FocusRisparmio

ANNO 14 - NUMERO 4
SETTEMBRE/OTTOBRE 2026

~~€5,90~~



OLTRE LA CONCENTRAZIONE

Dalla dipendenza dei portafogli da Wall Street al bisogno di mercati dei capitali più profondi: l’Europa prova a trasformare il risparmio privato in nuove fonti di rendimento, investimenti produttivi e crescita reale

Janus Henderson
INVESTORS

PROGETTIAMO STRATEGIE OBBLIGAZIONARIE SU MISURA

Innovazione al servizio dei clienti nell'obbligazionario attivo da oltre 40 anni.

SHORT DURATION | MULTI-SECTOR INCOME | CLO & SECURITISED | EMERGING MARKET DEBT

$180.5 mld
di AUM obbligazionario*

135+
professionisti degli investimenti obbligazionari a livello globale

55+
strategie di investimento obbligazionarie

GUIDATI DALLA VISIONE & SPINTI DALL'INNOVAZIONE

Comunicazione di marketing. Ad esclusivo uso professionale. Capitale a rischio.

*Al 1 ° gennaio 2026. Pubblicato in Europa da Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors é il name con cui vengono forniti i prodotti e i servizi d'investimento da Janus Henderson Investors International Limited (reg. n. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (reg. n. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (reg. n. 2678531), Tabula Investment Management Limited (n. reg 11286661), (tutte registrate in Inghilterra e nel Galles al 201 Bishopsgate, Londra EC2M 3AE e regolamentate dalla Financial Conduct Authority) e da Janus Henderson Investors Europe S.A. (n. di reg. B22848, registrata all'indirizzo 78, Avenue de la Liberte, L-1930 Lussemburgo, Lussemburgo e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier). Inserzione finalizzata in data 21.08.2026. Janus Henderson® e tutti gli altri marchi commerciali utilizzati nel presente documento sono marchi commerciali di Janus Henderson Group Ltd. o di una de lie sue control late. © Janus Henderson Group Ltd.

3375451/0826

E

FOCUS RISPARMIO

Editoriale



EUROPA, UN'OCCASIONE DI NOME RISPARMIO

DI DAVIDE MOSCA

L'Europa non ha un problema di risparmio. Ha un problema di trasformazione del risparmio in investimento. Le risorse private esistono, sono ingenti e rappresentano uno dei punti di forza del Continente. Ma restano spesso ferme, frammentate o poco orientate verso investimenti produttivi capaci di sostenere innovazione e competitività.

È uno dei nodi al centro della Savings and Investments Union: servono mercati più profondi, strumenti accessibili e canali più efficienti perché il capitale arrivi all'economia reale. Il caso italiano lo mostra con chiarezza. Il risparmio delle famiglie è ampio, ma il mercato domestico offre poca "materia prima": poche società quotate e una profondità insufficiente per assorbire il capitale disponibile.

Questo numero di FocusRisparmio parte da qui: come può il risparmio diventare una leva più efficace per l'Europa, per l'Italia e per i singoli risparmiatori? Una serie di studi presentati negli ultimi mesi traccia un quadro completo nell'analisi ma ancora da delineare per quanto riguarda le soluzioni.

Il primo approfondimento guarda alle famiglie. L'annuale Indagine Intesa Sanpaolo e Centro Einaudi conferma la forza della cultura italiana del risparmio, ma anche il limite di una prudenza che, senza pianificazione e diversificazione, rischia di trasformarsi in immobilità. La liquidità rassicura, ma non sempre protegge quando l'inflazione erode il potere d'acquisto.

Il passaggio successivo riguarda le imprese. Il Rapporto CASMEF LUISS mette in relazione ricchezza finanziaria delle famiglie e fabbisogno di capitale del sistema produttivo. Il paradosso è evidente: le risorse non mancano, ma faticano ad arrivare dove servirebbero per sostenere innovazione, crescita dimensionale e apertura del capitale. È qui che il risparmio può diventare capitale paziente, se trova imprese pronte, mercati accessibili e consulenza capace di costruire fiducia.

Questa trasformazione non procede allo stesso modo per tutti, come si evince dall'Osservatorio Sottoscrittori di Assogestioni. Fondi comuni e divario territoriale mostrano che il ricambio generazionale è iniziato, ma le masse restano concentrate nelle fasce mature, mentre il Mezzogiorno è più esposto alla liquidità e a un accesso fragile alla consulenza. Rendere il risparmio più produttivo significa quindi anche renderlo più inclusivo.

La dimensione europea torna poi nei mercati. Dopo anni di predominio statunitense, difesa, infrastrutture, energia, data center e autonomia strategica riportano il Vecchio Continente nei radar degli investitori. Più che una rotazione geografica, è una possibile fonte di diversificazione per portafogli dipendenti da Wall Street e tecnologia americana.

Lo stesso filo attraversa il dossier sui mercati privati. Evergreen ed ELTIF stanno ampliando l'accesso agli alternativi europei e possono avvicinare il risparmio a imprese, infrastrutture e progetti industriali. Ma l'apertura va governata: illiquidità, complessità e orizzonti lunghi richiedono adeguatezza, trasparenza e consulenza.

Il filo comune è chiaro: il risparmio non basta se resta fermo, ma non basta nemmeno muoverlo senza direzione. Servono mercati più profondi, strumenti più chiari, consulenza e imprese capaci di aprirsi al capitale.

FR|Vision

QRCODE SCAN

STORYBOARD



14 Scenari

Dai 5.400 miliardi di euro di ricchezza finanziaria alla insopprimibile avversione al rischio, studi e ricerche fotografano le contraddizioni dei risparmiatori italiani: tra liquidità, investimenti, previdenza e nuove tecnologie, ecco le leve per trasformare una ricchezza da proteggere in una risorsa per la crescita

- The Big Picture Risparmio Gestito **pag. 6**
- Fondi comuni, il ricambio generazionale è già in corso **pag. 8**
- Risparmio a due velocità **pag. 11**
- Il risparmio italiano tiene. Ora deve cambiare passo **pag. 15**
- Risparmio e impresa, il ponte ancora da costruire **pag. 20**
- Investitori istituzionali italiani ancora in crescita **pag. 23**
- Social&Web **pag. 27**
- La nuova stagione europea dei private markets **pag. 29**
- La porta si apre ma non per tutti **pag. 31**



28 Alternativi

La crescita di ELTIF ed evergreen sta ridisegnando il mercato europeo dei private markets. Una trasformazione che allarga le opportunità per wealth e investitori non istituzionali e rende centrali selezione, trasparenza e consapevolezza dei rischi

Colophon

Anno 14 - Numero 4
Settembre/Ottobre 2026
FocusRisparmio

Registrazione Tribunale di Milano
n. 189 del 24/04/2009

Editore
Assogestioni Servizi Srl
Via Andegari, 18 - 20121 Milano

Direttore responsabile
Davide Mosca

In redazione
Antonio Potenza, Giulio Zangrandi

Progetto Grafico
Saywow.Studio

Hanno collaborato
Giuseppe Bono, Sibilla Di Palma, Riccardo Morassut, Francesco Paganelli, Bianca Papasodero, Gabriele Petrucciani, Silvia Ragusa

Stampatore
Quistampa s.r.l.
Gorla Minore (VA)

C'è ancora posto
per gli alternativi liquidi?
pag. 42

La geopolitica ha preso il controllo
delle materie prime
pag. 46

Dal 'crypto winter'
alla prova del nuovo ciclo
pag. 48

L'Europa torna
al centro dei portafogli?
pag. 51

Tech e USA continuano
a dominare i flussi
pag. 54

Tassi all'insù, come
ridisegnare i portafogli
pag. 55

Il capitale italiano cerca
la sua nuova direzione
pag. 34

Private equity: trovare
valore oltre i grandi deal
pag. 37

Private markets,
l'arte della selezione
pag. 39

Obbligazionario e private credit,
la selezione torna al centro
pag. 41



50 Mercati

Quale impatto sui portafogli alla luce dei movimenti e delle previsioni sul comportamento di tassi, inflazione, prezzo dell'energia, tensioni geopolitiche e rivoluzione tecnologica. Come cambia l'asset allocation tra bisogno di diversificazione e paura di perdere trend di crescita

Faang è morto.
Lunga vita ai Mangos
pag. 58

Il boom tecnologico apre
una nuova stagione di emissioni
pag. 61

Mercati emergenti, l'IA ridisegna
la geografia degli investimenti
pag. 62

Il 60/40 cambia pelle
pag. 64

Crediti fotografici
Imagoeconomica

Per le immagini senza crediti l'editore ha ricercato i titolari dei diritti fotografici senza riuscire a reperirli. Tuttavia è a completa disposizione per l'assolvimento di quanto occorre nei loro confronti.

