincoli, sommati all'euforia degli investitori, rendono l'attuale contesto più simile a una fase di espansione speculativa che a un consolidato paradigma industriale.

Figura 1 - Stime di crescita del PIL globale (nominale) con e senza effetto del mercato globale dell'AI. Dati in miliardi di dollari.



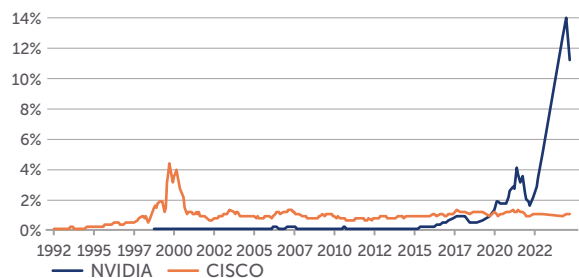
Fonte: U.S. Congressional Budget Office, World Bank, Goldman Sachs.

Concentrazione e vulnerabilità del mercato AI

Il cuore della "AI economy" è oggi concentrato su pochissimi attori. I cosiddetti Magnifici Sette (Apple, Microsoft, Google/Alphabet, Amazon, Tesla, Meta e NVIDIA) rappresentano oltre il 30% dell'S&P 500 e sono responsabili di oltre metà della sua crescita.

Tra questi, NVIDIA è diventata l'icona dell'euforia: con una capitalizzazione di 4,5 trilioni di dollari, pari al 15% del PIL statunitense, ha superato di tre volte il picco di Cisco durante la bolla Internet del 2000 (5% del PIL).

Figura 2 - Capitalizzazione di mercato NVIDIA e Cisco rapportata al PIL americano.



Fonte: elaborazione Quaestio su dati FactSet. Dati al 31.03.2025.

16 AI and the New Age of Creativity, Statista, 27 marzo 2025.

Questo grado di concentrazione non ha precedenti moderni. La crescita della gestione passiva – che oggi controlla oltre il 50% degli asset azionari USA – amplifica ulteriormente la dinamica: gli ETF comprano automaticamente i titoli più capitalizzati, alimentando un ciclo di feedback positivo in cui i prezzi crescono semplicemente perché crescono.

Il parallelo storico con la fine degli anni '90 è evidente: allora l'euforia si basava su "clicks e page views"; oggi sui "token" e sui modelli linguistici. In entrambi i casi, la promessa di una nuova economia ha giustificato valutazioni disancorate dai fondamentali.

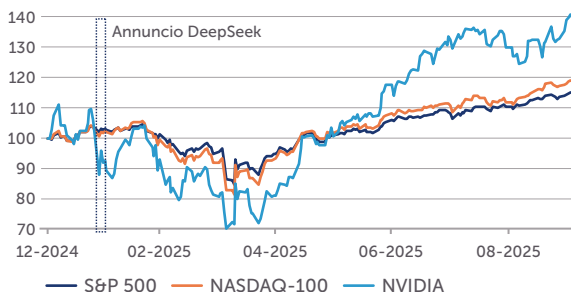
Il rischio sistemico non è solo finanziario ma anche tecnologico: la catena del valore dell'AI dipende da nodi altamente concentrati – semiconduttori, cloud, energia – che potrebbero trasformarsi in colli di bottiglia strutturali.

Le fondamenta fragili della filiera AI

Semiconduttori

NVIDIA controlla l'80% del mercato GPU AI, creando una dipendenza sistemica. L'episodio DeepSeek, la start-up cinese che nel 2025 ha sviluppato un modello linguistico avanzato con solo 6 milioni di dollari e due mesi di training, ha dimostrato la vulnerabilità di questa concentrazione. La notizia ha generato un crollo di 1.000 miliardi di dollari di capitalizzazione nel comparto tecnologico in un solo giorno (cfr. Figura 3), evidenziando quanto bastino innovazioni opposte alla narrativa dominante per scatenare reazioni violente.

Figura 3. L'annuncio di DeepSeek ha provocato l'inizio di una correzione significativa sui mercati azionari, trainata dalla discesa di campioni AI come NVIDIA. Valori di performance ribasati a 100 a inizio 2025.



Fonte: elaborazione Quaestio su dati FactSet. Dati al 03.10.2025.

Cloud e Sovranità dei dati

Amazon, Microsoft e Google detengono oltre il 60% del mercato cloud globale, ma affrontano pressioni crescenti sia in termini di competizione che in termini di marginalità. In Europa, provider locali come OVHcloud, Deutsche Telekom, Orange e SAP stanno guadagnando terreno, spinti da esigenze di sovranità digitale e compliance regolatoria (es. GDPR) e la localizzazione fisica dei Data Center. Queste realtà detengono oggi circa il 15%¹⁷ del mercato europeo e potrebbero arrivare al 30% entro il 2030¹⁸, erodendo i margini dei giganti statunitensi. Queste realtà locali possono competere su aspetti che i grandi spesso sottovalutano: prezzo per la conformità, controllo su dati e metadati, latenza più bassa per utenti europei, supporto locale; offrendo soluzioni migliori per PA e imprese che devono rispettare requisiti normativi stringenti. Questi provider potranno dunque sottrarre quote di mercato nei segmenti regolatori o sensibili, costringendo i big tech a investire localmente. Non a caso, AWS ha annunciato un European Sovereign Cloud con infrastruttura completamente interna all'UE, segno che il contesto competitivo si sta ridefinendo.

Energia e data center

Nel 2024 i data center globali hanno consumato 415 TWh/anno, pari a 1,5% della domanda elettrica mondiale. L'Agenzia Internazionale dell'Energia stima un raddoppio entro il 2030, principalmente per l'AI. L'espansione non è lineare: il costo energetico cresce più rapidamente dell'efficienza computazionale. Dal confronto con esperti, stimiamo un aumento del 160% della domanda di energia dei data center imputabile all'AI entro il 2030; alcuni report suggeriscono che AI già oggi rappresenti ~8-10% del consumo energetico IT/data center, con una tendenza forte alla crescita. Tuttavia, quando si prevede di far crescere di molto le attività AI (più modelli, più inferenza, training sempre più grandi, più località di data center, più GPU, densità maggiore), emergono vari limiti: generare, trasportare e distribuire elettricità sufficiente è costoso e spesso richiede infrastrutture nuove. Se molti data center restano sottoutilizzati, la rete è sotto stress senza un ritorno proporzionale di output computazionale. Abbiamo già osservato come la bassa utilizzazione media (20-30% in alcune regioni asiatiche) e l'aumento del "raffreddamento passivo" rendono molti investimenti in data center economicamente inefficaci. Inoltre, tecniche di model distillation potrebbero ridurre improvvisamente e significativamente il consumo energetico, rendendo inutili gli enormi investimenti che molte delle "Magnifiche Sette" stanno facendo, come Microsoft che ha pianificato la riapertura della centrale nucleare di Three Mile Island.

17 European Cloud Providers' Local Market Share Now Holds Steady at 15%, Synergy Research Group, 24 luglio 2025.

18 The European Cloud industry: a market worth €300bn+ by 2027-2030. Could half of this potential growth slip through Europe's hands?, OVHcloud, 25 maggio 2021

Business model e rischio di disintermediazione

Molte start-up che avevano costruito servizi "wrapper" intorno a modelli base sono state rapidamente disintermedate dai loro stessi fornitori. Un caso ben documentato riguarda l'aggiornamento di ChatGPT che ha introdotto la possibilità di caricare e interrogare documenti direttamente nell'interfaccia del modello, senza passare da servizi esterni. Questa funzione ha colpito start-up che avevano costruito soluzioni "wrapping" per permettere agli utenti di caricare documenti e interrogarli tramite ChatGPT, rendendo il loro prodotto "aggiuntivo" praticamente superfluo, perché la funzionalità è stata resa nativa. La lezione è chiara: chi non controlla il modello, non controlla il valore.

Valutazioni e segnali di surriscaldamento

Le valutazioni attuali mostrano multipli estremi che non superano quelli del picco della bolla dot-com ma che mostrano crescite dei multipli negli ultimi 5 anni notevolmente più elevate:

- P/S¹⁹ medio del comparto tech S&P 500: 18x, contro 8-10x nel 1998;
- P/E²⁰ medio: 42x, superiore ai 34-40x del 1999;
- Crescita utili: oggi +10% annuo contro +18% pre-dot-com.

Alcuni casi emblematici:

- Microsoft: 32x P/E NTM con crescita "low double digit";
- Palantir: 75x P/S NTM con crescita del 30%;
- ServiceNow: 50x P/E NTM con crescita del 20%.

Parallelamente, i CapEx dei giganti tecnologici hanno raggiunto livelli storici: oggi superano il 50% dell'EBITDA, valori simili a quelli di AT&T nel 2000 (72%) o di Exxon nel 2014 (65%).

Questa intensità di capitale mina uno dei pilastri fondamentali del successo delle big tech durante gli anni 2010: l'iper-scalabilità con investimenti incrementali minimi. L'era dell'AI ha ribaltato questa dinamica, richiedendo massicci investimenti continui per rimanere competitivi. Le dinamiche sulla filiera produttiva, le incerte prospettive di crescita e da ultimo le valutazioni disancorate dei fondamentali sono tutti elementi che supportano la tesi della formazione di una bolla.

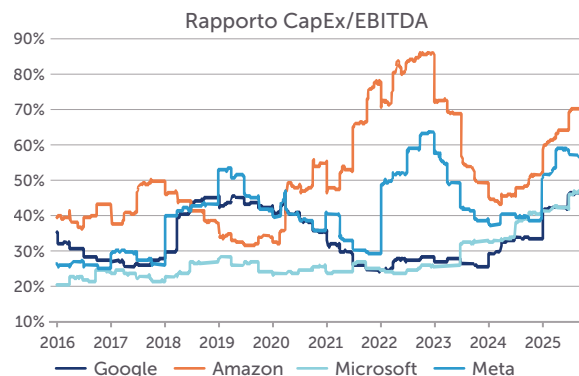
Da ultimo l'euforia. L'attuale rally dell'AI presenta caratteristiche distintive di una bolla speculativa guidata più dall'emotività che dai fondamentali. La "Fear of Missing Out" (FOMO) ha spinto gli investitori verso una concentrazione estrema su pochi titoli percepiti come vincitori certi, creando una dinamica di auto-rinforzo tipica delle bolle speculative. La crescita della gestione passiva ha amplificato l'effetto concentrazione. Con oltre il 50% degli asset azionari americani ora gestiti passivamente, gli ETF e i fondi indicizzati acquistano automaticamente i titoli a maggiore capitalizzazione, indipendentemente dalle valutazioni. Questo meccanismo ha creato un circolo vizioso.

Il confronto con la bolla dot-com rivela somiglianze inquietanti:

- durante la bolla dot-com abbiamo avuto euforia per Internet, IPO di aziende senza profitti, valutazioni basate su "clicks" e "page views";
- oggi abbiamo euforia per l'AI, valutazioni di start-up basate su "modelli" e "token", concentrazione su pochi giganti tecnologici.

La dinamica di FOMO ha sostituito l'analisi fondamentale. Oltre un terzo dei titoli S&P 500 scambia oggi a multipli superiori a 10 volte il fatturato, contro il 25% durante la bolla dot-com. La crescita della gestione passiva e dei flussi algoritmici accentua l'autocorrelazione positiva dei prezzi, trasformando la narrativa dell'AI in una profezia auto-avverante... finché dura.

Figura 4 - Serie storiche delle stime di consensus del rapporto tra spese in conto capitale ed EBITDA per quattro giganti tecnologici americani. Dati riferiti al primo anno fiscale in finestra mobile.



Fonte: elaborazione Quaestio su dati FactSet. Dati al 06.10.2025.

¹⁹ Rapporto prezzo/fatturato.

²⁰ Rapporto prezzo/utile.

Rischi sistemici e “cigni neri” dell’intelligenza artificiale

La rapida ascesa dell’AI rappresenta una delle più potenti forze trasformative dell’economia globale, ma anche una delle più potenzialmente destabilizzanti. Accanto agli scenari di crescita e produttività, esistono rischi strutturali che potrebbero innescare correzioni improvvise e ricalibrare drasticamente le aspettative di mercato.

Una correzione di mercato potrebbe originare da diversi fronti: delusione sugli utili di un colosso tech, scandalo etico o innovazione dirompente esterna. La concentrazione estrema del mercato amplificherebbe l’impatto. Infatti, se i “Magnifici Sette” pesano approssimativamente il 35% dell’indice, una perdita del 20% su quel sottogrup-

po infliggerebbe una contribuzione negativa pari al 7% sull’intero indice, nell’ipotesi irrealistica che gli altri titoli non si muovessero. Dopodiché l’amplificazione causata da vendite correlate, panico e spillover di volatilità con correlazione settoriale renderebbero plausibile un crollo dell’indice S&P 500 con la seguente sequenza:

- catalizzatore iniziale, con delusione sui risultati o notizie negative sulla tecnologia;
- contagio tecnico, con vendite algoritmiche e di momentum amplificate dalla gestione passiva;
- panico retail, con investitori non sofisticati che cristallizzano le perdite;
- contrazione del credito, con inasprimento delle condizioni di finanziamento per start-up AI;
- consolidamento del settore, con fallimenti di aziende non redditizie e acquisizioni a prezzi ridotti.

Catalizzatore di una correzione	Probabilità stimata	Descrizione
Revisione dei Free Cash Flow per CapEx eccessive	40-50%	L'ondata di investimenti in infrastruttura AI potrebbe non generare i ritorni attesi. Le aziende stanno spendendo oltre 100 miliardi di dollari annui in <i>data center</i> e <i>chip AI</i> , ma i ricavi incrementali tardano a materializzarsi. Amazon ha recentemente ridotto la vita utile dei suoi asset per accelerato ciclo tecnologico. Oracle sta già spendendo più del 100% del suo flusso di cassa operativo in CapEx.
Limitazioni tecnologiche e raggiungimento del “muro”	30-35%	L’intelligenza artificiale attuale presenta limitazioni fondamentali: incapacità di ragionamento astratto genuino; dipendenza da enormi dataset che potrebbero essere limitati; problemi di “allucinazione” e accuratezza in compiti critici; costi computazionali che crescono esponenzialmente. La mancata evoluzione verso una vera Intelligenza Generale Artificiale (AGI), renderebbe le aspettative di trasformazione economica drammaticamente sovrastimate.
Effetto “inbreeding” dei dataset	25-30%	Con Internet sempre più saturo di contenuti generati dall’AI, la qualità dei dataset di training si deteriora progressivamente. Questo “inquinamento” dei dati potrebbe limitare l’evoluzione futura dei modelli, creando un circolo vizioso di degradazione qualitativa.
Pressioni regolamentari e questioni etiche	35-40%	L’AI Act europeo e crescenti preoccupazioni su <i>privacy</i> , <i>bias</i> e sicurezza potrebbero limitare significativamente l’adozione su larga scala. Le regolamentazioni potrebbero imporre costi di <i>compliance</i> che erodono la redditività e rallentano l’innovazione.
Effetto “luddismo” nel mercato del lavoro	20-25%	Una crescente resistenza all’automazione <i>AI-driven</i> potrebbe emergere se la disoccupazione tecnologica accelera. Questo potrebbe tradursi in pressioni politiche per limitare l’adozione dell’AI in settori sensibili.