Pubblicità
Marco Cortesi
marco.cortesi@focusrisparmio.com

Segreteria di redazione
Elena Gaudio
elena.gaudio@focusrisparmio.com

Contatti - c/o Assogestioni
Via Andegari, 18 - 20121 Milano
redazione@focusrisparmio.com
T. +39 02 361651.1

Chiuso in redazione
25 settembre 2026

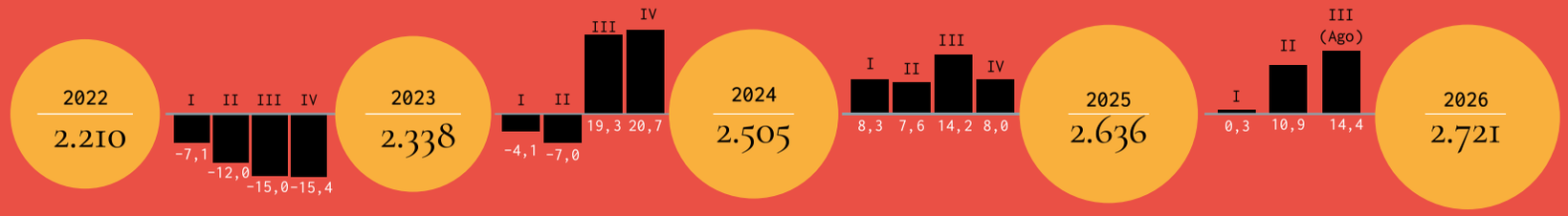
Seguici su Linkedin
@FocusRisparmio

Seguici su Instagram
FocusRisparmio

THE BIG PICTURE
RISPARMIO GESTITO

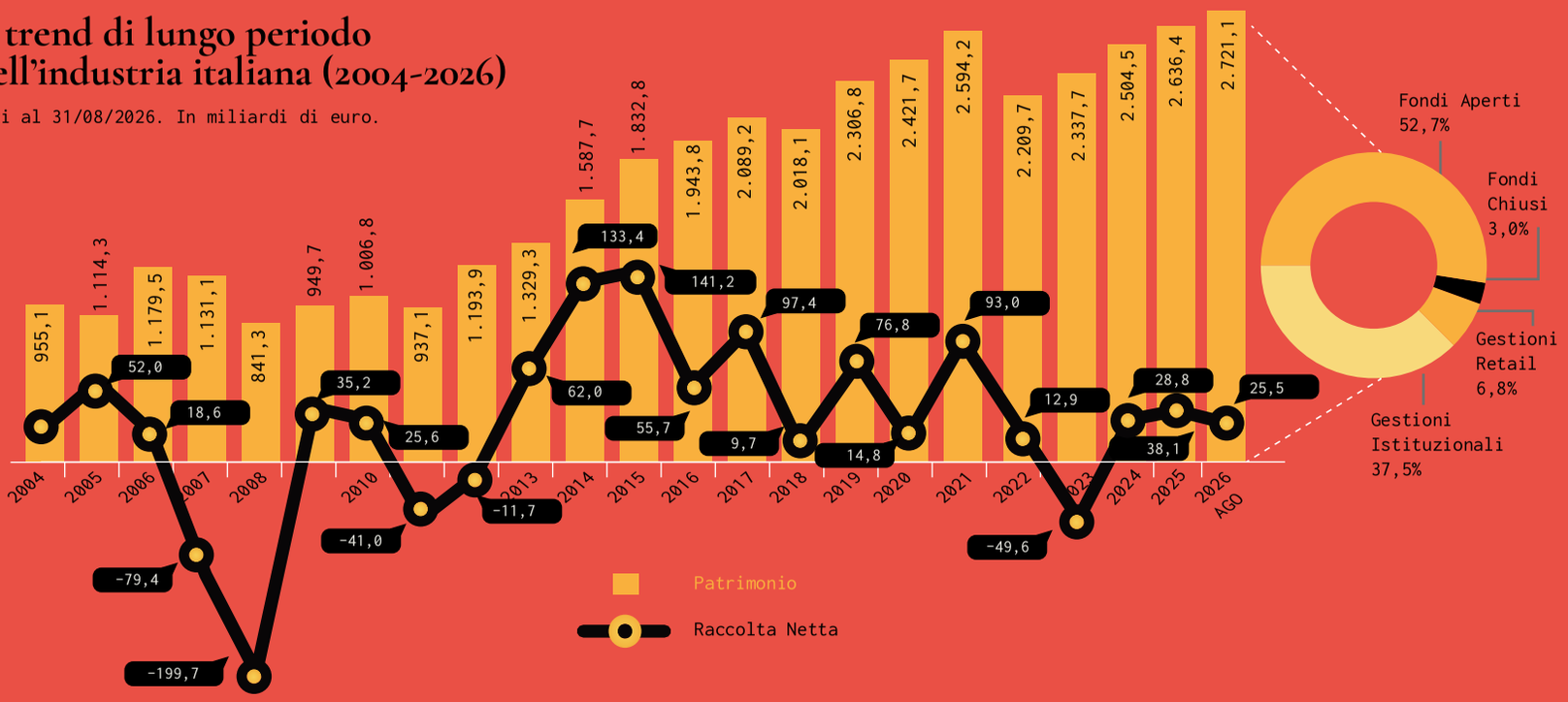
Raccolta e patrimonio negli ultimi quattro anni

Dati al 31/08/2026. In miliardi di euro.



Il trend di lungo periodo dell'industria italiana (2004-2026)

Dati al 31/08/2026. In miliardi di euro.



Fondi aperti: raccolta e patrimonio per categorie ad agosto 2026

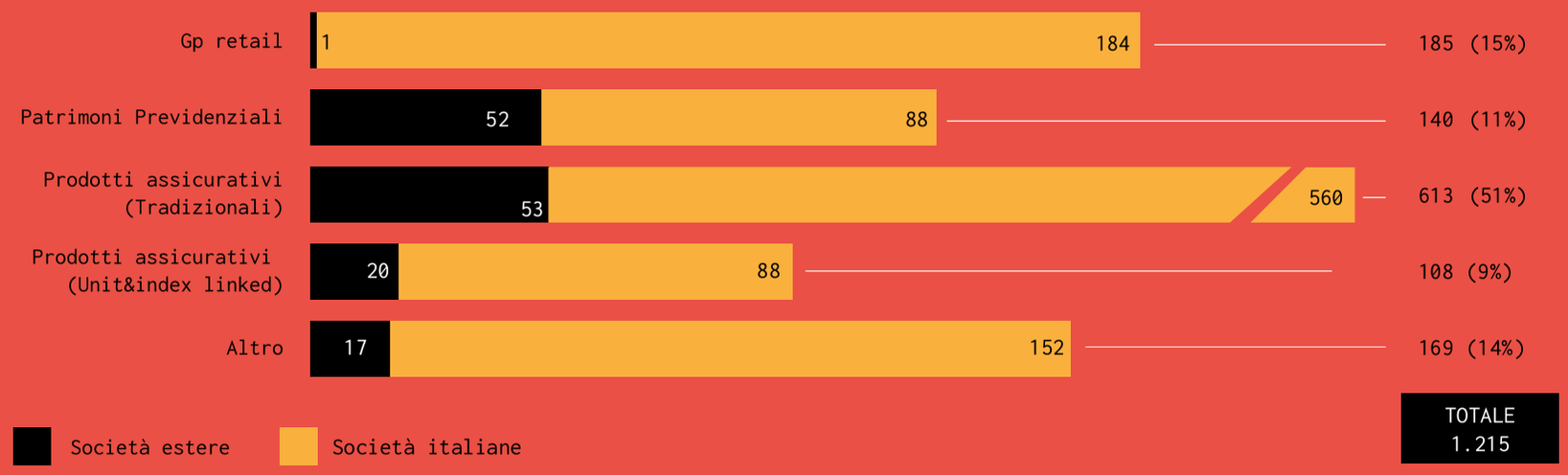
Dati al 31/08/2026. In milioni di euro.

	ITALIANI	ROUND-TRIP	ESTERI	TOTALE
AZIONARI	-94	3.632	1.899	5.437
BILANCIATI	-3.747	2.145	3.224	1.622
MONETARI	632	3.124	5.202	8.958
OBBLIGAZIONARI	656	3.493	1.200	5.349
FLESSIBILI	1.499	-391	1.384	2.492
HEDGE	-20	-1	-18	-39
NON CLASSIFICATI			4.574	4.574
TOTALE	-1.074	12.002	17.465	28.393

	ITALIANI	ROUND-TRIP	ESTERI	TOTALE
AZIONARI	47.386	143.174	285.358	475.918
BILANCIATI	42.148	28.136	61.188	131.472
MONETARI	10.640	22.414	31.507	64.561
OBBLIGAZIONARI	138.117	181.857	172.468	492.442
FLESSIBILI	77.459	63.815	48.353	189.627
HEDGE	799	52	122	973
NON CLASSIFICATI			79.023	79.023
TOTALE	316.549	439.448	678.019	1.434.016

Gestioni di portafoglio: patrimonio per tipo di prodotto

Dati al 30/06/2026. In miliardi di euro.



FONDI COMUNI, IL RICAMBIO GENERAZIONALE È GIÀ IN CORSO

Secondo l'Osservatorio Sottoscrittori 2026 di Assogestioni, Millennials e Gen Z sono passati dal 15% al 18% dei clienti totali. E tra i nuovi ingressi del 2025 la quota sale al 32%. Ma i giovani continuano a detenere solo il 7% delle masse. Per i gestori, la sfida è trasformare il primo approccio in investimento strutturato e duraturo

Il risparmio gestito italiano comincia a cambiare volto. Forse non a sufficienza da modificare la fotografia patrimoniale del mercato, ancora saldamente concentrata nelle mani delle generazioni più anziane, ma quanto basta per intravedere i primi segnali di un ricambio destinato a diventare sempre più rilevante. La prova arriva dal segmento a maggior partecipazione retail dell'industria, quello dei fondi comuni, il cui stato di salute è ben fotografato nell'ultima edizione dell'Osservatorio Sottoscrittori di Assogestioni. Lo studio non si limita infatti a mostrare solo una crescita significativa della presenza di Millennials e Gen Z, che sono arrivati a rappresentare il 18% dei clienti dal 15% della rilevazione precedente, ma evidenzia anche un altro aspetto: il fenomeno accelera tra chi entra per la prima volta, con un terzo del milione e mezzo di nuovi clienti acquisiti nel 2025 che appartiene agli under 40. Un processo che, affiancato al dato secondo cui ragazzi e ragazze rappresentino appena il 7% delle masse complessive, impone all'industria di intensificare gli sforzi per adattare prodotti, servizi e modalità di relazione in modo da trasformare il primo approccio alla finanza in un investimento strutturato e di lungo periodo.