Impatto sul settore finanziario e implicazioni per l'asset allocation

Una "delusione AI" non rimarrebbe confinata al comparto tecnologico. Le interconnessioni finanziarie rendono plausibile un effetto domino su asset class, flussi e politiche monetarie. Sui listini *azionari*, un ritorno dei multipli P/E verso livelli storici (15-20x) implicherebbe correzioni del 60-70% per i titoli AI più surriscaldati. Il peso dei Magnifici Sette scenderebbe dal 30% all'area del 10%, aprendo la strada a una rotazione strutturale verso settori value e difensivi: utilities, beni di consumo primari, healthcare e industria tradizionale. Attenzione particolare merita tutto il segmento direttamente collegato agli investimenti nei data center. Da un lato, sono fortemente esposti i REITs, nei cui portafogli i data center sono sempre più rilevanti. Dall'altro lato, i fondi di Private Credit sono protagonisti nel finanziamento degli investimenti AI. Entrambe queste categorie potrebbero soffrire in maniera pesante lo scoppio della bolla.

Con la fuga dal rischio azionario, il mercato obbligazionario riacquisterebbe il suo ruolo tradizionale di safe haven. Treasury USA, Bund e JGB beneficerebbero di una parte dei flussi spingendo i rendimenti al ribasso. Lato credito la componente investment grade si troverebbe in una fase di sovraperformance relativa rispetto all'azionario mentre le obbligazioni ad alto rendimento potrebbe subire pressioni per timori recessivi.

L'oro e le valute rifugio (USD, CHF, JPY) riacquisterebbero un ruolo centrale come strumenti di diversificazione non correlata.

In un tale scenario, paradossalmente, i deflussi dall'azionario potrebbero non confluire prevalentemente sull'obbligazionario – su cui vige anche l'incertezza circa la qualità e la solvibilità di alcune amministrazioni – spingendo i flussi verso asset reali e strategie alternative creando un paradosso potenzialmente esplosivo dovuta al formarsi di pressioni inflazionistiche proprio quando l'economia rallenta. Lo scenario configurerebbe il peggior incubo per i banchieri centrali: una recessione accompagnata da inflazione persistente con opzioni politiche limitate a causa della mole di debito governativo.

In questo scenario, la diversificazione tradizionale potrebbe non essere sufficiente. Pertanto, una gestione prudente del portafoglio dovrebbe considerare strategie di protezione quali:

- oro, perché svolge un ruolo tradizionale di "conservazione di valore";
- Equity "diverso", quindi small caps, value stocks, e tutte le aziende di "economia reale" che sono rimaste indietro negli ultimi anni ma che rimangono una colonna imprescindibile dei sistemi economici occidentali;

- acquisto "intelligente" di volatilità. In uno scenario di "margin call" globale l'unico vero hedge efficace è detenere posizioni lunghe di volatilità o avere strumenti con convessità sulla coda sinistra della distribuzione;
- Crypto-assets come Bitcoin ed Ethereum, il cui fine originale era la decentralizzazione, ovvero indipendenza assoluta da banche e governi.

Le banche europee si troverebbero a dover gestire un mix complesso di opportunità e rischi in cui si sommerebbero gli effetti di margini di interesse compressi, potenziali plusvalenze sui portafogli obbligazionari e un aumento delle insolvenze e degli accantonamenti per svalutazione dei crediti. Grazie agli stress test degli ultimi anni abbiamo fiducia nel fatto che il sistema bancario europeo abbia una certa tolleranza contro shock recessivi: ad esempio, in uno scenario avverso con contrazione del PIL, le banche dell'UE potrebbero resistere senza violare requisiti di capitale, benché alcune restrizioni a dividendi e bonus potrebbero essere imposte. Le banche con bilanci più fragili o una minore diversificazione geografica potrebbero trovarsi maggiormente penalizzate rispetto a quelle con portafogli più solidi. Riteniamo che banche con forte orientamento retail/mutui/prestiti residenziali in economie meno deteriorate potrebbero avere un vantaggio di stabilità rispetto a quelle più esposte a imprese cicliche. Se la rotazione premiasse titoli più difensivi e con flussi di cassa stabili, le banche che conservano modelli più "core", con basso rischio, bilanci sani e buon capitale, potrebbero recuperare attrattività. In definitiva, anche se lo scoppio di una bolla AI generasse turbolenze diffuse nei mercati azionari, riteniamo che le banche europee difficilmente figurerebbero fra i settori colpiti più gravemente.

Conclusioni: l'illusione dell'infallibilità tecnologica

L'intelligenza artificiale rappresenta un progresso reale, ma la velocità dell'euforia finanziaria rischia di superare quella dell'innovazione industriale. Come per Internet nel 2000, il problema non è la tecnologia in sé, ma l'iperbole con cui il mercato la monetizza prima che produca valore tangibile. È indubbio che l'AI continuerà a ridefinire processi e settori, tuttavia nel medio termine, emergeranno inevitabilmente limiti, inefficienze e selezione naturale delle imprese.

In questo contesto di incertezza valgono alcune regole:

- evitare concentrazioni eccessive su trend tematici;
- privilegiare flussi di cassa reali rispetto a narrazioni;
- utilizzare la volatilità come copertura, non come nemico;
- ricordare che l'innovazione autentica si misura nel tempo, non nei multipli di borsa.

La rivoluzione prospettata dall'AI non è destinata a svanire - ma la sua traiettoria finanziaria dovrà prima attraversare una fase di purificazione speculativa, in cui hype e realtà torneranno a convergere.

Protezionismo e deglobalizzazione: novità o déjà-vu?

Verso una de-globalizzazione morbida

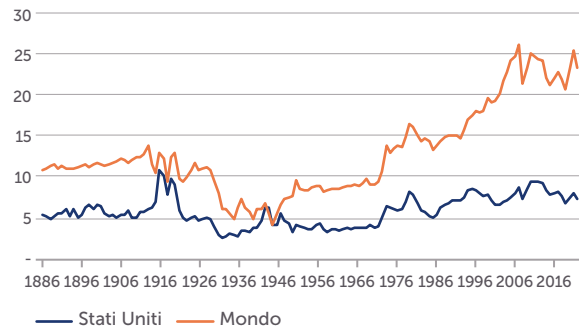
Negli ultimi due secoli il commercio mondiale è cresciuto rapidamente, superando crisi e conflitti, e raggiungendo dopo Bretton Woods un grado di apertura record con esportazioni oltre il 20% del PIL globale nel 2008. Gli Stati Uniti hanno mantenuto livelli di apertura significativamente inferiori, con minore dipendenza dalle esportazioni e, conseguentemente, maggiore propensione a politiche protezionistiche. Assistiamo oggi ad un ritorno del protezionismo attraverso dazi, reshoring e restrizioni agli investimenti esteri in settori strategici. Il fenomeno non coinvolge solo gli Stati Uniti, ma anche l'Unione Europea ed i paesi BRICS, per motivazioni sia economiche sia di sicurezza nazionale.

Tra gli scenari futuri, quello più probabile prevede una regionalizzazione del commercio mondiale, la cosiddetta "globalizzazione à la carte", o "de-globalizzazione morbida", con scambi prevalentemente regionali fra tre grandi blocchi economici integrati (NAFTA, UE e BRICS+) ma con minore apertura globale complessiva. L'impatto stimato sul PIL mondiale risulterebbe moderato (compreso tra -1,5% e -0,5%) in conseguenza di un aggiustamento graduale. Lo scenario di isolamento americano resta poco probabile, mentre una guerra commerciale globale è considerata remota. Sul piano finanziario, non emerge una relazione storica tra apertura commerciale e rendimenti azionari. Si osserva tuttavia una maggiore dispersione tra i mercati, un aumento delle opportunità di diversificazione e, conseguentemente, una maggiore attrattività della gestione attiva dei portafogli globali. L'Europa ed i paesi emergenti appaiono in posizione relativamente favorevole, mentre le banche europee non dovrebbero avere impatti significativamente negativi.

Evoluzione storica del grado di apertura al commercio internazionale

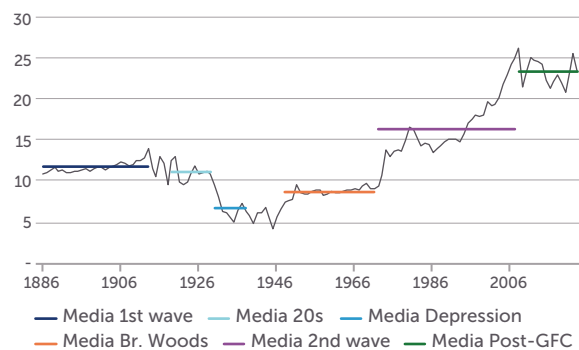
Il grado di "apertura" di paesi e regioni ai commerci internazionali – misurato dal rapporto tra esportazioni e PIL – è cresciuto molto rapidamente negli ultimi due secoli sia in termini di volumi che di valore delle merci scambiate: nonostante i tracolli occorsi durante la Grande Depressione e le due Guerre Mondiali ha raggiunto oggi un grado di apertura senza precedenti. La fine di Bretton Woods (1971) innesca l'ultimo periodo di crescita del commercio internazionale. Dopo una prima accelerazione, un rallentamento negli anni '80 e una seconda accelerazione negli anni '90, questo processo culmina nel 2007, alla vigilia dello scoppio della "Grande Recessione", su livelli di apertura globale superiori al 20%.

Figura 1 - Grado di apertura globale al commercio (Export / PIL),%. Confronto fra USA e mondo.



Fonte: Elaborazioni Quaestio su dati Federico & Tena-Junguito (2019) e Fouquin & Hugot (2016).

Figura 2 - Export / PIL %, mondo, valori medi nelle varie fasi storiche.



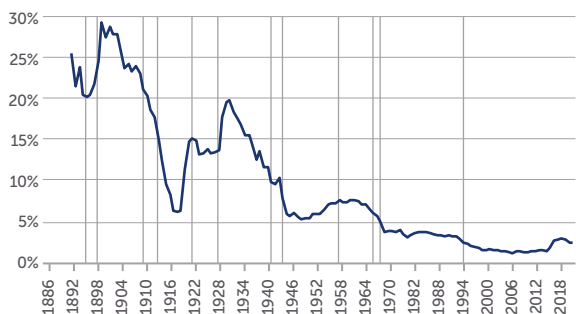
Fonte: Elaborazioni Quaestio su dati Federico & Tena-Junguito (2019) e Fouquin & Hugot (2016).

La distribuzione delle esportazioni mondiali per continente ed il livello di sviluppo sono rimasti relativamente stabili fino alla Prima Guerra Mondiale. Durante la Grande Depressione, l'Europa ha perso quote di export a favore dei paesi periferici e del Giappone. Questi cambiamenti sono stati in gran parte invertiti durante gli anni Cinquanta e Sessanta. Nel 1972 i paesi dell'Europa nord-occidentale e gli Stati Uniti rappresentavano ancora oltre la metà delle esportazioni mondiali. Da allora, la quota dell'Asia è aumentata da circa un sesto a un terzo, a scapito di tutti gli altri continenti. Va rilevato che negli ultimi trenta anni la misurazione degli export sul PIL – e quindi del grado di apertura – presenta un effetto di sovrastima dovuto all'aumento delle esportazioni intra-UE.

L'incidenza dell'export sul PIL per gli USA è sempre stata significativamente inferiore alla media globale e tale divergenza si è ampliata negli ultimi cinquanta anni, in parallelo al crescente deficit di partite correnti. Partendo da livelli intorno al 5% nell'Ottocento, tale valore aumenta solo modestamente nella prima fase di globalizzazione. Dopo la parentesi bellica rimane sotto al 5% e aumenta discontinuamente dopo la fine di Bretton Woods, oscillando fra il 5 e il 10% del PIL, per assestarsi intorno al 7%. La spiegazione risiede nel sostanziale abbattimento dei dazi doganali. Prima di

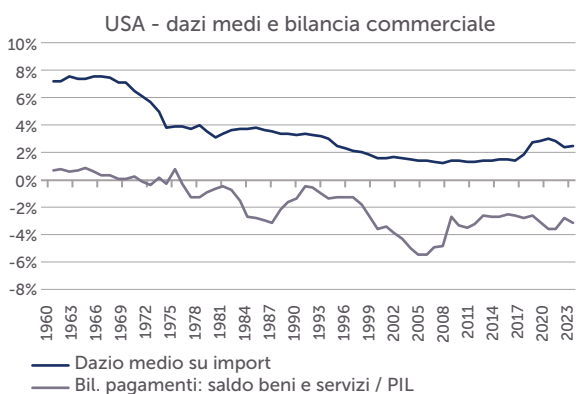
aprile 2025, circa la metà degli import negli USA attraversava la frontiera a tariffa zero. I dati dell'U.S. International Trade Commission mostrano come il livello medio dei dazi sia rimasto elevato nel periodo di forte espansione economica e industriale precedente la Prima guerra mondiale, per poi oscillare significativamente tra le due guerre e nel periodo post-bellico. Come si può osservare in Figura 4, la discesa dei dazi medi iniziata a metà degli anni Sessanta si accompagna a un progressivo deterioramento della bilancia commerciale, culminato con la fine di Bretton Woods e della convertibilità del dollaro. Negli anni Novanta inizia l'ultima discesa fino al minimo del 2008 (con una media ponderata del 1,58%), prima di un riassetto al rialzo attorno al 2.5% durante il primo mandato Trump.