PLATEA PIÙ AMPIA

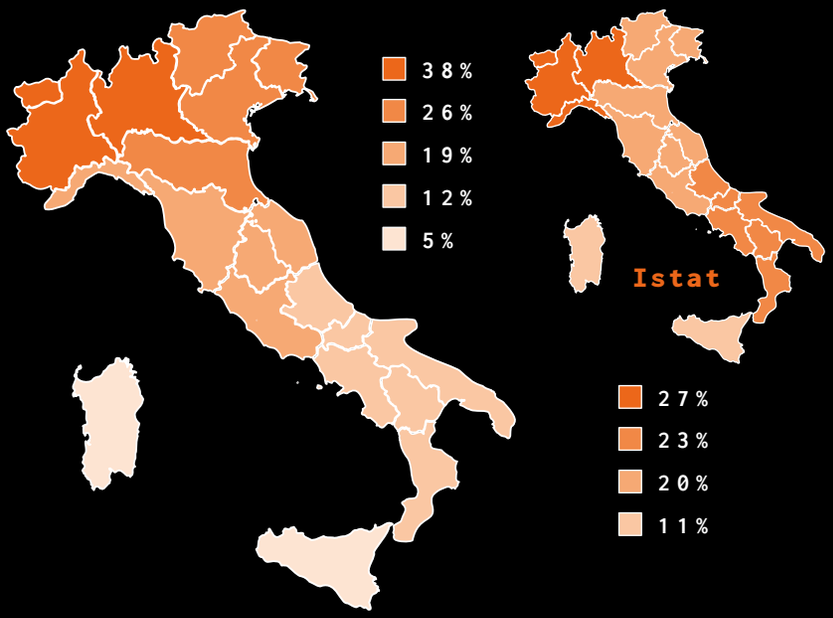
Nel complesso, l'Osservatorio fotografa un mercato in espansione. I sottoscrittori di fondi comuni sono arrivati a 12,4 milioni, il 7% in più rispetto all'anno precedente e pari al 21% della popolazione italiana. Il patrimonio monitorato da Assogestioni ha raggiunto invece 679 miliardi di euro dai 608 miliardi del 2024, una crescita che non ha però modificato il principale tratto strutturale della platea: l'età media dell'investitore resta infatti pari a 61 anni e i Boomers continuano a rappresentare la componente più numerosa, con il 39%. È soprattutto guardando alla ricchezza, però, che il divario tra generazioni emerge con maggiore evidenza. Se gli over 65 detengono cioè il 66% delle masse, la metà del patrimonio è concentrata nella fascia tra 60 e 80 anni e un ulteriore 18% fa capo agli ultraottantenni. I più giovani, al contrario, rappresentano una quota crescente di clienti ma dispongono ancora di una capacità patrimoniale molto più ridotta. È il primo elemento da tenere presente per leggere la loro avanzata: il ricambio della platea precede quello della ricchezza. Anche per questo, il 36% di Millenials e Gen Z sul totale dei nuovi ingressi assume un peso particolare. Se il loro contributo alla platea complessiva è ancora limitato, tra chi si avvicina oggi ai fondi comuni la loro presenza è già molto più consistente. E secondo Romualdo Guidi, chief business officer di Fineco, il dato della società va nella stessa direzione, con un valore ancora più elevato: "Tra i nuovi clienti che hanno scelto la nostra società, la percentuale di giovani è pari al 50%".

DAL PAC AL PORTAFOGLIO

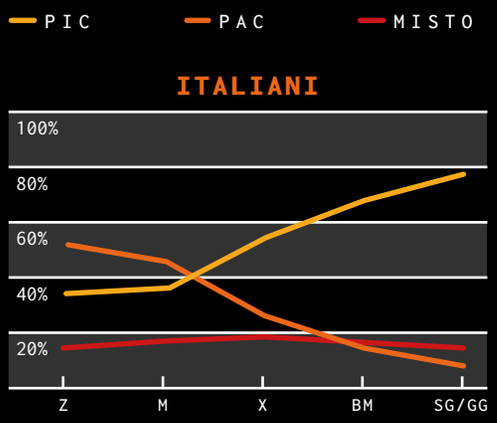
Un'evoluzione che si riflette anche nelle modalità di ingresso. L'Osservatorio conferma infatti la crescente diffusione dei Piani di accumulo,

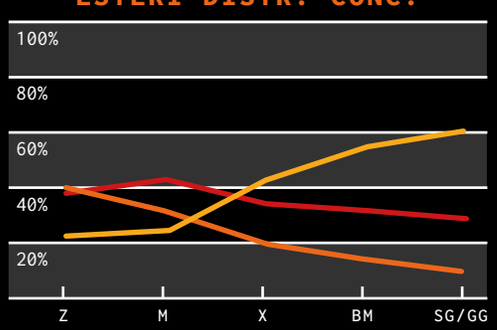
SOTTOSCRITTORI AI RAGGI X

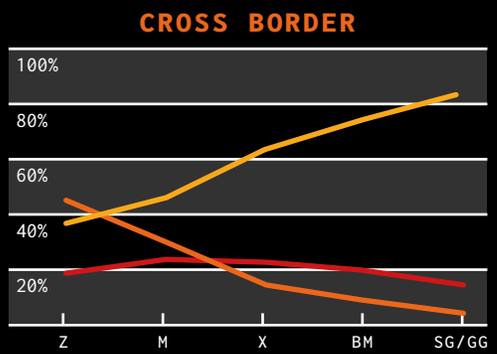
PER RESIDENZA

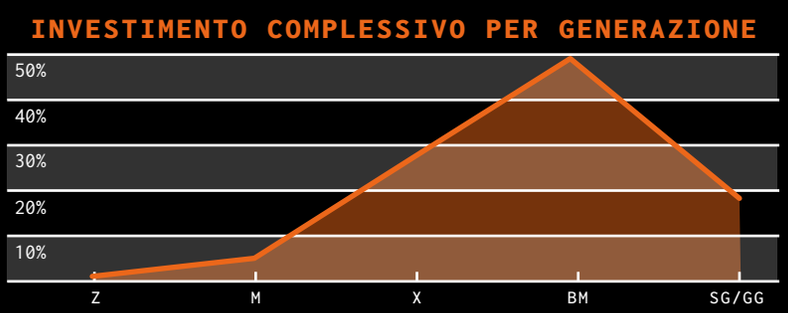


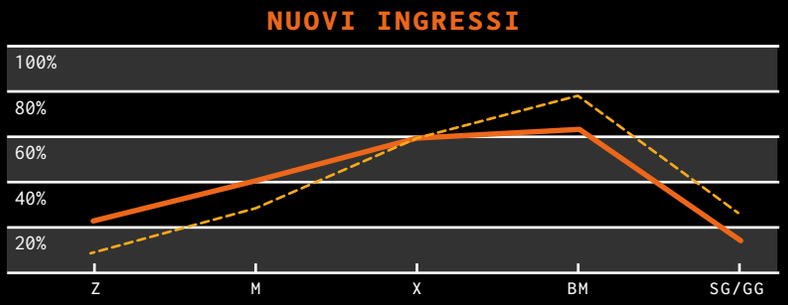
MODALITÀ











Z (Generazione Z) = ≥1997
M (Millennial) = 1981 - 1996
X (Generazione X) = 1965 - 1980
BM (Boomer) = 1946 - 1964
SG (Silent Generation) = 1928 - 1945

Fonte: Osservatorio Sottoscrittori di Fondi Comuni, Assogestioni



ROMUALDO GUIDI >
Fineco



MASSIMO MAZZINI >
Eurizon

particolarmente adatti a chi dispone di capitali iniziali contenuti e preferisce costruire progressivamente il proprio investimento. Ma anche qui, secondo Guidi, il comportamento dei giovani sta diventando più articolato. "La sigla PAC non è più sufficiente", osserva, perché oltre alla modalità di versamento conta sempre di più la scelta del sottostante e si stanno affermando soluzioni più evolute. Il punto, dunque, non è soltanto portare un giovane dal conto corrente al primo fondo comune, ma accompagnarlo nella costruzione di un portafoglio coerente con obiettivi e orizzonte temporale. Una dinamica che si lega anche alla maggiore propensione delle nuove generazioni verso il capitale di rischio: l'Osservatorio rileva infatti una componente azionaria più elevata tra Millennials e Gen Z rispetto alle fasce anagrafiche più anziane, pur in un mercato italiano nel quale le obbligazioni continuano a rappresentare la parte prevalente dei portafogli. Secondo Guidi, almeno dal punto di osservazione di Fineco, la volatilità non sembra rappresentare il principale ostacolo per i giovani. "Nella maggior parte dei casi gli investimenti decisi dai giovani sono orientati a un'ottica di lungo periodo", spiega. Un orizzonte che può trasformare le oscillazioni dei mercati da elemento di deterrenza a componente da gestire all'interno del percorso di investimento. Da qui, secondo il manager, il ruolo crescente della consulenza evoluta, capace di accompagnare l'investitore nelle diverse fasi del ciclo di vita e di integrare progressivamente strumenti più sofisticati nel portafoglio. La questione diventa quindi quella della trasformazione del primo ingresso in una relazione stabile con il mercato. Per Guidi la sfida dei prossimi anni sarà proprio "trasformare il risparmio occasionale in investimento strutturato", attraverso diversificazione, efficienza e un orizzonte temporale di lungo periodo. In questo percorso, aggiunge, anche i cosiddetti wrapper possono contribuire a dare maggiore disciplina all'investimento e a migliorare l'efficienza fiscale complessiva.

NON SOLO L'ETÀ

Il ricambio generazionale, però, non procede allo stesso ritmo in tutto il Paese. L'Osservatorio evidenzia una forte differenza territoriale: il 64% dei sottoscrittori e il 68% delle masse risiede nel Nord Italia, mentre il Mezzogiorno continua a mostrare una partecipazione più contenuta e una maggiore propensione a mantenere il risparmio in forma liquida. È una distanza che riguarda anche i giovani, ma che secondo Massimo Mazzini, head of Marketing e Business Development di Eurizon, non può essere spiegata soltanto attraverso il diverso livello di reddito disponibile. "I fattori rilevanti sono sicuramente molteplici", osserva, citando insieme alla disponibilità economica la familiarità con gli strumenti di investimento e la possibilità di accedere a informazioni e servizi che aiutino i risparmiatori a compiere scelte consapevoli. A pesare è anche "una tradizionale preferenza per la liquidità che nel Mezzogiorno continua a rappresentare un elemento importante nelle scelte di gestione del risparmio". Il dato sui nuovi sottoscrittori suggerisce tuttavia che alcune delle differenze storiche potrebbero progressivamente attenuarsi. Secondo Mazzini, tra i più giovani emergono infatti caratteristiche sempre più trasversali sul territorio nazionale: maggiore familiarità con i canali digitali, attenzione alla pianificazione finanziaria e interesse per strumenti semplici e accessibili. Restano le differenze legate al contesto economico e alla disponibilità di reddito e patrimonio, ma "il profilo dei nuovi investitori tende progressivamente a convergere".

TRASFORMARE L'INGRESSO IN PARTECIPAZIONE

È qui che torna il tema della ricchezza. Se il 32% dei nuovi sottoscrittori è giovane, la quota del patrimonio in mano a Millennials e Gen Z resta al 7%. La distanza racconta una fase di transizione nella quale la partecipazione precede la capacità patrimoniale e nella quale l'industria deve riuscire a mantenere il rapporto con investitori che oggi dispongono di capitali relativamente contenuti, ma che nel tempo potrebbero diventare destinatari di una parte crescente della ricchezza trasferita dalle generazioni precedenti. Per Eurizon, una delle leve principali passa dalla cultura finanziaria. "Una maggiore conoscenza dei mercati e degli strumenti disponibili può contribuire a trasformare il risparmio in una risorsa capace di sostenere obiettivi di lungo periodo", spiega Mazzini, indicando nella combinazione tra educazione, consulenza e innovazione digitale una possibile risposta anche al divario territoriale. Una logica nella quale strumenti come i PAC possono facilitare l'accesso iniziale, mentre la consulenza può accompagnare il risparmiatore nell'evoluzione delle proprie esigenze. La stessa sfida si pone sul piano della distribuzione. Secondo Guidi, la diffusione degli strumenti digitali aumenta la trasparenza e rende più semplice confrontare soluzioni e costi, ma non elimina la necessità di un rapporto umano quando la complessità e il patrimonio aumentano. È proprio nella combinazione tra piattaforma efficiente e consulenza che, secondo il manager, si trova uno degli elementi distintivi del modello Fineco. Il quadro che emerge dall'Osservatorio 2026 è quindi quello di un mercato nel quale il cambiamento generazionale è già visibile, ma non ancora compiuto. Millennials e Gen Z sono ancora lontani dal controllare una quota di ricchezza comparabile al loro crescente peso tra i sottoscrittori, ma la loro presenza tra i nuovi ingressi indica che il processo è iniziato. Per l'industria, la partita dei prossimi anni non sarà soltanto conquistarli, ma riuscire a trasformare quel primo passo in un rapporto di lungo periodo con il risparmio gestito.

ANDREA CECCHINI >
BCC Risparmio&Previdenza



GIUSEPPE BRANDALEONE >
Arca Fondi SGR



RISPARMIO A DUE VELOCITÀ LA VERA SFIDA È TRASFORMARE LA LIQUIDITÀ IN INVESTIMENTO

Dal 47% di depositi sul totale degli asset finanziari italiani a oltre il 70% nel Sud e nelle Isole: il divario territoriale riflette redditi, cultura finanziaria e accesso alla consulenza. Per colmare la distanza servono pianificazione, prossimità e strumenti capaci di accompagnare gradualmente le famiglie verso il mercato

Mobilitare i capitali privati per fornire un ulteriore motore di sviluppo e competitività alle economie europee è un'esigenza a più riprese sottolineata nel dibattito pubblico degli ultimi anni. Relazioni come quelle stilate da Mario Draghi ed Enrico Letta ne sono esempi concreti. Eppure, nel nostro Paese, questa esigenza si scontra con un problema di natura ancor più strutturale: il risparmio italiano non parla la stessa lingua da Nord a Sud. La conferma arriva niente meno che da Bankitalia, i cui recenti dati mostrano l'esistenza di una distanza netta nel modo in cui le famiglie costruiscono e investono la propria ricchezza finanziaria. Se a livello complessivo i depositi rappresentano infatti il 47% degli asset nazionali, con un floor che nelle regioni settentrionali arriva a meno del 40%, la loro incidenza sul totale sale al 75%-77% quando si analizzano singole realtà come la Basilicata o la Calabria. Un divario che si riflette anche nella distribuzione complessiva dei patrimoni, producendo una fotografia in cui Meridione e Isole detengono oltre un quarto dei depositi ma meno di un ottavo della raccolta indiretta. Per l'industria dell'asset management, risolvere l'anomalia non significa però semplicemente spostare liquidità immobilizzata: la vera sfida è creare le condizioni perché le risorse accantonate possano diventare produttive in modo graduale, consapevole e duraturo.

NON TUTTA LA LIQUIDITÀ È CAPITALE DA INVESTIRE

A inquadrare le radici del problema è Simone Rossi, docente di Economia degli intermediari finanziari all'Università Cattolica e autore di uno studio che già diversi anni fa aveva analizzato cause e conseguenze della diversa incidenza dei depositi. Secondo l'accademico, il punto chiave per affrontare il problema in maniera efficace consiste nel non commettere l'errore di considerare automaticamente i conti correnti meridionali come una massa di capitale 'parcheggiato' da poter trasferire nel risparmio gestito. "Per una parte delle famiglie", spiega infatti, "le risorse parcheggiate in banca svolgono una funzione di protezione". Il dato sulla capacità di risparmio aiuta a comprenderne la ragione: nel 2024 la propensione ad accantonare denaro si è infatti fermata al 6,08% nel Mezzogiorno contro il 9,73% del Nord. E quando il margine disponibile si riduce in presenza di grande incertezza, come in questo caso, è inevitabile che mantenere una quota di cash superiore alla media appaia una scelta razionale anziché una semplice rinuncia all'investimento. C'è poi anche un tema di cultura e alfabetizzazione finanziaria, con l'Edufin Index 2025 che assegna al Sud e alle Isole 53 punti contro i 57,6 del Nord-Est. "Senza una base di sufficiente conoscenza della materia e di strumenti per accedere ai mercati dal minimo grado di sofisticazione", è la tesi del professore, "non ci si potrà mai aspettare uno slancio reale nella direzione della pianificazione patrimoniale". Da qui, dunque, una prima distinzione importante per leggere il dato di Bankitalia: "Non tutta la liquidità è capitale immediatamente disponibile per l'asset management". E il problema del Mezzogiorno, in questa prospettiva, rappresenta una versione più accentuata di una questione italiana più ampia: l'elevato stock di depositi non può essere trasformato in investimenti senza prima intervenire sulle condizioni che determinano la capacità e la volontà delle famiglie di assumere un orizzonte più lungo.

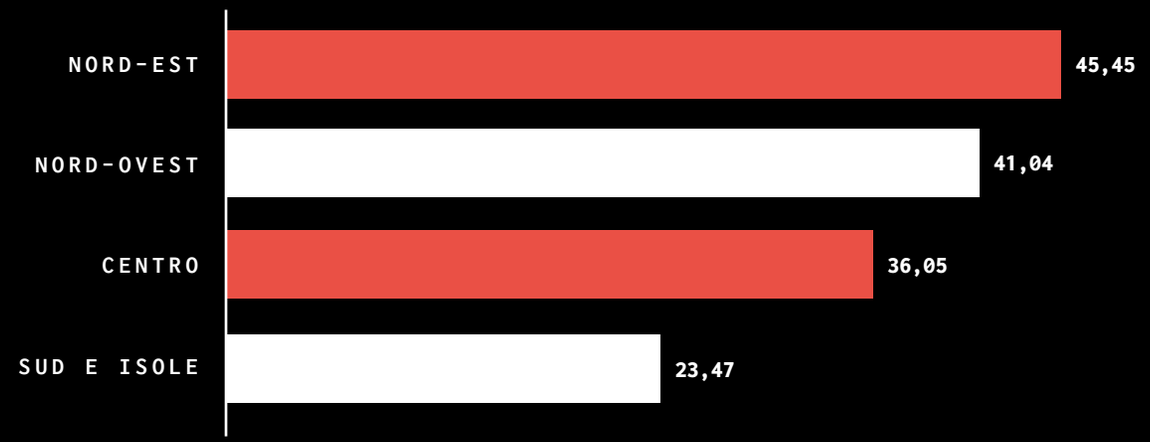
IL RUOLO DELLA DESERTIFICAZIONE

Secondo Giuseppe Bono, che ha approfondito i dati Bankitalia in qualità di junior research analyst di Assogestioni, un'altra spiegazione del divario risiede nel fatto che il Sud sconta una presenza bancaria più limitata. "Nell'analizzare i portafogli delle

DI > GIULIO ZANGRANDI

SPORTELLI BANCARI OGNI 100MILA ABITANTI

NUMERO MEDIO
PER AREA GEOGRAFICA



Fonte: Banca d'Italia

famiglie a livello regionale", spiega, "non si può prescindere dal ruolo svolto dai canali distributivi nel favorire l'accesso agli strumenti di investimento". A suo avviso, la propensione a investire è infatti influenzata anche dalla prossimità e dalla possibilità di usufruire di servizi di consulenza. Ne deriva, come chiarito dal membro dell'Ufficio Studi dell'Associazione, che "per una parte della popolazione la presenza fisica degli intermediari continua a rappresentare un elemento rilevante anche al netto delle maggiori opportunità di partecipazione ai mercati offerte dalla diffusione dei canali digitali". Ed è proprio in questo senso che Via Nazionale evidenzia l'eterogeneità territoriale, mostrando come il numero di sportelli ogni 100mila abitanti sia doppio nel Nord rispetto a quello osservato nel Mezzogiorno. Un dato che, tornando alla lettura di Rossi, non va interpretato soltanto in termini di disponibilità del servizio. "La filiale non è solo il luogo dove si apre un conto o si sottoscrive un investimento", osserva il professore, "è anche un presidio di conoscenza del territorio e del cliente". E questo assume un peso particolare proprio nelle aree in cui la cultura finanziaria è più debole, dove cioè la presenza fisica può contribuire a intercettare bisogni che le persone non tradurrebbero autonomamente in una domanda di investimento. Per il ricercatore, il tema si intreccia così con quello più ampio della trasformazione dell'industria del credito: "La tecnologia può ampliare l'accesso e rendere più efficiente il servizio, ma non sostituisce necessariamente quella soft information costruita nel tempo attraverso la conoscenza delle famiglie e delle imprese locali".