Figura 3 - Dazi medi sull'import degli USA.



Fonte: Elaborazioni Quaestio su dati United States Trade Representative, U.S. International Trade Commission, FactSet.

Figura 4 - Bilancia dei pagamenti USA, saldo beni/ servizi.



Fonte: Elaborazioni Quaestio su dati United States Trade Representative, U.S. International Trade Commission, FactSet.

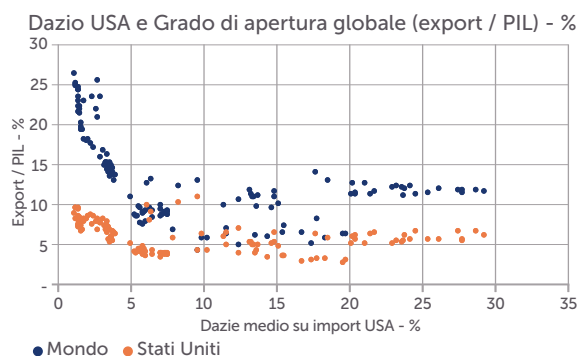
La possibilità che gli USA mantengano i dazi medi all'ingresso su livelli significativamente più elevati rispetto al passato recente è concreta. Come abbiamo evidenziato in precedenza, gli Stati Uniti presentano un grado di apertura significativamente inferiore a quello degli altri principali paesi e, di conseguenza, traggono minori benefici dalla riduzione delle barriere doganali a fronte di effetti negativi per i produttori interni. Inoltre, si possono identificare periodi storici caratterizzati da barriere doganali elevate e forte crescita economica domesti-

ca, come gli anni Venti o negli anni Cinquanta del Novecento. Infine, a partire dagli anni Sessanta, ad ogni drastico calo dei dazi è seguito il peggioramento della bilancia commerciale USA.

I dazi fanno crollare i commerci internazionali? Non proprio

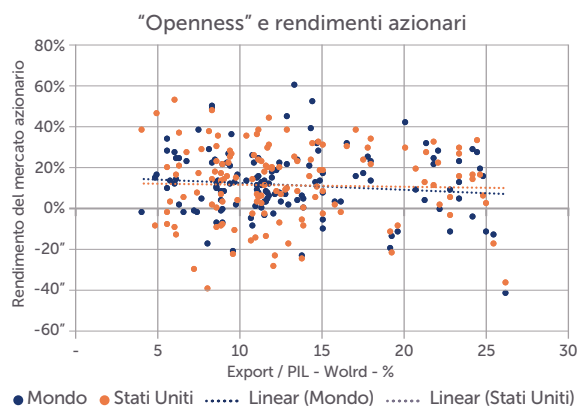
Qual è la relazione fra tariffe doganali e commercio internazionale? Le Tariffe elevate scoraggiano effettivamente il commercio? Facendo l'analisi congiunta dei dazi doganali medi statunitensi e del grado di apertura dell'economia, troviamo una relazione più complessa: si osserva una sostanziale inelasticità del grado di apertura all'incremento dei dazi per livelli superiori al 10%. La relazione diventa negativa sotto tale soglia, specialmente nei periodi in cui il livello dei dazi era inferiore al 5% e il peso dell'export sul PIL risultava significativamente superiore. In sintesi, il commercio internazionale ha manifestato una notevole resilienza rispetto a dazi elevati, pur beneficiando di una forte accelerazione quando i dazi vengono sostanzialmente azzerati.

Figura 5 - Relazione fra livello dei dazi USA e grado di apertura al commercio



Fonte: Elaborazioni Quaestio su dati United States Trade Representative, U.S. International Trade Commission, Federico & Tena-Junquito (2019), Fouquin & Hugot (2016), Jordà et al. (2019), FactSet.

Figura 6 - Relazione fra grado di apertura e rendimenti azionari



Fonte: Elaborazioni Quaestio su dati United States Trade Representative, U.S. International Trade Commission, Federico & Tena-Junquito (2019), Fouquin & Hugot (2016), Jordà et al. (2019), FactSet.

Cosa ci attendiamo - scenari per il futuro

Il protezionismo sta tornando a essere uno strumento centrale delle politiche economiche nazionali, non solo per motivi economici, ma anche per ragioni strategiche e di sicurezza. Gli Stati Uniti non sono i soli a percorrere questa strada: il ritorno ad un approccio di neo-protezionismo coinvolge molti paesi e riconfigura equilibri economico-politici. Ciò avviene in forme classiche come i dazi o tramite limitazioni dell'export, intervento statale diretto in settori strategici e lo scrutinio preventivo degli investimenti esteri. Vediamo alcuni esempi.

L'amministrazione Trump ha reintrodotto dazi del 25%-50% su acciaio, alluminio e rame, estesi anche a prodotti contenenti questi materiali, come macchinari e elettrodomestici. Misure simili si estendono all'industria automobilistica e i suoi componenti, con l'obiettivo di proteggere l'industria nazionale in settori ritenuti strategicamente importanti. Inoltre, il governo statunitense è diventato nel luglio 2025 azionista di controllo di MP Materials, produttore domestico di terre rare, e ha acquisito il 25 agosto 2025 una quota del 10% in Intel.

L'Unione Europea adotta politiche di "protezionismo strisciante" attraverso normative settoriali o politiche ambientali. Il 2025 ha visto un boom di misure "anti-du-

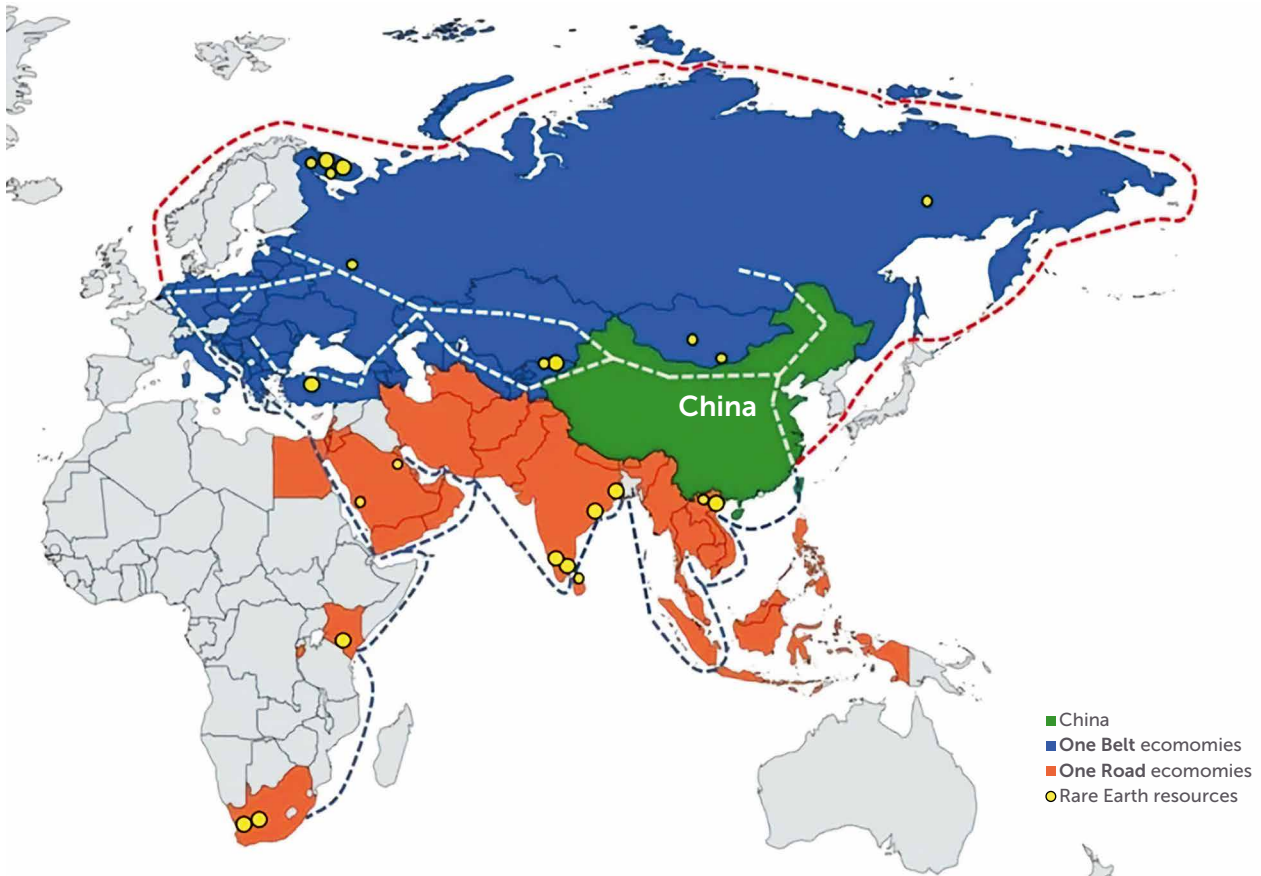
mping", con l'obiettivo di proteggere il mercato interno in modo analogo agli Stati Uniti. Un esempio è il settore chimico europeo, penalizzato dagli alti costi energetici e dalla competizione cinese sui prodotti di base. Altre misure mirano a ridurre la dipendenza da fornitori esterni in settori strategici come i semiconduttori (Eu chips act).

La Cina pratica da tempo politiche protezionistiche come l'obbligo di joint ventures per aprire produzioni locali e ha intensificato il controllo sulle esportazioni di materie prime critiche come terre rare e grafite, fondamentali per la produzione di batterie e componenti elettrici. Queste restrizioni, motivate da ragioni di sicurezza nazionale, rappresentano una forma di protezionismo tecnologico finalizzata a rafforzare la leadership industriale cinese ed a ridurre la dipendenza dai mercati occidentali.

In India, il governo ha aumentato i dazi su prodotti elettronici e agricoli importati, per sostenere il programma "Make in India" e promuovere l'autosufficienza industriale. Le misure includono incentivi fiscali per le imprese locali e restrizioni sugli investimenti esteri in settori considerati sensibili.

Il Brasile ha adottato politiche protezionistiche nel settore agroalimentare e manifatturiero, imponendo barriere non tariffarie e sussidi alle imprese nazionali.

Figura 7 - La roadmap dell'iniziativa Belt and road²¹



Scenario 1: l'isolazionismo americano in un mondo globalizzato

In questo scenario gli Stati Uniti adottano un approccio commerciale polarizzato, con sfere di influenza specifiche che contemplano anche l'abbandono degli "alleati storici" per rifocalizzarsi sul commercio domestico e sull'autosufficienza. Questo atteggiamento, se portato all'estremo, potrebbe condurre gli Stati Uniti ad un crescente isolamento continentale ed a rafforzare le interazioni fra Europa e paesi BRICS. Nel breve periodo l'Europa si configura come area di consumo mentre i BRICS si posizionano come fornitori con specificità locali nei settori manifatturiero, energetico e tecnologico. In questo scenario la prossimità continentale e la possibilità di costruire infrastrutture fisiche assumono un ruolo decisivo, come descritto nel manifesto della Belt&Road initiative.

I BRICS rappresentano tra il 35% ed il 37% del PIL globale a parità di potere d'acquisto (IMF, 2024). Russia e Brasile sono infatti tra i principali esportatori mondiali di idrocarburi e materie prime agricole, mentre Sudafrica e Brasile detengono riserve significative di minerali critici. A questi si aggiungono la leadership cinese nelle filiere dei materiali elettronici e dell'India nei settori tecnologico e farmaceutico.

In questo scenario, i BRICS rinuncerebbero ad una porzione importante del loro commercio con gli Stati Uniti che verrebbe in parte sostituita dall'Europa. Il PIL pro capite medio europeo (circa 40.000 dollari) è più che triplo rispetto a quello dei BRICS (circa 12.000 dollari), secondo la Banca Mondiale (World Bank, 2023). Ciò posiziona l'Europa come polo di consumo globale, ossia un mercato maturo e ad alta capacità di spesa. A questo si aggiunge la necessità di rinnovare e trasformare la propria base infrastrutturale. I piani in questo senso sono ambiziosi: la Commissione Europea stima che la transizione energetica e digitale richiederà investimenti superiori ai 600 miliardi di euro all'anno fino al 2030 (European Commission, 2022), a cui si aggiungono le spese previste per il riarmo. Con il ridimensionamento del modello che vede gli Stati Uniti agire come "polizia del mondo", piani di spesa militare come quello tedesco da 350 miliardi di euro, lanciato nel 2025, richiederanno ingenti risorse. Questo scenario presenta due punti di debolezza. Il primo è la situazione dell'Europa che, aumentando la propria dipendenza dalla Cina, rischierebbe di compromettere ulteriormente la propria base produttiva, rendendo complicato generare le risorse necessarie agli investimenti. Inoltre, questo scenario presuppone l'uscita degli Stati Uniti dal commercio internazionale. Riteniamo però improbabile l'a-

²¹ https://www.researchgate.net/publication/326271770_The_Potentials_of_Scientific_and_Industrial_Collaborations_in_the_Field_of_REE_through_China's_Belt_and_Road_Initiative.

dozione di un approccio autarchico con una completa separazione dal blocco europeo o che non intervengano per disincentivare un rapporto troppo stretto tra Europa e paesi BRICS. La presenza di legami sociali e militari (come la NATO) renderebbe accettabile una progressiva riduzione dell'interscambio commerciale, ma precluderebbe la creazione di legami "troppo stretti" tra Cina ed Europa.

Assegniamo questo scenario di isolazionismo statunitense e forte reshoring una probabilità contenuta, sebbene non residuale alla luce delle crescenti tensioni geopolitiche, del mutamento delle politiche commerciali americane, e della crescente forza commerciale dell'aggregato BRICS+.