PROSSIMITÀ COME VANTAGGIO INFORMATIVO

Se il primo problema è capire quale parte della liquidità possa realmente essere destinata agli investimenti, il passaggio successivo riguarda le modalità con cui accompagnare le famiglie. Ne sa qualcosa Andrea Cecchini, direttore generale di BCC Risparmio&Previdenza, che proprio a partire dell'esperienza delle casse di risparmio ha maturato una convinzione: il fattore decisivo è la continuità della relazione. La prossimità delle BCC, sostiene, non è soltanto una questione di presenza fisica: è un vantaggio informativo. "Il gestore che conosce il territorio e la famiglia può capire a cosa sia destinata la liquidità del cliente e costruire la consulenza a partire dal bisogno anziché dal prodotto", spiega. Un elemento particolarmente rilevante in un territorio, come il Sud, nel quale la rete bancaria è meno capillare. Ecco perché le 111 realtà oggi parte del gruppo sono presenti con almeno una filiale in 1.674 comuni, 398 dei quali vedono in quell'ufficio l'unico interlocutore del settore. La filiale, in una simile lettura, diventa dunque anche ciò che lo stesso Cecchini definisce "un'infrastruttura di accesso all'advisory". Questo non significa però contrapporre fisico e digitale, perché la soluzione paventata dal manager appare piuttosto come un modello ibrido: "Il digitale può garantire operatività e continuità, mentre il professionista resta centrale nel momento della decisione e ogniqualvolta la relazione fiduciaria diventi determinante". Una formula che, ancora una volta, trova sostanza nei numeri di Iccrea: la piattaforma di wealth management del gruppo, integrata con Aladdin di BlackRock, ha infatti generato 650mila proposte in un anno e ora si propone di portare la consulenza per obiettivi anche a fasce più ampie della clientela. Il punto di partenza, tuttavia, resta sempre il capitale umano. Il vero collo di bottiglia, secondo il dg, non sono quindi le oltre 2mila soluzioni in catalogo ma la capacità della rete di capire la funzione della liquidità in dotazione alla persona. Tradotto: "Prima di proporre un investimento, occorre chiedere a cosa serviranno quei soldi e quando".

PIANIFICAZIONE E DISTRIBUZIONE 2.0

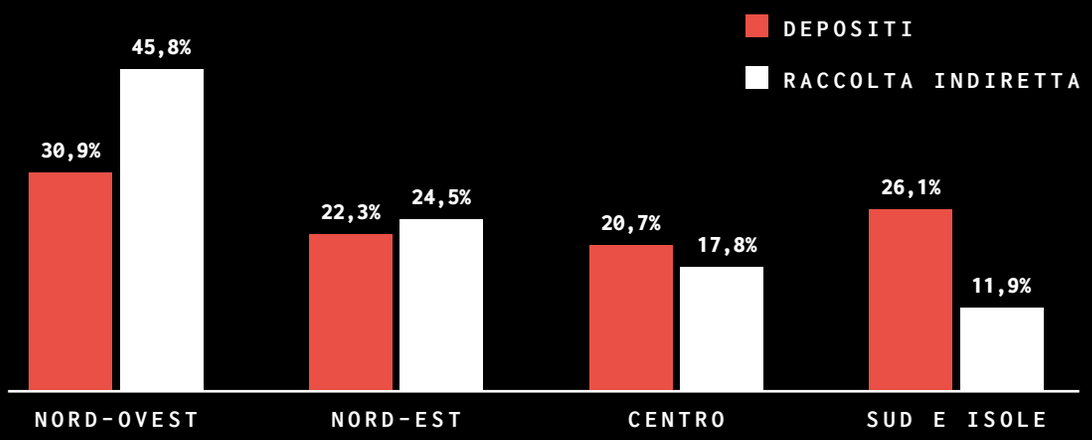
È un passaggio che trova una declinazione complementare nella view di Arca Fondi SGR, a dimostrazione di come anche gli asset manager siano convinti che la questione non si esaurisca solo nel convincere il cliente a investire. Giuseppe Brandaleone, responsabile pianificazione



GIUSEPPE BONO >
Assogestioni

DOVE SI CONCENTRA IL RISPARMIO FINANZIARIO

QUOTA DEI DEPOSITI E DELLA RACCOLTA INDIRETTA SUL TOTALE NAZIONALE PER AREA GEOGRAFICA



Fonte: Banca d'Italia

commerciale e sviluppo della società, lo spiega chiaramente quando sottolinea come la cultura del risparmio sia in realtà già ben radicata nelle famiglie italiane e il vero salto da compiere riguardi piuttosto la capacità di promuovere la pianificazione finanziaria. "La ricerca di sicurezza può portare a privilegiare il conto corrente anche a fronte dell'erosione del potere d'acquisto", spiega, "la risposta deve allora essere una relazione capace di unire alle competenze i bisogni e quella che si può definire la 'personalità finanziaria' del cliente". Non v'è dubbio però che anche la dimensione distributiva rivesta una certa importanza ed è proprio per questo che la ricetta del manager include anche un'evoluzione delle pratiche di vendita verso modelli nei quali ufficio fisico e strumenti a distanza convivono. "Web collaboration, consulenti multi-filiale e professionisti abilitati all'offerta fuori sede sono i concetti chiave di domani", chiarisce. Ma con una precisazione: "La tecnologia non sostituisce la relazione, la affianca". Ecco dunque che la formazione della rete, in maniera simile a quanto affermato da Cecchini, diventa una componente della strategia commerciale a tutti gli effetti. Tra le iniziative citate in questo senso da Arca figurano quelle sviluppate con le banche partner e adattate alle esigenze delle singole realtà, così come gli eventi territoriali rivolti a clienti e prospect su temi quali geopolitica e demografia o anche finanza comportamentale e previdenza.

I PAC COME PERNO DELL'OFFERTA

La trasformazione della liquidità in investimento passa, infine, dalla gradualità. Ed è qui che il Piano di Accumulo assume un ruolo comune alle strategie indicate da Arca e Iccrea: non un semplice prodotto, ma uno strumento per accompagnare progressivamente il cliente verso il mercato. Brandaleone segnala una crescita del 40% dei PAC presso le Banche del Sud rispetto al 2025, interpretandola come un segnale della capacità dell'investimento graduale di favorire la familiarizzazione con gli strumenti finanziari, Cecchini vi individua uno dei possibili 'ponti' tra liquidità e investimento di lungo periodo insieme a educazione finanziaria e previdenza complementare. Il percorso può così procedere per step: dalla definizione degli obiettivi alla pianificazione, dall'allocazione ricorrente a una maggiore diversificazione. Un paradigma che, per Rossi, dovrebbe accompagnarsi nei prossimi anni anche a una crescita della componente azionaria dei portafogli mentre tra gli strumenti destinati a intercettare nuovi bisogni figurano PIR e fondi tematici su infrastrutture e longevity.

IL NODO RISIKO

Sullo sfondo della questione resta però una variabile che prescinde, al meno in parte, dagli sforzi dell'industria e da logiche puramente di mercato: il consolidamento bancario. Iniziative come l'acquisto di Mediobanca da parte Monte dei Paschi o l'offerta di Intesa Sanpaolo sullo stesso istituto senese hanno infatti riacceso l'attenzione sugli effetti del risiko per i territori, dividendo la platea di commentatori tra chi accoglie con favore la nascita di campioni nazionali più strutturati e chi invece intravede il rischio di un'ulteriore spinta verso la desertificazione bancaria. Per Rossi, che ha all'attivo svariate pubblicazioni sul tema, il dubbio appare tutt'altro che insensato e affonda la sua giustificazione nel fatto che il fenomeno ha a tutti gli effetti natura bifronte. "La concentrazione può certamente portare efficienza insieme a capacità di investimento in innovazione e standardizzazione dei servizi", osserva l'accademico, "ma il rovescio della medaglia è quella progressiva razionalizzazione della rete fisica che si è imposta come cifra distintiva di queste operazioni". Se dunque un possibile effetto positivo andrebbe a incidere sulla capacità del settore di raggiungere e servire una clientela più ampia, per esempio attraverso intelligenza artificiale o anche solo piattaforme di home banking meglio progettate, la chiusura degli sportelli rischierebbe di privare del tutto le aree più fragili di quel presidio territoriale che resta importante per l'accesso alla consulenza e per la costruzione di relazioni di lungo periodo.

SCENARI

15

Risparmio ancora troppo prudente

Le principali evidenze dell'indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani di Intesa Sanpaolo e Centro Einaudi

20

Imprese in cerca di capitali

Uno studio CASMEF Luiss traccia la via per far incontrare risparmio delle famiglie e fabbisogno del tessuto economico-produttivo

23

Investitori istituzionali

Il XIII Rapporto di Itinerari Previdenziali disegna il quadro di un comparto che continua a crescere con nuove prospettive grazie ai recenti cambi regolamentari

Social & Web

Temi e protagonisti più cliccati

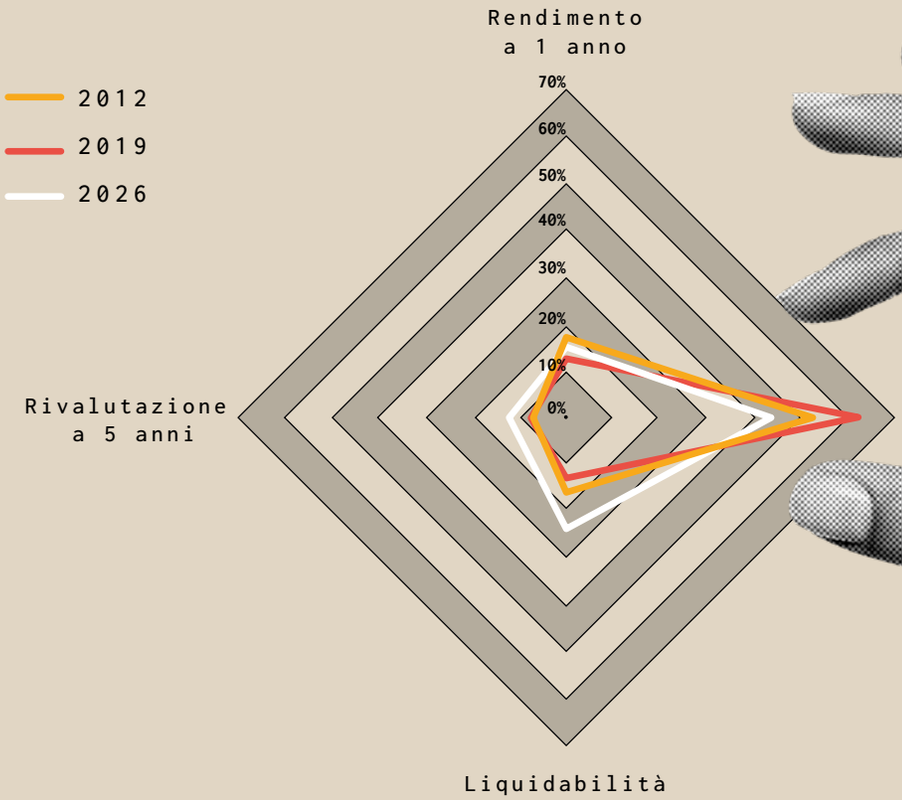


CHARTS

IL «DIAMANTE» DEGLI INVESTIMENTI

PERCENTUALI DELLE CITAZIONI

DELLE CARATTERISTICHE PREFERITE DEGLI INVESTIMENTI





IL RISPARMIO ITALIANO TIENE. ORA DEVE CAMBIARE PASSO

L'indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2026 realizzata da Intesa Sanpaolo e Centro Einaudi conferma la forza della cultura del risparmio: oltre metà degli italiani accantona una quota del reddito e il patrimonio familiare resta solido. Ma avversione al rischio, previdenza debole e fiducia selettiva nel digitale mostrano che la vera sfida è trasformare la prudenza in investimento, protezione e crescita

Il risparmio italiano non ha perso la sua forza. Anche dopo anni segnati da pandemia, inflazione, shock energetici, tensioni geopolitiche e incertezza sui redditi futuri, continua a rappresentare una delle grandi infrastrutture silenziose del Paese. È protezione per le famiglie, margine di libertà nelle scelte individuali, ammortizzatore nei momenti di crisi. Ma oggi, proprio perché resta abbondante, è chiamato a compiere un salto di funzione: non solo difendere, ma costruire.

È il messaggio che attraversa l'Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2026 di Intesa Sanpaolo e Centro Einaudi, dedicata alle tre dimensioni del risparmio: tecnologia, consapevolezza e disciplina. La fotografia di partenza è solida. In Italia il risparmio finanziario al netto dei debiti ammonta a 5.400 miliardi di euro, pari a 2,4 volte il PIL. Una massa enorme, che il presidente di Intesa Sanpaolo Gian Maria Gros-Pietro invita a leggere non solo come patrimonio da proteggere, ma come risorsa da impiegare in modo "remunerato e utile alla crescita del sistema economico". Il punto, allora, non è più soltanto quanto gli italiani riescano a risparmiare. Il punto è che cosa può diventare quel risparmio. Nel contesto europeo della Savings and Investments Union, nata per canalizzare meglio il risparmio privato verso investimenti produttivi, la domanda assume una dimensione politica e industriale. Bruxelles ricorda che circa il 70% dei risparmi delle famiglie europee, per un valore di circa 10.000 miliardi di euro, è detenuto in depositi bancari: una risorsa liquida, ma non sempre capace di finanziare innovazione, imprese, transizione energetica, infrastrutture e competitività. L'Italia, con la sua cultura del risparmio, è al centro di questa tensione.

UNA CULTURA CHE RESISTE

Il primo dato dell'Indagine è di tenuta. Più della metà degli intervistati, il 56%, dichiara di essere riuscita a risparmiare, con una propensione media dell'11,9% del reddito disponibile. Il 28% considera il risparmio indispensabile, un valore vicino ai massimi della serie storica, mentre la motivazione prevalente resta quella precauzionale, indicata dal 40% dei risparmiatori. Risparmiare, per gli italiani, continua a significare prima di tutto mettersi al riparo.

Questa funzione protettiva emerge anche dalla capacità di affrontare gli imprevisti. Il 73,4% del campione dichiara di poter sostenere una spesa inattesa di 5.000 euro utilizzando i risparmi già accumulati. Il dato conferma la solidità di molte famiglie, ma mostra anche la natura difensiva del risparmio italiano: prima viene il cuscinetto, poi il progetto. Non a caso, solo il 6% dichiara di risparmiare per effettuare nuovi investimenti. È un valore ancora piccolo, pur essendo in crescita e sopra i livelli pre-pandemici.

La prudenza, insomma, resta il codice culturale dominante. Non va liquidata come arretratezza: in molti casi è stata la condizione che ha permesso alle famiglie di attraversare crisi ripetute senza perdere stabilità. Ma può diventare un limite quando si traduce in immobilità, concentrazione della ricchezza in strumenti poco produttivi o rinuncia sistematica al rischio anche quando l'orizzonte temporale consentirebbe di assumerlo.

IL PARADOSSO DELLA PAURA

È qui che l'Indagine introduce uno dei suoi passaggi più rilevanti. Il tasso di avversione al rischio raggiunge nel 2026 il record di 33,6, contro 20,5 nel 2025 e 8,1 nel 2017. A colpire è soprattutto il dato sui giovani tra 18 e 24 anni, per i quali il valore sale a 84. È l'opposto di ciò che suggerirebbe la teoria del lifecycle: chi ha più tempo davanti a sé dovrebbe poter sopportare più volatilità e beneficiare maggiormente del premio al rischio. Invece proprio le nuove generazioni risultano le più restie.

La spiegazione proposta dall'Indagine è quella dell'esposizione a una pluralità di crisi concentrate nel tempo: pandemia, inflazione, crisi geopolitiche e incertezza economica hanno lasciato cicatrici profonde negli anni della formazione. I giovani sono più informati, più esposti ai flussi digitali, più consapevoli della complessità del contesto, ma questa consapevolezza non sempre si traduce in fiducia. Anzi, spesso aumenta la percezione del rischio e riduce la disponibilità a trasformare il risparmio in investimento.

Il paradosso è che l'avversione al rischio dichiarata convive con portafogli poco diversificati. Quasi il 72% di chi investe ha asset allocation scarsamente o per nulla diversificate, mentre solo il 36% degli intervistati sa che un fondo azionario è meno rischioso di una singola azione. La paura del rischio, quindi, non sempre produce scelte più prudenti in senso tecnico. Può produrre, al contrario, concentrazione, liquidità e mancata pianificazione.

LA LEZIONE DELL'INFLAZIONE

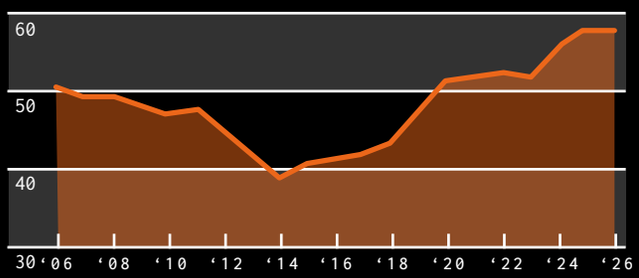
L'indagine 2026 segna però anche un cambiamento culturale. Per la prima volta, la tutela del capitale scende sotto la soglia della maggioranza assoluta come obiettivo dell'investimento: era il 62,2% nel 2019, arriva al 48,8% nel 2026. È un passaggio importante perché mostra che la sicurezza nominale non basta più. L'inflazione del 2022 e del 2023 ha lasciato una lezione: tenere i risparmi fermi sui conti può dare tranquillità psicologica, ma può anche erodere potere d'acquisto.

La liquidità resta desiderata, ma non appare più priva di costo. La ricerca della protezione deve quindi spostarsi da una sicurezza statica a una sicurezza costruita: diversificazione, orizzonte temporale, consulenza, strumenti coerenti con gli obiettivi. È qui che il risparmio può iniziare a cambiare natura, passando da deposito difensivo a capitale orientato.