Scenario 2: Globalizzazione? 'à la carte si vous plait'. Tra Nearshoring e Friendshoring

Nel periodo 2025-2030, la globalizzazione sembra evolvere verso una forma più "regionale" e selettiva. Si delineano tre grandi blocchi economici: NAFTA, Europa e BRICS, ognuno caratterizzato da politiche di nearshoring e friendshoring tese a rafforzare le filiere produttive interne o tra partner geopoliticamente affini. Questa tendenza, pur accompagnata da un aumento del protezionismo, non comporta un ritorno all'autarchia. Piuttosto, prefigura un riequilibrio delle catene globali del valore entro macro-aree economiche integrate. Secondo FMI e OCSE, processi di reshoring spinto potrebbero costare tra il 4% e il 7% del PIL globale, con una contrazione del commercio internazionale del 18%. Tuttavia, lo scenario più probabile è quello di una regionalizzazione morbida, che limita gli impatti negativi e si sviluppa in modo più graduale e gestibile. Le evidenze empiriche confermano la direzione del cambiamento. Il McKinsey Global Institute rileva un aumento di oltre 20 volte nell'uso dei termini "decoupling" e "friend-shoring" tra il 2018 e il 2022, mentre le analisi del Boston Consulting Group (BCG) stimano che, entro il 2033, il commercio Stati Uniti-Messico crescerà di 315 miliardi di dollari, contro una contrazione di 221 miliardi nei flussi Stati Uniti-Cina. Parallelamente, la Cina intensificherà a sua volta gli scambi con il Sud Globale per un valore stimato di 1,25 trilioni di dollari. Anche UNCTAD e WTO segnalano un rafforzamento delle reti commerciali regionali: oltre il 50% del commercio mondiale avviene già oggi all'interno di accordi preferenziali. In Nord America, si prevede una crescita media annua del 4% del commercio intra-regionale nel prossimo decennio, sostenuta da politiche industriali e di sicurezza economica tese a ridurre la dipendenza dalla Cina. Sul fronte opposto, i BRICS accelerano la costruzione di un'infrastruttura economico-finanziaria alternativa. La piattaforma di pagamento "BRICS PAY" mira a ridurre la dipendenza dal sistema SWIFT e dal dollaro statunitense, mentre l'ampliamento a nuovi membri (BRICS+) consolida il blocco come polo di riferimento per molte economie emergenti, pur persistendo dazi e

barriere interne. L'Europa mantiene una posizione intermedia. L'integrazione interna proseguirà attraverso strumenti come il Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) e politiche industriali coordinate, mentre resteranno forti i legami transatlantici con gli Stati Uniti, anche in ragione della cooperazione energetica. Al contrario, la crescita dei flussi commerciali con la Cina è attesa stagnante.

Nel complesso, questo scenario prefigura una regionalizzazione della globalizzazione: un mondo organizzato in blocchi cooperanti ma distinti, con decoupling economico e monetario parziale, riallocazione delle riserve finanziarie e accorciamento delle catene globali del valore. Ne deriverebbero nuove specializzazioni infra-blocco e accordi di fornitura più mirati e flessibili. Con un impatto stimato sul PIL globale compreso tra -1,5% e -0,5%, questo scenario appare il più probabile. Lo sostengono la gradualità degli aggiustamenti in corso, la coerenza con le politiche industriali già avviate, la complessità delle filiere internazionali (che rende difficile una separazione netta) e la necessità di ingenti investimenti infrastrutturali (CapEx) per riconfigurare la produzione. Al contrario, uno scenario di guerra commerciale totale, con frammentazione completa del commercio e derive autarchiche, avrebbe effetti fortemente recessivi (-3% a -5% del PIL globale) e rimane quindi una possibilità residuale, data la sua elevata instabilità e i costi economici per tutti gli attori coinvolti.

Apertura del commercio e mercati finanziari

Correlazione e rendimenti

In uno scenario caratterizzato da dazi medi più elevati e una progressiva frammentazione del commercio globale, le implicazioni per l'allocazione di portafoglio di un investitore internazionale risultano complesse ma non necessariamente negative in termini di rendimento complessivo. Le nostre analisi indicano che l'impatto sui rendimenti azionari medi globali sarebbe limitato, mentre ci si attendono effetti significativi sulla correlazione tra i mercati. In particolare, una minore integrazione commerciale porterebbe a una maggiore decorrelazione tra i listini azionari nazionali, con benefici in termini di diversificazione del rischio e riduzione della volatilità aggregata di portafoglio. Questo rafforzerebbe la necessità di una gestione attiva dell'asset allocation, volta a cogliere le nuove opportunità di dispersione dei rendimenti. L'analisi empirica si basa su un campione di sette indici azionari (USA, Giappone, Regno Unito, Germania, Francia, Italia e Area Pacifico ex-Japan), con una profondità storica che risale al 1886.

Il confronto tra il grado di apertura dell'economia globale e i rendimenti azionari, sia per il mercato statunitense sia per una media globale, non evidenzia una relazione statisticamente significativa.

Emergono invece correlazioni chiare tra integrazione commerciale e dispersione dei rendimenti azionari, una variabile cruciale nei processi di costruzione di portafoglio. La dispersione, infatti, riflette le opportunità di diversificazione e rappresenta uno dei principali driver della volatilità complessiva. Attraverso il modello di Solnik & Roulet (2000), stimiamo la correlazione aggregata cross-country nel tempo. Storicamente, tale correlazione oscilla tra 0,4 e 0,8, con aumenti marcati durante periodi di crisi sistemiche (Prima guerra mondiale, Grande Depressione) e livelli prossimi a 1,0 dagli anni 2000, in concomitanza con la globalizzazione finanziaria avanzata. Come mostra la relazione positiva tra apertura economica e correlazione dei mercati azionari, una riduzione dell'integrazione commerciale – ad esempio attraverso dazi più alti – porterebbe verosimilmente a un riassetto verso valori medi di correlazione, tipici di un sistema più frammentato ma anche più diversificato. In sintesi, un regime di dazi più elevati non costituirebbe necessariamente un freno ai rendimenti azionari globali, ma ridefinirebbe le dinamiche di correlazione e dispersione, aprendo spazi per strategie di investimento differenziate e per una nuova frontiera di diversificazione geografica attiva.

Figura 8 - Cross-country correlation: stima "istantanea" di correlazione media cross-country con la metodologia di Solnik & Roulet (2000).

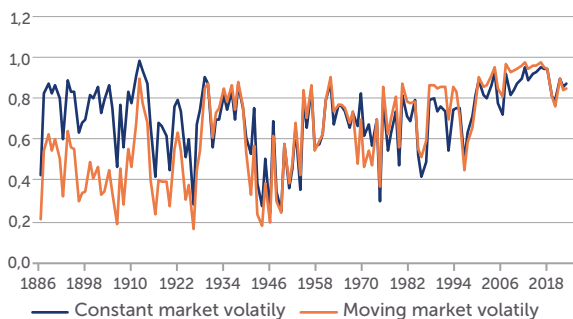
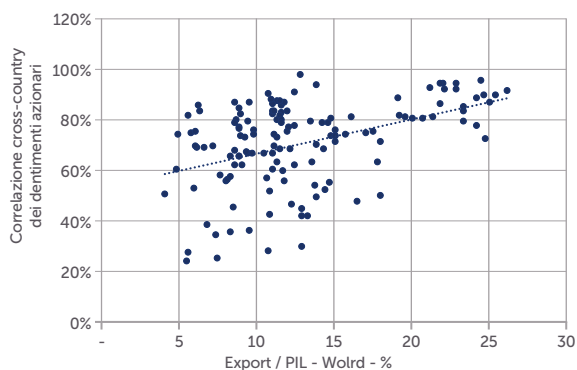


Figura 9 - Cross-country correlation: relazione fra correlazione media cross-country e grado di apertura dell'economia.



Fonte: Elaborazioni Quaestio su dati Jordà et al. (2019) e FactSet dal 1986. Dati di rendimento azionario annuali, 1886-2024.

Impatti su singoli mercati azionari ed economie

Dopo le tensioni tariffarie della primavera 2025, molti analisti avevano previsto un impatto fortemente negativo sull'azionario USA tra il -5% ed il -15% per via dei maggiori costi e dei minori margini. Il *Center for Economic and Policy Research* ha definito i dazi "la più grande taxa dal 1968", stimando una contrazione del PIL statunitense del -3% entro fine 2026. Tuttavia, l'effetto si è rivelato più contenuto: le entrate fiscali record e un impatto moderato sui prezzi, confermato da Powell a Jackson Hole (2025), hanno attenuato le previsioni iniziali. Nel breve periodo, l'effetto complessivo sugli utili dell'S&P 500 potrebbe risultare marginalmente positivo, sostenuto da un leggero impulso inflattivo. Su orizzonti più lunghi (18-24 mesi), la maggiore chiusura commerciale peserà sulla crescita. I settori più vulnerabili restano i tecnologici import-dependent e gli industriali export-oriented; più resilienti utilities ed energetici, mentre l'impatto sui finanziari rimane incerto.

Per l'azionario europeo, diversi analisti prevedono rialzi tra il 10% ed il 25% nel medio termine, grazie a valutazioni storicamente interessanti, politiche di integrazione regionale, investimenti in infrastrutture e difesa (circa 800 miliardi di euro in 4 anni) e rotazione degli asset manager verso l'Europa. Nei mercati emergenti le prospettive appaiono decisamente positive, con una crescita dei corsi azionari potenzialmente attesa tra il +15% ed il +35%, grazie al miglioramento dei fondamentali macroeconomici, all'aumento del commercio intra-blocco e ad una minore dipendenza dalla politica monetaria statunitense. L'indebolimento del dollaro e i tagli dei tassi locali dovrebbero attrarre flussi in ingresso (tra il 2 ed il 5% annuo), mentre l'IMF prevede una crescita oltre il 4% nel 2026, trainata dalla Cina e dal rafforzamento strutturale delle economie emergenti.

Impatti sui mercati obbligazionari

In questo scenario, nel medio periodo, gli US Treasuries sarebbero in bilico tra pressioni inflazionistiche e domanda quale bene rifugio. Il *pass-through* delle tariffe potrebbe ostacolare in maniera anche significativa i tagli attesi sui tassi monetari, soprattutto in presenza di effetti persistenti sull'inflazione "core". In Europa prevarranno invece le tendenze deflazionistiche: il materializzarsi dei rischi per la crescita sarà contrastato da una maggiore aggressività della BCE che porterebbe i tassi sotto al livello neutrale di 1.75-2.25%. Nel medio periodo queste pressioni deflative sarebbero limitate da un incremento della domanda intra blocco, supportata dal rilancio del mercato interno e dalla creazione di nuove nicchie di specializzazione produttiva.

Sui titoli dei paesi emergenti il restringimento degli spread (in un range compreso tra i 50 ed i 100 bps) sarebbe supportato dal rafforzamento delle valute dei singoli paesi. Gli spread, vicini ai minimi storici, potrebbero essere vulnerabili ad aumenti di volatilità causati da sviluppi negativi di politica commerciale o da episo-

di di temporaneo repentino apprezzamento del dollaro nel medio-lungo termine. In quest'ottica il debito in valuta locale dei paesi con fondamentali più solidi beneficerà di migliori performance.

Il credito Investment Grade, caratterizzato da spread a ridosso dei minimi storici, andrebbe incontro ad un progressivo allargamento anche a causa della necessità di rifinanziare lo stock di debito contratto dalle aziende nel periodo post-covid. Nel complesso i segmenti più resilienti sarebbero quelli sui settori meno esposti al commercio internazionale, tra i quali sicuramente banche e utilities. Sul segmento High Yield lo scenario sarebbe coerente con le dinamiche IG con una maggior debolezza per i settori dei consumi ciclici e della tecnologia, con rischi concentrati sui *leveraged loan covenant light* e, in generale, con un maggior grado di dispersione delle performance. A livello geografico il credito europeo dovrebbe essere più stabile e sovraperformare quello US, grazie soprattutto alla dinamica dei tassi monetari.

Il sistema bancario europeo e italiano nel contesto di regionalizzazione delle economie

Le banche italiane mostrano esposizione diretta limitata (tra il 6 ed il 10% del totale dei prestiti) ai settori dipendenti dal commercio USA, grazie alla diversificazione settoriale. Residuano dei rischi indiretti collegati al potenziale deterioramento della qualità creditizia su prenditori esposti al commercio internazionale e all'aumento dei costi di funding in un contesto di instabilità.

Per contro, le banche europee hanno una presenza finanziaria significativa nei mercati emergenti, che include paesi come Brasile, India, Turchia e Sudafrica. L'esposizione varia molto (ad esempio, Santander ha un "footprint" emergente nettamente superiore a Intesa o Credit Agricole), ma l'aggregato delle "major banks europee" deriva circa il 25% dei ricavi e degli utili da Paesi Emergenti (fonte Factset).

La digitalizzazione del denaro

Cosa sono le valute digitali?

Per rispondere alla domanda di che cosa sia una valuta digitale, dobbiamo prima chiederci cosa sia la moneta. In sostanza, la moneta è un qualcosa che viene accettato a fronte della consegna di un bene o servizio, nell'ipotesi che lo stesso "qualcosa" sia accettato in altre transazioni, sia nel presente che nel prevedibile futuro. In questo senso, la moneta è anche unità di conto e riserva di valore, oltre che mezzo di pagamento. Per valuta digitale si intende una moneta che esiste solo in formato elettronico, e capace di svolgere i tre ruoli di una moneta tradizionale (unità di conto, mezzo di pagamento e riserva di valore). Ad oggi, le valute digitali si possono dividere in tre gruppi: criptovalute, stablecoin e central bank digital currency (CBDC). Oltre al meccanismo di emissione, e quindi, gli emittenti, una differenza di particolare rilievo tra queste famiglie di valute digitali è il rispettivo grado di decentralizzazione. In particolare, le criptovalute si basano su *distributed-ledger technology* (DLT), ovvero sistemi per cui l'accuratezza delle transazioni è verificata da molteplici dispositivi in tutto il mondo (cd. rete di validazione), che vengono remunerati tramite l'emissione di nuova criptovaluta. Le CBDC sono valute digitali emesse dalle Banche Centrali equivalente al contante. Infine, le stablecoin sono valute digitali collateralizzate, tipicamente da liquidità e/o strumenti equivalenti in dollari. Le stablecoin sono a tutti gli effetti passività di un soggetto privato che ne regola e gestisce il funzionamento. Dunque, l'emissione di stablecoin è una forma di shadow banking.