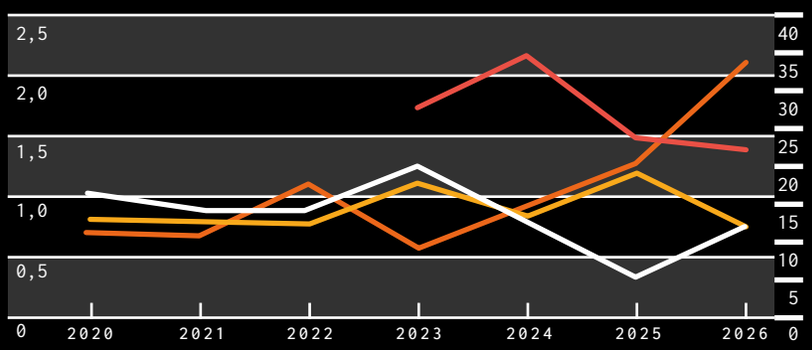
GLI ITALIANI E IL RISPARMIO

In Italia il risparmio finanziario al netto dei debiti ammonta a 5.400 miliardi di euro, pari a 2,4 volte il Pil. Ma restano i nodi dell'avversione al rischio, della previdenza debole e della fiducia selettiva

Evoluzione del peso dei risparmiatori sul totale degli intervistati



Le basi della consapevolezza delle scelte finanziarie



Ratio di competenza minima (asse sx): rapporto tra risposte esatte e sbagliate a cinque domande di calcolo finanziario semplificato, sull'inflazione, le obbligazioni, le azioni, i mutui e l'interesse composto.

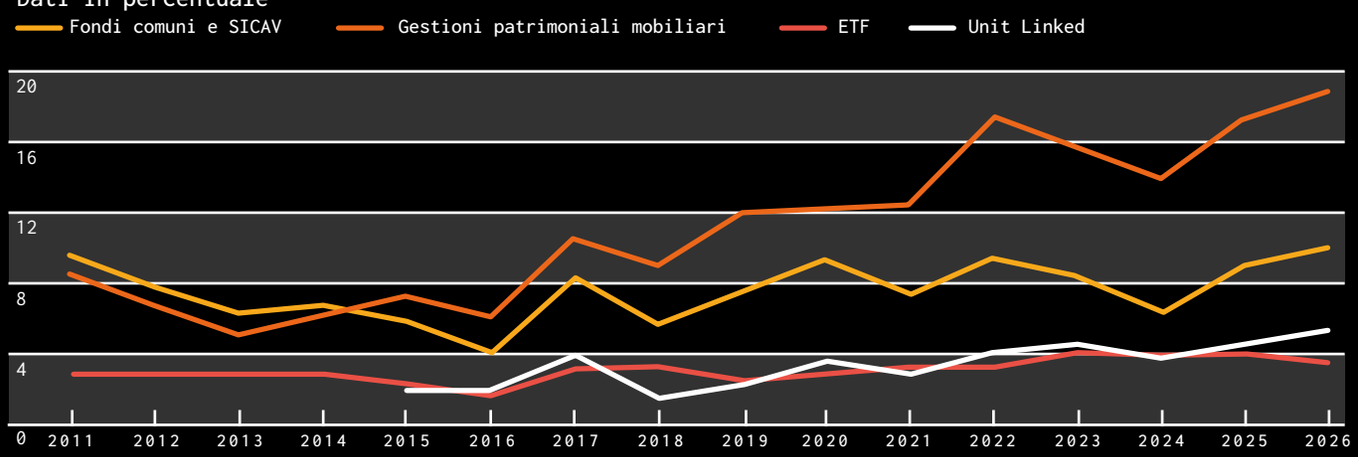
Ratio di autodifucia (asse sx): rapporto tra chi si ritiene competente in materia finanziaria e chi si valuta in modo opposto.

Ratio di informazione (interesse) (asse sx): rapporto tra gli intervistati che si dichiarano interessati alle informazioni economiche e finanziarie e non.

Ratio di avversione al rischio (asse dx): rapporto tra chi non è favorevole a correre rischi negli investimenti finanziari per aumentarne il rendimento e chi invece lo è. Per ogni ratio il valore di equilibrio, che divide a metà la distribuzione delle risposte, è 1.

Possessori (negli ultimi 5 anni) di forme di risparmio gestito, per tipo

Dati in percentuale



Non è una transizione rapida. Il ritorno delle obbligazioni conferma il bisogno di reddito e di strumenti percepiti come comprensibili: l'esposizione al comparto obbligazionario riguarda il 23,5% degli intervistati. Le azioni restano invece l'asset class del divario più evidente tra conoscenza e partecipazione: le conosce il 45% del campione, ma solo il 7,8% le ha detenute negli ultimi cinque anni. Eppure chi le utilizza mostra un'esperienza molto positiva, con un tasso di soddisfazione pari a 8,5.

Il segnale più interessante arriva dal risparmio gestito. Il 25-30% del campione possiede strumenti di gestione, una quota ormai simile a quella dei detentori di obbligazioni. Il tasso di soddisfazione tocca il 12,5. Crescono anche i piani di accumulo, che rappresentano il ponte più naturale tra prudenza italiana e investimento di lungo periodo: non richiedono di cambiare tutto in un momento, ma permettono di entrare gradualmente nel mercato, trasformando la disciplina del risparmio in disciplina dell'investimento.

PREVIDENZA E PROTEZIONE, I PILASTRI PIÙ FRAGILI

Il salto di qualità non riguarda però solo gli investimenti finanziari. Riguarda anche la capacità delle famiglie di proteggersi lungo l'intero ciclo di vita. Qui l'Indagine mostra una fragilità evidente. La previdenza complementare resta ferma al 22% del campione. Tra chi aderisce, oltre due terzi conferiscono il TFR, cioè una forma di risparmio già obbligato; il 68,7% non conosce i vantaggi fiscali della contribuzione volontaria. Anche l'assicurazione rimane la "gamba più corta" della stabilità familiare: le polizze vita coprono il 26,7% del campione, quelle sanitarie il 16,9%, le long-term care il 13,9%.

Sono numeri che pesano in un Paese destinato a invecchiare. Nella presentazione dell'Indagine, Gregorio De Felice, capo economista di Intesa Sanpaolo, collega la tenuta del risparmio alle grandi trasformazioni demografiche e tecnologiche che incideranno sulla traiettoria sociale ed economica dell'Italia. La domanda implicita è semplice: in una società più longeva, il risparmio da solo sarà sufficiente a garantire resilienza? La risposta sembra essere no, se non verrà accompagnato da una cultura previdenziale e assicurativa più evoluta.

Gli italiani risparmiano molto, ma non sempre trasformano quel risparmio in strumenti capaci di accompagnare bisogni futuri: integrazione pensionistica, protezione sanitaria, assistenza nella vecchiaia, trasmissione intergenerazionale, investimento in capitale umano. La solidità patrimoniale di oggi rischia quindi di non bastare domani, se resta concentrata in liquidità e cassa e non si apre a una pianificazione più ampia.

DIGITALE SÌ, MA CON FIDUCIA

La terza dimensione dell'Indagine è la tecnologia. Anche qui il quadro è meno lineare di quanto spesso si immagini. Il focus 2026 restituisce un sistema ancora ibrido: quando si tratta di gestione concreta del denaro, la filiale conserva un netto primato: il 58,1% opera prevalentemente allo sportello, il 26,5% in modalità mista e solo il 12,8% tramite app mobile.

La fiducia è il vero spartiacque. Circa un terzo degli intervistati non si fida affatto degli strumenti digitali e la preoccupazione dominante è la sicurezza: rischio di truffe e protezione dei dati sono citati dal 76,5% del campione. L'innovazione è accolta quando aumenta controllo, trasparenza e semplicità; viene respinta quando implica delega decisionale. Non sorprende, allora, che i sistemi completamente automatizzati basati sull'intelligenza artificiale incontrino una forte opposizione.

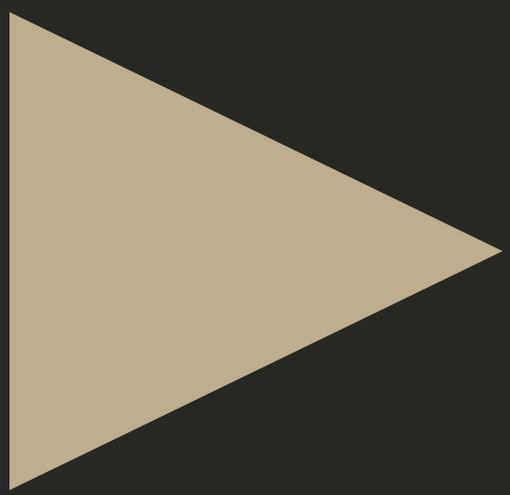
Anche in questo caso, la conclusione non è che il digitale non serva. Al contrario, può ampliare l'accesso, ridurre frizioni operative e aiutare i cittadini a monitorare meglio il proprio denaro. Ma da solo non sostituisce la relazione fiduciaria, soprattutto quando le decisioni riguardano investimenti, previdenza, protezione o passaggi patrimoniali complessi. La tecnologia funziona se rafforza la consapevolezza, non se pretende di sostituirla.

DA AMMORTIZZATORE A PROPULSORE

In un'economia europea che deve finanziare innovazione, competitività, transizione energetica, difesa, infrastrutture e crescita delle imprese, il capitale privato non può restare solo riserva difensiva: deve diventare anche motore. Per l'Italia significa affrontare una doppia sfida: proteggere la funzione sociale del risparmio e, allo stesso tempo, creare le condizioni perché una parte maggiore di quella ricchezza venga orientata verso investimenti produttivi.

Non si tratta di spingere i risparmiatori a rinunciare alla prudenza. Si tratta di trasformarla. La prudenza del futuro non coinciderà con l'immobilità, ma con la capacità di pianificare, diversificare, proteggersi, assumere rischi coerenti con il tempo a disposizione e usare tecnologia e consulenza per prendere decisioni migliori. È qui che le tre parole del sottotitolo dell'Indagine — tecnologia, consapevolezza e disciplina — trovano il loro senso.