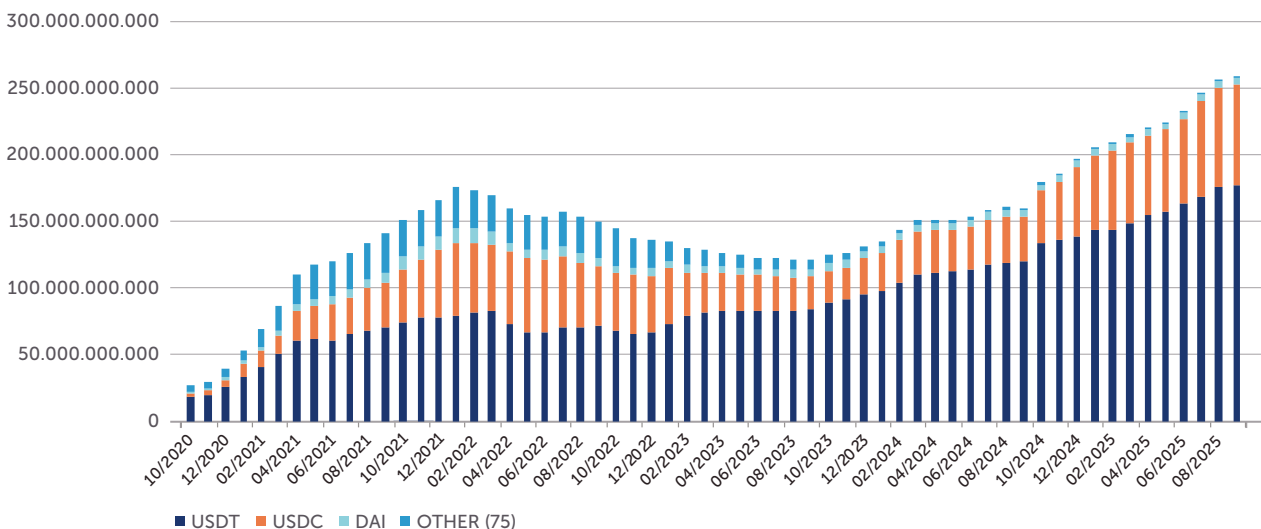
I principali vantaggi delle valute digitali sono: (i) aumento dell'inclusione finanziaria, specialmente nelle aree con un accesso limitato ai servizi bancari tradizionali (ii) efficientamento dei sistemi di pagamento, sia in termini di tempistiche che di costi; (iii) incremento della trasparenza e affidabilità delle transazioni. Su quest'ultimo punto, Europa e Stati Uniti hanno preso l'impegno di contrastare l'utilizzo delle valute digitali per fini illeciti, tra cui, in primis, evasione fiscale e riciclaggio, garantendo al tempo stesso la privacy degli utenti.

Ad oggi non è ancora emerso un consenso unanime su quale sia il miglior modo di promuovere la diffusione delle valute digitali e il loro utilizzo su larga scala²². A riguardo, la Banca Centrale Europea e quella Cinese stanno sviluppando le proprie CBDC, mentre negli Stati Uniti l'amministrazione Trump, con l'ordine esecutivo del 23 gennaio 2025 intitolato "Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology", ha proibito l'emissione e la circolazione di CBDC da parte della FED, promuovendo invece lo sviluppo di stablecoin ancorate al dollaro.

Stablecoin: dal "dollaro on-chain" al rischio sistemico

Le stablecoin sono valute digitali progettate per mantenere un valore stabile, solitamente ancorato a una valuta convenzionale come il dollaro statunitense, tramite riserve di asset denominati in quella valuta. La principale è Tether (USDT), nata nel 2014 per offrire una forma di moneta digitale priva della volatilità tipica del Bitcoin e con un valore costante rispetto al dollaro. In sintesi, ogni "tether-dollaro" in circolazione è collateralizzato da un dollaro US in cassa o strumenti equivalenti detenuti sul bilancio di Tether, la società privata che regola ed opera l'omonimo sistema di pagamento.

Figura 1 - Offerta totale di stablecoin attualmente sul mercato.



Fonte: Artemis. Rielaborazione Quaestio.

22 Come riportato su <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>

Al pari di Tether, la società americana Circle ha introdotto lo USDC, anch'esso pienamente collateralizzato in dollari US. La piattaforma Circle sta favorendo la nascita di protocolli di lending, trading e liquidità automatizzata, a tutti gli effetti alternativi ai servizi offerti dal sistema bancario tradizionale. Secondo i dati on-chain pubblicati da Artemis, la capitalizzazione complessiva delle stablecoin ha raggiunto circa 280 miliardi di dollari, in aumento del 40% rispetto all'anno precedente. Per dare un'idea, il dato equivale a circa l'1% del PIL americano. Il rapporto "Stablecoin 2030" di Citi (settembre 2025) stima che la capitalizzazione complessiva delle stablecoin potrebbe raggiungere tra 1.9 e 4 trilioni di dollari entro il 2030, generando potenzialmente oltre 200 trilioni di dollari di transazioni annue se la velocità di circolazione dovesse eguagliare quella delle monete tradizionali.

Tra i principali vantaggi delle stablecoin vi è la possibilità, per le multinazionali, di trasferire liquidità in tempo reale tra diverse filiali e mercati, anche se, al momento, il rischio legato a emittenti privati e alla compliance spinge molte aziende a preferire i deposit tokens²³ bancari, che coniugano velocità e programmabilità con la solidità e le tutele del sistema regolato. A riguardo, non mancano le applicazioni delle stablecoin ai mercati finanziari. Il loro utilizzo potrebbe migliorare in modo significativo il settlement delle transazioni. Esempi piuttosto evidenti sono pagamenti e clearing istantanei, oltre alla gestione real-time del collateral. Non a caso la CFTC²⁴ definisce il collateral management un'innovazione chiave per l'adozione istituzionale delle stablecoin.

Nei mercati emergenti le stablecoin non rappresentano un lusso ma una necessità: servono da protezione contro l'inflazione, garantiscono accesso al dollaro in economie con valute fragili e offrono inclusione finanziaria a comunità escluse dal sistema bancario tradizionale. Questa nuova dinamica evocata dalle stablecoin è paragonabile alla rapida espansione del mercato degli eurodollari negli anni '70, quando la domanda globale di dollari trovò sbocco fuori dagli Stati Uniti, con la differenza che oggi il processo è istantaneo e digitale. Un semplice wallet su smartphone permette a milioni di persone di detenere dollari digitali con facilità.

Tuttavia, dietro questa espansione si nasconde un rischio di natura profondamente sistemica, inasprito dalla forte concentrazione degli emittenti. Non bisogna dimenticare infatti che le stablecoin sono operate da soggetti privati, a cui spetta il compito di garantire la convertibilità immediata in una o più monete tradizionali. Con il diffondersi delle stablecoin, sorge lecito il dubbio di possibili crisi di fiducia oltre che di episodi di azzardo morale, soprattutto nei casi di collateralizzazione imperfetta. La storia recente offre già un avvertimento, con il collasso di Terra/Luna nel corso del 2022, una stablecoin che aveva circa 60 miliardi di capitalizzazione in dollari US. Se la dimensione fosse stata maggiore, avremmo potuto assistere ad effetti a catena, paragonabili ad una corsa agli sportelli, oltre che ad un effetto ricchezza, con conseguente impatto sull'attività economica. A riguardo, la ragione del collasso va ricercata nel meccanismo di garanzia, basato su un modello algoritmico di arbitraggio al posto del mantenimento di riserve a completa copertura delle stablecoin emesse.

L'attuale framework regolamentare introdotto dall'Amministrazione Trump con il GENIUS Act e lo STABLE Act potrebbe non essere sufficiente a prevenire eventi di "Too Big Too Fail" paragonabili a quelli del 2008. Tether, che oggi rappresenta oltre il 60% della capitalizzazione complessiva delle stablecoin, investe buona parte delle riserve in Treasury statunitensi e rappresenta un anello di congiunzione sempre più critico tra la finanza on-chain e il sistema monetario tradizionale. Un'eventuale crisi di fiducia potrebbe innescare un effetto domino simile a quello sperimentato nello shadow banking pre-2008, la cui implosione è stata l'unica vera causa di recessione endogena negli Stati Uniti dagli anni Ottanta ad oggi. Il lancio di PayPal USD e la volontà manifestata da Amazon e Walmart di introdurre monete proprietarie confermano la trasformazione delle stablecoin da strumento tecnologico di nicchia a infrastruttura di pagamento globale. La crescita delle stablecoin richiede una regolamentazione chiara ed una presa di posizione credibile sulla gestione delle crisi, con l'obiettivo di prevenire situazioni di azzardo morale.

Figura 2 - Benefici chiave di una moneta digitale.



²³ Sono rappresentazioni digitali di depositi bancari emesse da istituti regolamentati e garantiti. A differenza delle stablecoin, che sono emesse da soggetti privati e sostenute da riserve in titoli o cash equivalenti, i deposit tokens mantengono lo status legale e la sicurezza tipica del deposito bancario tradizionale.

²⁴ La CFTC è la Commodity Futures Trading Commission, ossia l'autorità federale statunitense che regola i mercati dei derivati (futures, opzioni e swap) e più in generale vigila sull'integrità, trasparenza e stabilità dei mercati delle materie prime e dei derivati finanziari.

Central Bank Digital Currencies: la risposta istituzionale alle stablecoin

Le central bank digital currency (CBDC) rappresentano la risposta istituzionale alle stablecoin. Le CBDC sono passività emesse dalle banche centrali, con lo stesso status del denaro contante, ma in forma puramente digitale. Al momento, la banca centrale cinese è quella più avanti nell'introduzione di una CBDC, l'e-CNY. La Banca Centrale Europea sta accelerando sul progetto *digital euro*, di cui si parla da diverso tempo, a fronte della spinta americana verso le stablecoin. Anche Hong Kong e gli Emirati Arabi, tramite le rispettive banche centrali, stanno sperimentato le proprie CBDC, l'e-HKD e l'e-Dirham. Uno dei principali vantaggi delle CBDC sarà quello di riscrivere i protocolli di cross-border trade financing, riducendo la dipendenza da infrastrutture come SWIFT.

Anche la diffusione delle CBDC potrebbe essere fonte di nuovi rischi sistemici. Qualora venissero adottate su larga scala, le CBDC potrebbero ridurre il ruolo delle banche come intermediari nella raccolta depositi, con impatti sul funding e sull'erogazione del credito. Per i grandi istituti bancari, la competizione non verrebbe solo da fintech o stablecoin, ma anche dalla Banca Centrale Europea. Occorre trovare una soluzione di equilibrio, che garantisca una transizione ordinata da un sistema finanziario eccessivamente operato da costi di transazione e regolamentazione cross-border, ad uno più efficiente ma potenzialmente troppo dirompente.

Convergenza e polarizzazione: implicazioni per le asset class

Stati Uniti e resto del mondo sembrano aver preso rotte differenti in materia di valute digitali. I primi stanno promuovendo le stablecoin e, indirettamente, un minor coinvolgimento della FED, mentre gli altri CBDC e conseguente potenziamento del ruolo svolto dalle banche centrali. In ogni caso, resta valida la convergenza verso un sistema di pagamenti fondato su monete tradizionali e valute digitali, che a prescindere dalla sua implementazione comporterà benefici ma anche rischi. In particolare, se volessimo riassumere le nostre considerazioni, le opportunità delle stablecoin presentano un rischio per il bilancio pubblico, nella misura in cui il fallimento di un grande emittente potrebbe richiederne il salvataggio a carico degli stati, mentre quelle fornite dalle CBDC comportano un rischio per il sistema bancario tradizionale, per via della potenziale concorrenza. In quest'ottica, le diverse rotte intraprese da Stati Uniti e resto del mondo sono specchio di un'impostazione politica molto diversa, che difficilmente andrà a risolversi nel breve periodo.

Da queste considerazioni, seppur di carattere generale, si possono trarre alcune conclusioni di massima per le principali asset class. Partendo dalla liquidità, non c'è una ragione particolare per detenere digital asset se

non prendere esposizione ad un puro rischio cambio, oppure, nel caso delle stablecoin, disporre di una fonte alternativa di pagamento. Allo stato attuale, la maggior parte dei portafogli istituzionali è soggetta a limitazioni regolamentari per cui la detenzione diretta di valute digitali non è consentita.

Venendo alle asset class tradizionali, qualche rischio per la redditività del sistema bancario tradizionale vi è anche negli Stati Uniti, anche se di minor impatto. Gli emittenti "fintech" di stablecoin potrebbero assumere un ruolo del tutto paragonabile a quello delle banche, ma nulla toglie che quest'ultime possano anch'esse diventare emittenti di uno o più stablecoin. A riguardo, le società tecnologiche potrebbero fare il loro ingresso nel settore finanziario, grazie a minori barriere all'ingresso e un miglior know-how informatico. In ogni caso, ci aspettiamo che qualsiasi emittente di stablecoin sia soggetto ad una regolamentazione finanziaria minima e di pari rango a quella a cui sono soggetti gli istituti finanziari tradizionali. Questo dovrebbe assicurare una concorrenza più "fair" tra "incumbents" ed "entrants", e facilitare l'attività di monitoraggio da parte della FED.

Guardando al contesto europeo, l'introduzione delle CBDC potrebbe rappresentare un nuovo fattore di concorrenza per il sistema bancario tradizionale. Allo stato attuale, le banche europee hanno il tempo e l'opportunità di implementare una serie di innovazioni per mantenere le proprie quote di mercato in un mondo sempre più digitalizzato. Tuttavia, l'inazione di fronte a questo fenomeno potrebbe portare ad un impatto significativo sulla redditività futura.

A livello globale, le società più a rischio sono quelle attive nei servizi di pagamento, che vedrebbero i propri volumi e margini ridursi in favore di soluzioni più efficienti ed economiche.

Per quanto riguarda il mercato fixed income, la diffusione delle stablecoin, che utilizzano come collaterale titoli governativi a breve, potrebbe avere effetti tangibili sulla struttura per scadenze dei tassi d'interesse.

Fonti:

<https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>

<https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/dollar-backed-stablecoins-international-standards/>

<https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/central-bank-digital-currencies-versus-stablecoins-divergent-eu-and-us-perspectives/>

<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/strengthening-american-leadership-in-digital-financial-technology/>

https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0377221724008932?utm_

<https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/09/Picture-this-The-ascent-of-CBDCs>

<https://coinlaw.io/cbdc-statistics/>

<https://business.cornell.edu/article/2025/04/stablecoins-importance-in-emerging-markets/>

<https://www.forbes.com/sites/digital-assets/article/stable-coins-vs-cbdcs/>

La madre di tutte le sfide: una nuova struttura demografica globale

Nei prossimi anni, l'invecchiamento della popolazione rappresenterà la "madre di tutte le sfide" per la politica economica, i mercati finanziari e gli investitori.

L'incremento dell'aspettativa di vita media, combinato al calo dei tassi di natalità, sta trasformando la struttura demografica globale, determinandone un progressivo invecchiamento e una riduzione della fascia di popolazione in età lavorativa, in particolare nei Paesi sviluppati e in Cina.

Secondo le Nazioni Unite²⁵, questa tendenza proseguirà nei prossimi vent'anni seguendo due *driver* distinti: denatalità e maggiore longevità. La combinazione fra questi due fattori dà luogo a dinamiche differenziate che influenzano in maniera eterogenea i mercati interessati, con una particolare dicotomia fra i mercati avanzati e quelli emergenti.

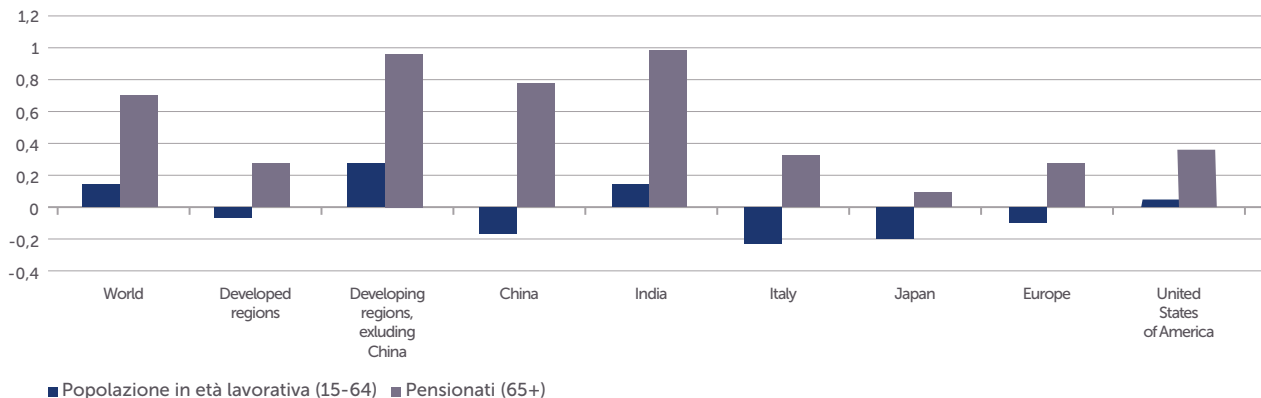
Da una parte si trovano le economie avanzate che affrontano un rapido invecchiamento²⁶ della popolazione e una contrazione della forza lavoro (come Europa o Giappone); dal lato opposto si trovano i paesi in via di sviluppo che non sono riusciti a decollare economicamente, dove la crescita demografica si traduce sistematicamente in elevata disoccupazione per carenza di opportunità economiche, mentre aumenta anche la

proporzione di anziani. Nei primi la popolazione attiva (i.e. insieme di persone che esercitano o cercano attivamente un'attività lavorativa per produrre beni e servizi e che quindi costituiscono l'offerta di lavoro di un Paese) diminuisce costantemente spinta dalle due forze di denatalità e longevità che si rafforzano a vicenda come onde in uno stagno, generando un inesorabile incremento nell'età media delle popolazioni sviluppate. L'effetto diretto di questa trasformazione è visibile da tempo nei bilanci pubblici: i sistemi di *welfare*, in particolare quelli pensionistici e sanitari, sono sottoposti a una pressione crescente. All'abbondanza di risorse finanziarie accumulata dalle precedenti generazioni si contrappone una crescente scarsità di capitale umano giovane e qualificato²⁷.

Fra questi due estremi si situano due casistiche intermedie, che sono anche quelle più rilevanti sia in senso economico sia in termini di popolazione complessiva: da un lato, i paesi dove la popolazione non è ancora arrivata a contrarsi, ma dove il "turning point demografico"²⁸ è già avvenuto e il fenomeno dell'invecchiamento procede a velocità accelerata (fra questi, Cina e Stati Uniti); e dall'altro i paesi che, sebbene non immuni dall'aumento dell'età media, beneficiano ancora di un aumento della popolazione complessiva, e potrebbero riuscire a coniugare una crescita positiva della popolazione con una crescita economica elevata.

Questa scala di grigi è chiave per introdurre il concetto che, anche se l'invecchiamento è un fenomeno globale, la sua velocità e i suoi effetti sociali ed economici varieranno significativamente in diversi contesti.

Figura 1 - Cambiamento atteso della popolazione nei prossimi 20 anni.



Fonte: United Nations Data. Variazione percentuale della popolazione in età lavorativa (15-64 anni) e in pensione (over 65) fra il 2024 e il 2044.

25 United Nations Data portal

26 Per invecchiamento si intende un aumento dell'età mediana e l'aumento dell'incidenza delle coorti di età più anziane.

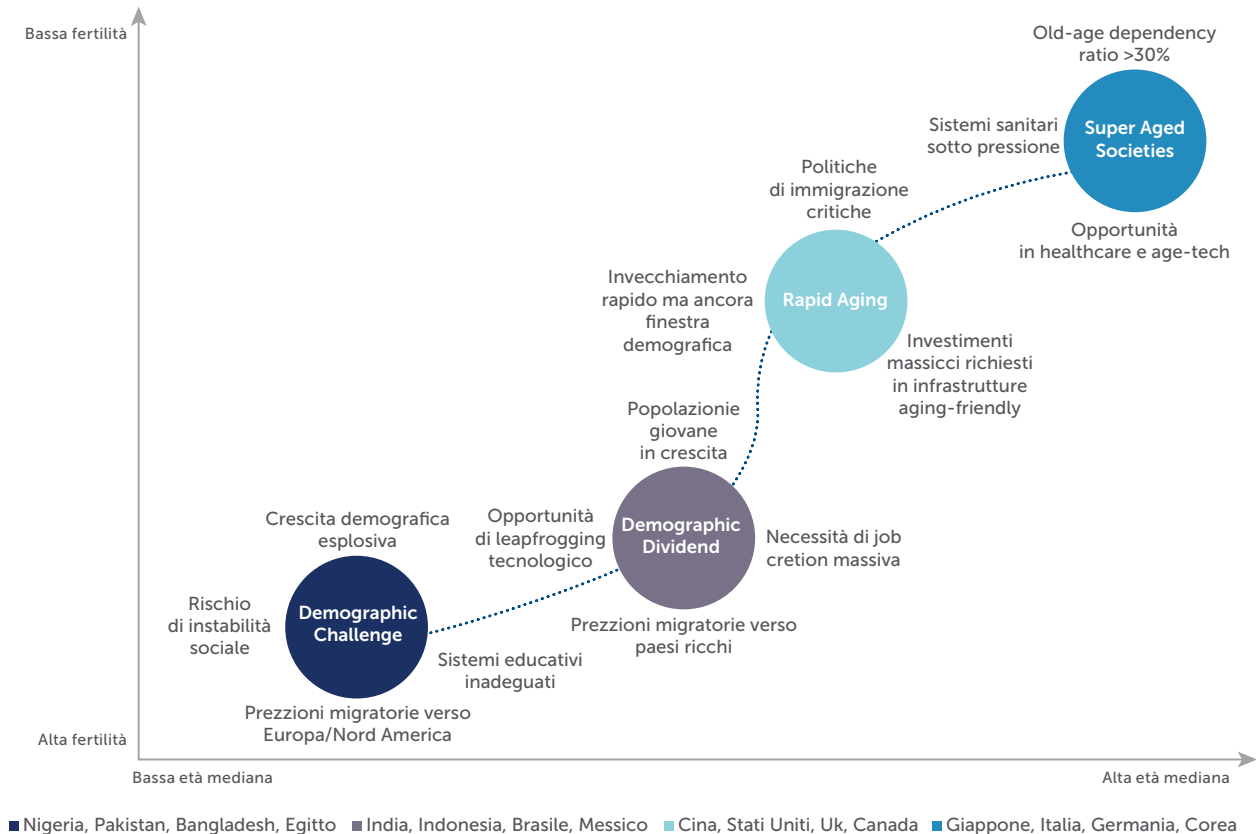
27 PWC (2024), "Five global shifts reshaping the world we live in".

28 Secondo la definizione IMF, un turning point demografico è marcato dal momento nel quale la quota della popolazione in età lavorativa (15-64 anni) comincia a ridursi.

Sfide e opportunità

Possiamo quindi suddividere i paesi mondiali in quattro macro-gruppi utilizzando come criterio il loro profilo demografico definito in base all'età mediana e al tasso di natalità²⁹.

Figura 2 - I quattro macro-gruppi di paesi per profilo demografico e le principali caratteristiche.



Fonte: PWC, rielaborazione Quaestio.

Le *Super Aged Societies* (Europa, Giappone e Corea) presentano popolazioni molto anziane, con un'età mediana superiore ai 44 anni e un *dependency ratio*³⁰ superiore al 30%. In questi Paesi la popolazione ha iniziato a diminuire e i sistemi pensionistici sono sotto pressione, ma allo stesso tempo si aprono ampie opportunità nei settori della sanità e delle tecnologie per la longevità. I paesi in *Rapid Aging* (tra cui Stati Uniti, Regno Unito e Canada) hanno un'età mediana compresa tra 37 e 40 anni; motivo per cui, per sostenere la forza lavoro necessaria a soddisfare i bisogni del nuovo campione di popolazione, saranno determinanti le politiche migratorie, la capacità di attrarre forza lavoro e gli investimenti in infrastrutture adeguate a una popolazione in rapido invecchiamento. I paesi *Demographic Dividend* (India, Indonesia, Brasile e Messico) presentano un'età mediana compresa tra 28 e 33 anni, con popolazioni in crescita che rappresentano il cuore del cosiddetto dividendo demografico: la sfida principale sarà

creare occupazione su larga scala, mentre il potenziale risiede nello sviluppo di nuove tecnologie e la crescita di economie *knowledge-based*. Infine, i paesi in *Demographic Challenge* (come Nigeria, Pakistan, Bangladesh ed Egitto) hanno un'età mediana compresa tra 18 e 27 anni e una crescita esplosiva accompagnata però da fragilità strutturali nei sistemi educativi e nei mercati del lavoro, con rischi elevati di instabilità sociale e pressioni migratorie verso Europa e Nord America.

Impatto sull'economia

Offerta di lavoro e crescita economica

A parità di altre condizioni, se l'invecchiamento della popolazione va in parallelo a un rallentamento della popolazione in età lavorativa, siamo tentati di prevedere una riduzione della dimensione dell'economia

²⁹ PWC (2024), "Megatrends, Five global shifts reshaping the world we live in".

³⁰ Il *dependency ratio* è un indicatore demografico che misura il peso della popolazione "non attiva" su quella in età lavorativa.

e della crescita.³¹ Questa conclusione è però semplificata. La storia economica ci insegna che il *driver* fondamentale nella crescita non è stata la popolazione, ma la produttività. Non è escluso che, qualora questo cambiamento avvenisse in maniera graduale, gli effetti negativi potrebbero essere parzialmente compensati da un aumento della produttività sostenuto dall'avanzamento tecnologico. Una società con meno lavoratori potrà rimanere competitiva e generare ricchezza tramite un ammontare crescente di capitale. Le società che invecchiano ma riescono ad attrarre investimenti potranno sostenere livelli di produzione e reddito maggiori, a patto che riescano a trovare meccanismi di partecipazione efficaci.

Risparmio e investimenti

L'incremento nelle aspettative di vita dovrebbe influenzare la propensione al risparmio privato, spinto da una diluizione nei consumi con l'allungarsi delle aspettative di vita. Secondo la teoria economica classica, una maggiore disponibilità di risparmio si traduce in un incremento degli investimenti, con conseguente pressione al ribasso sui tassi d'interesse. Questo effetto è visibile nelle dinamiche degli anni recenti sui mercati finanziari.

Consumi

L'impatto dell'invecchiamento sui consumi è oggetto di studio. Ovviamente, se il declino demografico porta a una contrazione economica, abbiamo un calo di consumi. Se invece ci concentriamo solo sul fenomeno dell'aumento dell'età mediana, le implicazioni non sono univoche. La nuova composizione della popolazione ridisegna infatti la domanda di beni e servizi: da un lato emergono aree di crescita come la sanità, l'assistenza domiciliare e la *long-term care*, le ristrutturazioni immobiliari, i servizi finanziari dedicati ai *senior* e i consumi domestici a scapito della ristorazione esterna; dall'altro, alcuni settori rischiano di subire un ridimensionamento strutturale, come l'educazione tradizionale, i servizi legati alla formazione familiare, i beni di consumo giovanili e le nuove costruzioni residenziali.

Inflazione: più bassa, ma più volatile

Il Giappone rappresenta un laboratorio per capire le legame tra demografia e inflazione. È il paese che ha sperimentato i fenomeni di invecchiamento e contrazione demografica più precoci e rapidi³², dove quasi il 30% della popolazione ha più di 65 anni³³, livello che l'Italia raggiungerà forse nel 2050. In parallelo, sempre a partire dagli anni '90, ha visto un calo strutturale e persistente nell'inflazione, nonostante ripetute dosi di espansione monetaria. Ciò ha portato ad ipotizzare un legame fra demografia e bassa inflazione, di non facile interpretazione. In modo abbastanza concorde, gli studi suggeriscono che il declino demografico agisca al ribasso sui prezzi e che l'aumento dell'età mediana riduca l'efficacia della politica monetaria³⁴: si ha quindi stagnazione e deflazione. Ma qual è l'impatto dell'invecchiamento sull'inflazione, al netto del calo della popolazione? Dopo decenni di invecchiamento e calo demografico, il Giappone si trova oggi molto più esposto agli *shock* esterni: la crisi energetica del 2022 e le successive tensioni sul mercato delle materie prime alimentari hanno causato una fiammata inflattiva "esogena" ancora in corso. Contrariamente a quanto avvenuto negli altri paesi, l'ondata inflattiva non si è normalizzata a partire dal 2024, ma ha mostrato dinamiche persistenti, con incrementi dei salari che si stanno consolidando e propagando ai prezzi finali³⁵.

La scarsità di manodopera ha rafforzato la dinamica salariale e le aziende, per preservare i margini, hanno iniziato a trasferire i maggiori costi sui consumatori; i lavoratori hanno quindi rinnovato le richieste di aumenti salariali, con le retribuzioni che mostrano ancora una dinamica di crescita vigorosa. Si sono verificati quindi i "*second-round-effects*" tanto temuti dalle banche centrali. La conseguenza è stata una maggiore volatilità dell'inflazione, che si sta traducendo in un aumento del *risk premium* richiesto dagli investitori.

Questi risultati sono confermati da un'analisi targata IMF³⁶: la crescita demografica è associata ad un'inflazione più alta (e viceversa), mentre l'invecchiamento aumenta la volatilità dei prezzi e indebolisce gli strumenti monetari per gestirla. In futuro, i paesi con demografia ancora positiva vedranno un'inflazione in moderazione; i paesi più anziani, invece, rischiano stagnazione e deflazione intervallata da episodiche fiammate inflattive.

31 IMF (2025), "The rise of silver economy"³² International Monetary Fund (2020), "Japan: Demographic Shift Opens Door to Reforms"

32 International Monetary Fund (2020), "Japan: Demographic Shift Opens Door to Reforms"

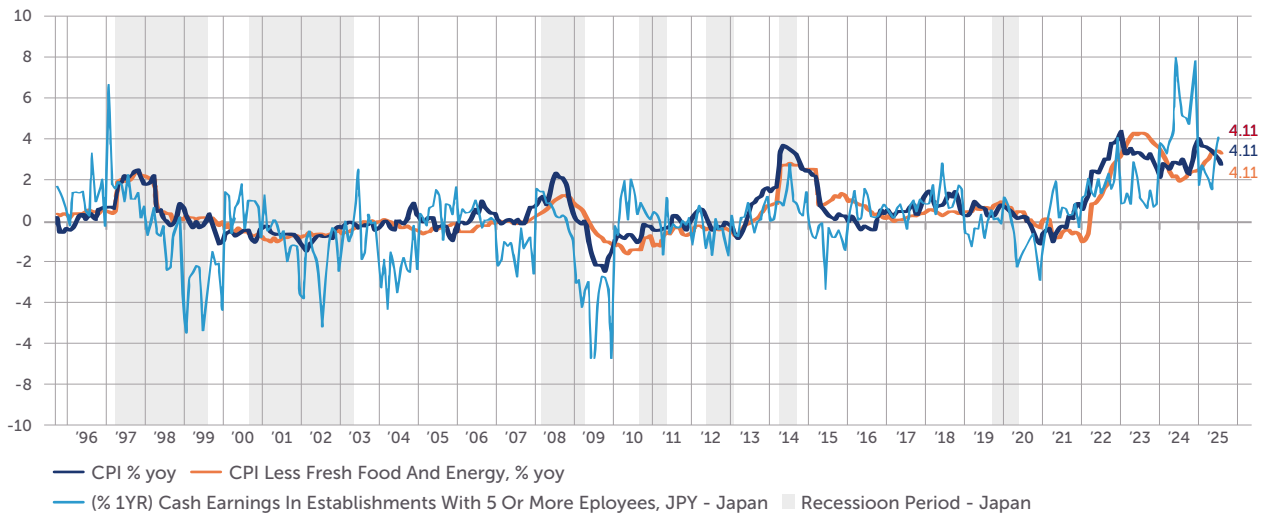
33 European Parliament (2020), "Japan's ageing society".

34 Tomoki I., "Demographic Effects on Prices: Is Aging Deflationary?", Policy Research Institute, Ministry of Finance Japan, Discussion Paper No. 15A-06, 2015.

35 NOGUCHI A., BOJ Member of the Policy Board (2025), "Economic Activity, Prices, and Monetary Policy in Japan", meeting with Local Leaders in Miyazaki.

36 Baksa D., Munkacs Z. IMF (2019), "More Gray, More Volatile? Aging and (Optimal) Monetary Policy".

Figura 3 - Giappone: variazione% annuale nell'indice dei prezzi al consumo (linea blu), nei prezzi al consumo depurati da alimentari ed energia (grigio) e variazione% annuale nelle retribuzioni per le aziende con almeno 5 dipendenti.



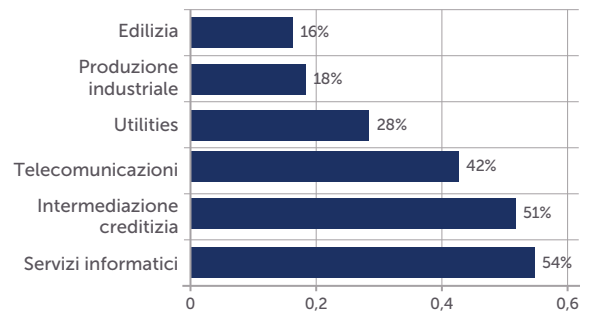
Fonte: Factset.

Mercato del lavoro

Il cambiamento demografico accentua anche le trasformazioni sul mercato del lavoro generando alcune tensioni.

Ci aspettiamo una maggiore scarsità di manodopera nei settori in cui l'automazione trova dei limiti concreti: i settori più a rischio saranno le costruzioni, dove il ricambio generazionale è limitato e reso più difficile dall'orientamento dei giovani verso l'educazione universitaria, i servizi legati all'assistenza sanitaria e agli anziani, la cui domanda cresce in modo esponenziale, e in seconda battuta alcune produzioni industriali e manifatturiere, oltre alla difesa e sicurezza. Le conseguenze spaziano dalla difficoltà di erogare servizi essenziali, con conseguenti rischi di tipo politico/sociale, a pressioni in aumento sul costo del lavoro e quindi sul costo dei servizi (vedi il caso del Giappone descritto sopra).

Figura 4- Percentuale di mansioni per cui l'AI potrebbe dimezzare il tempo necessario all'esecuzione.



Fonte: Eloundou T., Manning S., Mishkin P., Rock D. (2023), "GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models". I dati fanno riferimento ai settori "Other information services", "Credit Intermediation and Related Activities", "Telecommunications", "Primary metals manufacturing", "Heavy and Civil Engineering Construction" citati nell'Appendice C dello studio.

Sistemi sanitario e previdenziale

In una popolazione vecchia, il numero di beneficiari dei sistemi pensionistici pubblici aumenta mentre la base contributiva si restringe, rendendo sempre più probabile un'evoluzione verso modelli misti o a capitalizzazione, con conseguenti flussi significativi verso l'asset management. Nei paesi in cui si osserva un aumento sia della popolazione in età lavorativa che della popolazione anziana, al contrario, permane la difficoltà di costruire sistemi pensionistici solidi, aggravata dall'emigrazione dei talenti e da una base fiscale debole. Se questa dinamica prosegue, i sistemi previdenziali entreranno inevitabilmente in sofferenza fino a diventare insostenibili, costringendo a una riduzione delle pensioni o a un aumento della tassazione. In entrambi i casi l'impatto sarebbe quello di una contrazione significativa dell'economia, con effetti deflattivi. Un esempio di queste tendenze può essere trovato nella riforma del sistema pensionistico effettuata dalla Grecia nel 2022, che è passata per tutti i nuovi entranti nel mercato del lavoro a un sistema contributivo, che si distingue da un modello a capitalizzazione per alcuni elementi (garanzia pubblica sui contributi versati e gestione degli attivi in mano a un ente pubblico) che in futuro potrebbero anch'essi entrare in crisi³⁷. Questo comporta notevoli opportunità per i *players* del mercato finanziario e assicurativo³⁸.

Anche la spesa sanitaria, naturalmente concentrata sulla popolazione *senior*, continuerà a confrontarsi con il dilemma tra aumento delle prestazioni richieste e carenze di fondi e manodopera. Ci attendiamo quindi una progressiva riduzione dell'intervento pubblico in questo settore e l'emergere di opportunità per i *players* che sfruttano tecnologie in grado di portare automazione ed efficienza in ambito medico/sanitario.

Impatto sul settore bancario

Gli anziani, generalmente più ricchi e conservatori nelle scelte finanziarie, richiedono meno prestiti e sono meno inclini agli investimenti più rischiosi. Questo potrebbe generare una contrazione del *core business* creditizio delle banche e un eccesso di depositi, rendendo necessaria una ricalibrazione del loro *framework* operativo attraverso la ricerca di nuove fonti di rendimento (es. fondi di *private debt*, piattaforme *fintech* e soluzioni di *wealth management*) con la conseguente introduzione di nuovi *tail risks*³⁹. La riduzione strutturale del *business* tradizionale potrà

quindi determinare un'ulteriore evoluzione dei servizi bancari verso il *wealth management* e i servizi digitali, dove però la concorrenza di nuovi operatori "*capital-light*" potrebbe essere temibile.

Un potenziale "silver lining"

Pur riconoscendo le sfide poste dall'invecchiamento della popolazione, vanno considerati anche i suoi aspetti positivi. L'aspettativa di vita (specialmente in buona salute) è aumentata, e gli *over-70* mantengono oggi capacità fisiche e cognitive paragonabili a quelle dei cinquantenni di vent'anni fa⁴⁰. Questo "invecchiamento sano" riduce i costi sanitari, favorisce una maggiore partecipazione al lavoro (+20%), più ore di lavoro a settimana (+6 ore medie) e salari più alti (+30%), attenuando parte della pressione sui sistemi previdenziali.

Secondo l'IMF, tali effetti possono ridurre di un terzo il rallentamento della crescita globale atteso nei prossimi decenni, pur con forti differenze tra paesi. Le politiche più efficaci includono:

1. Prolungamento della vita lavorativa (incentivi, flessibilità, età pensionabile più alta, maggiore capitalizzazione dei sistemi);
2. Migrazione selettiva per colmare carenze di competenze;
3. Incentivi alla natalità, la leva più decisiva per la crescita di lungo periodo;
4. Aumento della produttività tramite automazione e IA, accompagnato da meccanismi di redistribuzione dei profitti tecnologici per sostenere la previdenza.

Impatto sulle principali asset class

Azioni

La riduzione della popolazione attiva nelle *Super Aged Societies* e nelle economie in *Rapid Aging* potrebbe comprimere margini e utili, data la storica correlazione positiva tra crescita della forza lavoro e multipli *Price-to-Earnings*⁴¹. Tuttavia, emergono ampie opportunità settoriali:

- Nel settore sanitario, la spesa in aumento sostiene la domanda di cure per patologie croniche, *precision medicine*, terapie *anti-aging* e tecnologie di efficienza come telemedicina e AI diagnostica. Anche il settore immobiliare e le infrastrutture si trasformano: preva-

37 Altiparmakov N. (2022), "The 2022 Greek Pension Reform rebirth of carve-out privatization in eastern europe". Zhou Q. (2024); "China Expands Private Pension Scheme Nationwide Following Two-Year Pilot Program".

38 Credit Suisse, "Global Wealth Report" (2023); US Federal Reserve, "Survey of Consumer Finances".

39 Imam P. Schmieder C. Schmieder - IMF (2024), "Population Aging: A Threat to Bank Stability?". Lo studio analizza l'impatto dell'invecchiamento demografico sulla stabilità bancaria nel periodo 2000-2022, evidenziando come il progressivo aumento della quota di popolazione anziana possa alterare il mix di domanda di servizi finanziari e modificando i flussi di deposito, con possibili implicazioni sulla stabilità del settore e sulla necessità di nuovi modelli di business.

40 IMF (2025), "The rise of the silver economy: global implications of population aging".

41 Geanakoplos J., Magill M., Quinzii M. (2004), "Demography and the Long-Run Predictability of the Stock Market". Lo studio analizza l'impatto della struttura demografica statunitense sul mercato azionario negli ultimi 100 anni, mostrando come le variazioni nella popolazione in età lavorativa influenzino il Price-to-Earnings.

le la ristrutturazione rispetto alle nuove costruzioni, cresce il mercato del *senior housing*, e nel *real estate* commerciale si diffondono spazi *senior-friendly* e *medical real estate*;

- La tecnologia rappresenta una risposta alla carenza di forza lavoro: automazione, robotica e intelligenza artificiale potenziano la produttività, mentre *l'Age-Tech* (*digital health, mobility e cognitive assistance*) diventa un mercato in forte espansione;
- Nei servizi finanziari, l'invecchiamento stimola la domanda di pensioni private, prodotti previdenziali e assicurazioni legate alla longevità.

Al contrario, nei paesi con *Demographic Dividend* o *Demographic Challenge*, la demografia favorevole produce crescita solo se accompagnata da investimenti in istruzione, salute e lavoro. L'India emerge come caso virtuoso grazie a riforme strutturali e forte domanda interna⁴².

Obbligazioni e Term Premium

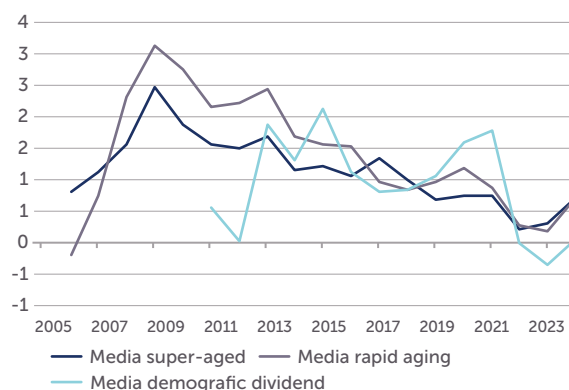
Come evidenziato in uno studio dell'IMF⁴³, la contrazione demografica tende a deprimere la crescita creando pressioni al ribasso sull'inflazione e, di conseguenza, sui tassi d'interesse, agendo in tandem con alcune dinamiche legate all'invecchiamento come la domanda di titoli per investimento. Se guardiamo alle curve dei rendimenti obbligazionari dei principali paesi, gli ultimi 20 anni hanno visto una riduzione generalizzata del *term-premium*⁴⁴, che dovrebbe incorporare le attese di crescita e inflazione.

Vi sono però evidenze statistiche di correlazione positiva fra *old dependency ratio* e volatilità dell'inflazione. Nei paesi in *Rapid Aging* o nelle *Super Aged Societies*, la riduzione della popolazione attiva limita la capacità di spesa e di investimento, rendendo la domanda aggregata meno sensibile alle variazioni dei tassi di interesse e alle decisioni di politica monetaria. Questo fenomeno si traduce in una maggiore volatilità dell'inflazione, come recentemente visto in Giappone. L'invecchiamento potrebbe quindi rendere più complesso il compito delle banche centrali: l'efficacia dei tradizionali strumenti di politica monetaria nell'influenzare l'economia reale si ridurrebbe, portando gli investitori a richiedere un premio più elevato (*term premium*) per detenere obbligazioni a lungo termine, al fine di compensare l'incertezza sulla traiettoria futura dei tassi e dell'inflazione. La maggiore volatilità dei tassi e dei premi al rischio non riguarda solo i titoli governativi, ma influenza anche l'intero mercato del reddito fisso e i *credit spread*, che tendono ad allargarsi in periodi di incertezza.

Nei paesi in *Demographic Challenge* e *Demographic Dividend*, la crescita della popolazione in età lavorativa dovrebbe invece sostenere prospettive di sviluppo

più robuste e a ridurre l'incertezza macroeconomica di lungo periodo, esercitando pressioni al ribasso sui *term premium*. In questo contesto, l'espansione della forza lavoro alimenta le aspettative di crescita, mentre lo sviluppo dei mercati finanziari interni favorisce una più ampia diversificazione del rischio e un maggiore assorbimento della domanda di capitale. Allo stesso tempo, l'esigenza di investimenti in infrastrutture, *housing* e capitale produttivo per sostenere la potenziale crescita produttiva potrebbe mantenere elevata la domanda di credito, stabilizzando la curva dei rendimenti e contenendo i premi richiesti dagli investitori per detenere obbligazioni a lungo termine.

Figura 5 - "Term premium", differenza di rendimento 20-2 anni.



Fonte: Elaborazione Quaestio. Term premium (differenza fra rendimento nominale sul titolo a 30 anni e rendimento a 2 anni) per gruppo di paesi. I paesi "super-aged" sono Giappone, Svezia, Germania, Korea. I paesi "rapid aging" sono USA e UK. I paesi "demographic dividend" sono India, Indonesia, Brasile, Messico

Valute

Nei paesi *Super Aged* o in *Rapid Aging*, la contrazione della forza lavoro e la stagnazione della crescita dovrebbero accompagnarsi a tassi reali depressi o negativi, fattori che sono generalmente associati a debolezza del cambio. Se consideriamo il lungo termine, queste valute potrebbero quindi deprezzarsi, in assenza di altri fattori che possano sostenere flussi di capitali esteri quali ad esempio un significativo surplus commerciale.

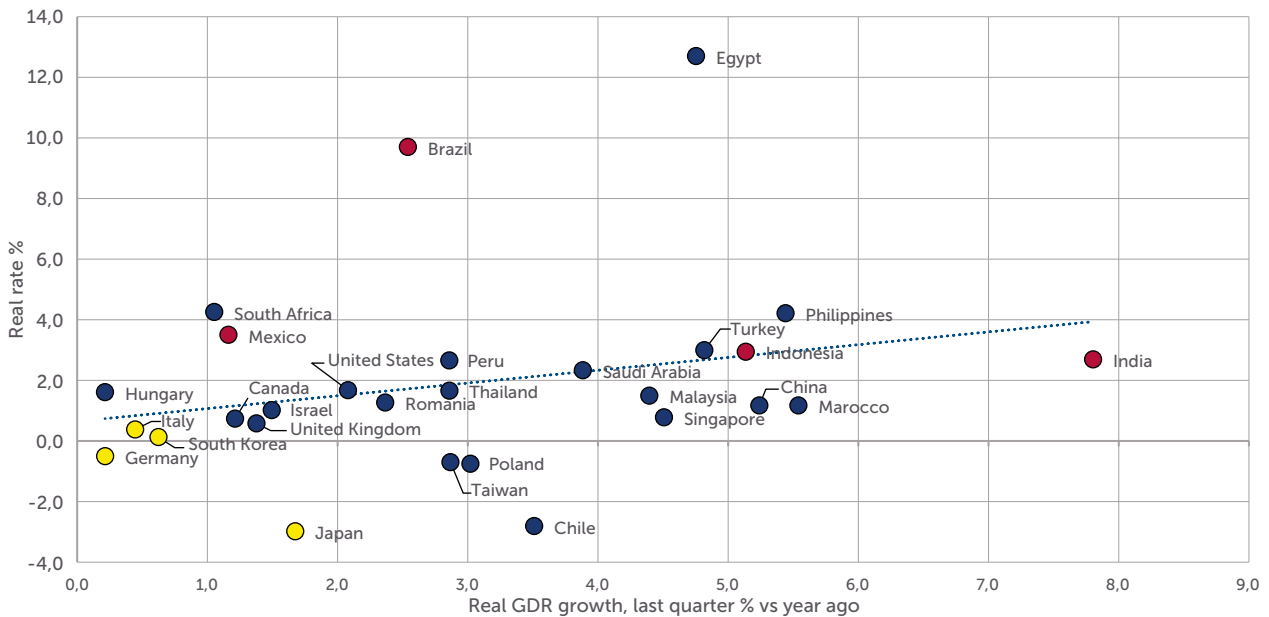
Nei paesi in *Demographic Dividend* & *Demographic Challenge*, per contro, le dinamiche demografiche positive e la maggiore crescita attesa dovrebbero sostenere tassi di crescita reale più robusti, maggiore vivacità nell'inflazione e tassi d'interesse reali positivi, fattori associabili a una tendenza alla rivalutazione del cambio. Questo va mitigato osservando che questi paesi spesso vedono altri tipi di fragilità strutturali, come l'instabilità politica, oppure utilizzano la svalutazione competitiva della valuta come politica economica aggressiva.

42 UNFPA (2017), "Modelling the Demographic Dividend: A Review of Methodologies".

43 Baksa & Munkacsy (2019), "More Gray, More Volatile? Aging and (Optimal) Monetary Policy".

44 Definito come differenza fra il rendimento a scadenza del titolo a 30 anni rispetto a quello a 2 anni.

Figura 6 - Crescita reale del PIL e tasso d'interesse reale (tasso a breve termine - inflazione).



Fonte: Factset.

Se tracciamo una semplice relazione fra crescita reale e tasso reale, due importanti variabili indicative dell'attrattività della valuta di un paese, vediamo che i paesi del gruppo *Demographic dividend* tendono ad esibire tassi di crescita superiori e tassi reali superiori alla media; questo è vero per Brasile, Messico e Indonesia, e argomenta in favore di investimenti in questi paesi mantenendo il rischio di cambio aperto come ulteriore leva di rendimento. L'India, che spicca per la crescita economica reale, evidenzia un tasso reale più basso di quanto atteso in base alla crescita e, non a caso, la sua valuta si trova su un costante sentiero di deprezzamento. Le valute dei paesi *Super Aged* non offrono tassi reali interessanti o elevate attese di crescita; per esse la forza relativa dipenderà dalla capacità di attrarre flussi finanziari e dalla relativa stabilità istituzionale.

Materie Prime

La riduzione della popolazione in età lavorativa nei paesi in *Rapid Aging* e nelle *Super Aged Societies* comporta una minore necessità di investimento in capitale fisico, con conseguente calo della domanda di materie prime cicliche, come energia e metalli industriali, in quanto l'intensità produttiva potrebbe diminuire se non compensata da un aumento della produttività tramite l'intelligenza artificiale.

D'altra parte, l'invecchiamento della popolazione potrebbe generare un aumento del consumo energetico domestico pro capite poiché gli anziani trascorrono più tempo in casa, contribuendo a mitigare o cancellare l'effetto sui consumi totali del calo demografico o produttivo. In Cina, uno studio condotto su dati dal 1992 al 2015 dimostra che gli anziani e le generazioni più giovani tendono a essere consumatori "ad alta intensità energetica". Si stima che, entro il 2050, la quota di consumo derivante dalla popolazione anziana salirà a circa il 17-26% del consumo energetico totale nel settore residenziale cinese⁴⁵.

L'invecchiamento potrebbe inoltre rafforzare la domanda di oro come asset difensivo. Le generazioni più anziane, avendo sperimentato inflazione e crisi economiche, tendono a prediligere l'oro come strumento di protezione patrimoniale.

Nei paesi *Demographic Dividend* e *Demographic Challenge*, la dinamica è invece differente. Se questi paesi riuscissero a mettere in atto investimenti in capitale fisico e umano per sfruttare il potenziale derivante dal dividendo demografico, questo potrebbe rafforzare la domanda di metalli industriali, energia e materiali da costruzione⁴⁶.

45 Han X., Wei C., Cao G-Y (2022); "Aging, generational shifts, and energy consumption in urban China".

46 UNFPA (2017), "Modelling the Demographic Dividend: A Review of Methodologies".





Chi Siamo

Quaestio Capital SGR S.p.A. è una SGR italiana indipendente italiana che ha l'obiettivo di investire per i propri clienti coniugando capacità di ricerca ed esperienza diretta sui mercati.

Quaestio offre ai propri clienti un ampio spettro di **servizi e di prodotti gestiti** che trovano come fondamento una **piattaforma innovativa multi asset e multi manager** che consente il monitoraggio in tempo reale di tutti gli investimenti e dei rischi finanziari in portafoglio.

Grazie alle sue competenze, Quaestio è in grado di offrire **soluzioni su misura diversificate e all'avanguardia**.

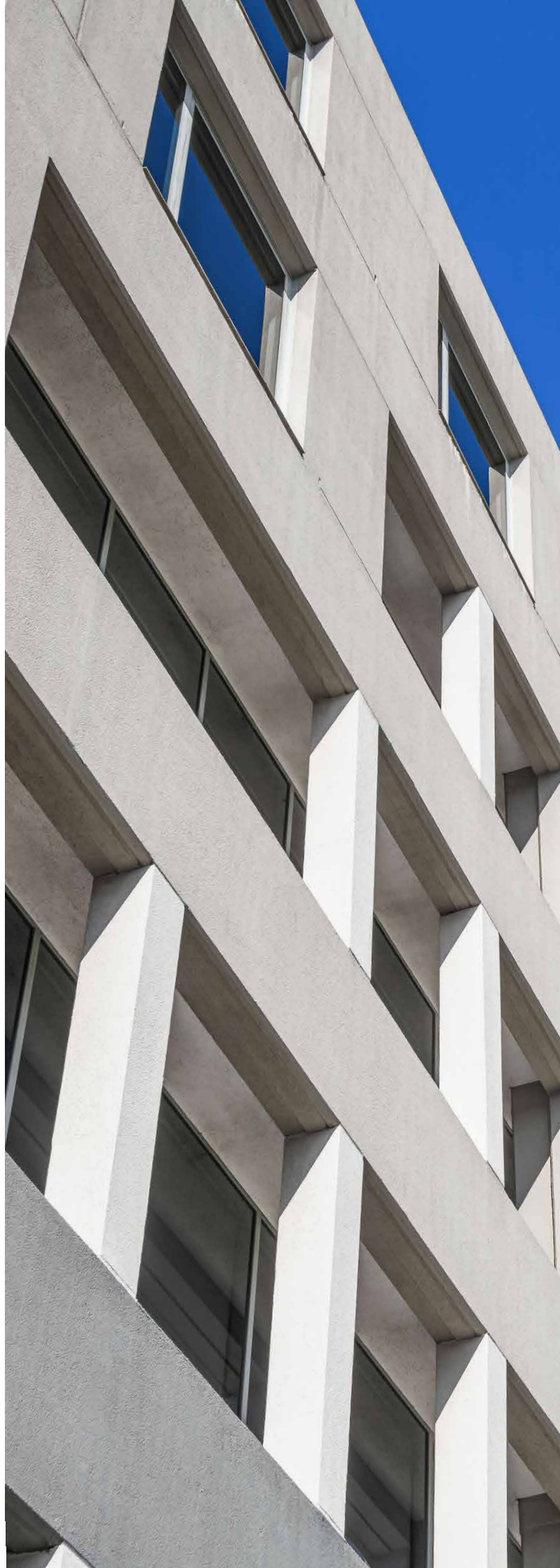
IMPORTANTI AVVERTENZE LEGALI

Materiale di Marketing.

Le informazioni contenute in questo documento sono a scopo esclusivamente informativo, di natura non pubblicitaria né promozionale. Il messaggio riflette il punto di vista di Quaestio Capital SGR S.p.A. ed è soggetto a eventuali modifiche. Non costituisce consulenza in materia di investimenti, sollecitazione al risparmio o collocamento di strumenti finanziari.

Le precedenti opinioni contengono dichiarazioni previsionali relative agli obiettivi, alle opportunità e alla performance futura dei mercati in generale. Le dichiarazioni previsionali possono essere identificate dall'uso di parole come "credere", "aspettarsi", "anticipare", "dovrebbe", "pianificato", "stimato", "potenziale" e altri termini simili. Esempi di dichiarazioni previsionali sono, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le stime relative alle condizioni finanziarie, ai risultati delle operazioni e al successo o meno di una particolare strategia di investimento. Tutte sono soggette a vari fattori, tra cui, a titolo esemplificativo, le condizioni economiche generali e locali, l'evoluzione dei livelli di concorrenza all'interno di determinati settori e mercati, le variazioni dei tassi d'interesse, le modifiche legislative o regolamentari e altri fattori economici, competitivi, governativi, normativi e tecnologici che influenzano le operazioni di un portafoglio e che potrebbero far sì che i risultati effettivi differiscano materialmente dai risultati previsti. Tali dichiarazioni sono di natura previsionale e comportano una serie di rischi noti e ignoti, incertezze e altri fattori e, di conseguenza, i risultati effettivi potrebbero differire materialmente da quelli riflessi o contemplati in tali dichiarazioni previsionali. Si invitano i potenziali investitori a non fare eccessivo affidamento su qualsiasi dichiarazione o esempio di previsione. Nessuno di Quaestio, né qualsiasi altra persona fisica o giuridica si assume l'obbligo di aggiornare le dichiarazioni previsionali a seguito di nuove informazioni, eventi successivi o qualsiasi altra circostanza. Tutte le dichiarazioni contenute nel presente documento si riferiscono esclusivamente alla data in cui sono state rilasciate.

Copyright © 2025/2026 Quaestio Capital SGR S.p.A. - Tutti i diritti riservati. È vietata la riproduzione totale o parziale del presente materiale senza previa autorizzazione scritta del proprietario del copyright.











Quaestio Capital SGR S.p.A.

Corso Como 15 - 20154 Milano

Tel. +39 02 3676 5200

commerciale@quaestiocapital.com

www.quaestiocapital.com