Il risparmiatore italiano, piano piano, sembra uscire dal guscio. Lo fanno capire il calo della sicurezza del capitale come unico criterio, la crescita del risparmio destinato agli investimenti, la soddisfazione per il gestito, la diffusione dei piani di accumulo. Ma il percorso resta incompleto. La cultura del risparmio è ancora fortissima. Quella dell'investimento, della previdenza e della protezione deve diventare altrettanto solida. Solo allora il patrimonio delle famiglie potrà essere davvero ciò che il Paese oggi chiede: non soltanto un argine contro l'incertezza, ma un ponte verso il futuro.



LA PRIMA PIATTAFORMA DI VIDEO GRATUITI
PER I PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

Scoprila su: vision.focusrisparmio.com

Il tuo riferimento professionale per il risparmio gestito

FR|Vision è la piattaforma interattiva di broadcasting video ideata da Assogestioni Servizi.
Parte dell'ecosistema FocusRisparmio, offre gratuitamente contenuti live e on demand, corsi accreditati e interviste esclusive.
Scelta da oltre 20.000 esperti del settore, FR|Vision è un punto di riferimento per chi opera tutti i giorni nel risparmio gestito.

RISPARMIO E IMPRESA, IL PONTE ANCORA DA COSTRUIRE

Il Rapporto CASMEF LUISS mette in relazione due fattori ancora troppo distanti: da un lato la ricchezza finanziaria delle famiglie, dall'altro il fabbisogno di capitale del sistema produttivo.
Una quota residuale delle attività finanziarie è investito in azioni quotate italiane, mentre le aziende che diversificano l'accesso ai capitali crescono di più

Il risparmio italiano è abbondante. Il capitale per le imprese, invece, resta scarso. È dentro questa apparente contraddizione che si colloca uno dei nodi della crescita italiana ed europea: non la mancanza di risorse, ma la difficoltà di trasformarle in investimento produttivo, capitale paziente e sostegno all'economia reale.

Dopo aver osservato il risparmiatore dal lato delle scelte individuali (prudenza, liquidità, avversione al rischio, bisogno di protezione) il passaggio successivo è guardare dove quel risparmio potrebbe arrivare. Perché, se resta fermo o si concentra in strumenti difensivi, protegge i patrimoni ma non alimenta a sufficienza imprese, innovazione e competitività. Il Rapporto CASMEF LUISS 'Il capitale di rischio e la crescita economica in Italia e in Europa', recentemente presentato a Roma durante un evento promosso da AIPB dal titolo 'Risparmio e impresa: nuove traiettorie per la crescita', parte proprio da qui: dalla necessità di leggere insieme due mondi spesso analizzati separatamente, la ricchezza finanziaria delle famiglie e il fabbisogno di capitale del sistema produttivo.

Il contesto europeo rende il tema ancora più urgente. Dal 2000 il Pil degli Stati Uniti è quasi triplicato, mentre quello europeo è cresciuto di 1,4 volte. Per colmare il divario e sostenere transizione energetica, innovazione tecnologica e difesa comune, l'Europa dovrà mobilitare quasi 1.200 miliardi di euro di investimenti l'anno. Il problema è che una parte significativa del risparmio disponibile non arriva dove servirebbe. Resta liquida, si orienta verso strumenti percepiti come più sicuri o viene assorbita da impieghi che non sempre finanziano direttamente capitale di rischio e crescita aziendale.

IL PARADOSSO ITALIANO

Il Rapporto definisce questo squilibrio "paradosso del risparmio italiano". Da un lato, le famiglie dispongono di oltre 6.000 miliardi di euro di attività finanziarie; dall'altro, circa 1.600 miliardi restano liquidi sui conti correnti e meno dello 0,7% è investito in azioni quotate di imprese italiane. Una ricchezza privata ingente, quindi, fatica a diventare capitale per rafforzare il sistema produttivo.

È una distanza che, durante la presentazione del Rapporto, Angelo Camilli, vicepresidente di Confindustria per il Credito, la Finanza e il Fisco, ha letto come una grande opportunità ancora da attivare. "Oltre 6.000 miliardi di euro di attività finanziarie delle famiglie, di cui oltre 1.500 miliardi ancora mantenuti in forma liquida", ha ricordato Camilli. "Mobilitare anche solo una parte di queste risorse verso l'economia reale può rappresentare una leva importante per rafforzare la capacità delle imprese di investire, crescere e innovare".

Il dato è ancora più rilevante se letto insieme alla struttura dei portafogli. La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane ha raggiunto 6.488 miliardi di euro nel 2025, ma negli ultimi vent'anni è cresciuta a un tasso medio annuo del 2,6% in termini nominali e di appena lo 0,7% in termini reali. La difesa del patrimonio, da sola, non basta più se non riesce a proteggerne il potere d'acquisto nel tempo.

Eppure i portafogli restano molto orientati alla protezione. Il 63% delle famiglie indica come priorità la sicurezza di non perdere il capitale, mentre solo il 15% guarda al rendimento di lungo periodo. La liquidità pesa per il 36% dell'allocazione della ricchezza finanziaria investibile, contro l'11% degli Stati Uniti; le azioni rappresentano appena il 3%, contro il 30% americano. Il confronto dice molto: il risparmio italiano è forte, ma resta poco esposto agli asset di crescita.

IMPRESE ANCORA DIPENDENTI DAL CREDITO

Sul lato delle imprese, il quadro non è meno problematico. Le aziende italiane continuano a dipendere in modo rilevante dal credito bancario e mostrano una limitata propensione ad aprire il capitale. Il mercato del venture capital nazionale resta più piccolo rispetto a quello dei principali partner europei e il listino continua a perdere attrattività: tra il 2023 e la metà del 2025 si sono registrati 86 delisting a fronte di 62 nuove

quotazioni, con una perdita di capitalizzazione complessiva superiore a 44 miliardi di euro.

Secondo il Rapporto, quindi, domanda e offerta di capitale restano ancora distanti. Le imprese, soprattutto piccole e medie, hanno bisogno di risorse stabili per affrontare transizione digitale, energetica, crescita dimensionale, aggregazioni e passaggi generazionali. Le famiglie dispongono di ricchezza finanziaria elevata, ma la destinano solo in minima parte a strumenti capaci di sostenere direttamente l'economia produttiva.

È su questo punto che Giorgio Di Giorgio, direttore del CASMEF LUISS e tra gli autori del Rapporto, ha richiamato la necessità di lavorare sia sulla cultura finanziaria sia sul ruolo degli investitori di lungo periodo. "L'Italia ha ancora molto risparmio", ha affermato in occasione della presentazione, "ma le famiglie allocano relativamente poche risorse a investimenti in capitale di rischio, in particolare nelle piccole e medie imprese". Per Di Giorgio occorre quindi "lavorare sull'educazione finanziaria" e spingere per una crescita della previdenza integrativa e del contributo degli investitori istituzionali all'economia reale del Paese.

LE SCELTE CHE FANNO CRESCERE

Il Rapporto mostra però che le imprese capaci di compiere alcune scelte evolute crescono di più. L'analisi AIPB-Prometeia su 450 bilanci aziendali evidenzia tre comportamenti associati a migliori performance: diversificare le fonti di finanziamento, aprire il capitale e pianificare per tempo la continuità aziendale.

Nel triennio 2022-2024, le aziende con maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento hanno registrato un differenziale medio di crescita del fatturato del 106% rispetto alle altre. Per quelle con maggiore apertura del capitale il differenziale è del 46%, mentre per le imprese pronte al trasferimento e alla continuità aziendale arriva al 64%.

Sono dati che spostano il tema dal piano finanziario a quello strategico. La struttura del capitale non è solo una scelta tecnica: incide sulla capacità dell'impresa di investire, innovare, attrarre competenze, affrontare passaggi generazionali e restare competitiva. Ma, secondo i materiali del Rapporto, più di un imprenditore su tre non si è mai posto il tema della diversificazione delle fonti di finanziamento, mentre strumenti come private equity, minibond e club deal restano ancora poco conosciuti.

Il capitale paziente, dunque, non può arrivare dove non trova progetti, trasparenza e prospettive. Per mobilitare il risparmio servono anche imprese pronte ad aprirsi, rafforzare la governance e pianificare per tempo le fasi di crescita e trasmissione.

UNA RELAZIONE DA COSTRUIRE NEL TEMPO

Il nodo, quindi, non riguarda soltanto la disponibilità di risparmio. Riguarda la capacità di costruire un'infrastruttura di fiducia, competenze e strumenti che permetta di avvicinare famiglie e imprese senza forzature. Per le famiglie significa distinguere la liquidità necessaria da quella investibile, allungare l'orizzonte temporale e dare più spazio agli asset di crescita, senza perdere l'equilibrio con la protezione. Per le imprese significa ampliare le alternative di finanziamento, rafforzare la governance e preparare per tempo i momenti in cui il patrimonio aziendale cambia forma.

Durante l'evento di presentazione, Andrea Ragaini, presidente di AIPB, ha sintetizzato questa esigenza parlando di due grandi risorse già disponibili ma non ancora pienamente valorizzate: impresa e risparmio. "Per tornare a crescere occorre valorizzare appieno due grandi risorse che già abbiamo", ha dichiarato. "La consulenza finanziaria e patrimoniale può agire su un potenziale molto ampio".

La platea individuata è significativa: da un lato 88mila imprese con più di 10 addetti e una relazione bancaria già attiva sul finanziamento; dall'altro 12 milioni di famiglie con oltre 50.000 euro di ricchezza finanziaria investibile, pari complessivamente a 3.500 miliardi di euro. È in questo spazio che risparmio e impresa possono smettere di essere due grandezze parallele e diventare parte di una stessa strategia di crescita.

Ragaini ha richiamato anche il ruolo della consulenza come relazione continuativa, soprattutto quando impresa e patrimonio personale si intrecciano. Il private banking gestisce 1.400 miliardi di euro, di cui il 30% fa capo a imprenditori. "Impresa e patrimonio personale entrano quindi spesso nella stessa relazione di consulenza", ha osservato. Una relazione che, secondo Ragaini, genera anche conoscenza: "Il 91% dei nostri clienti dichiara di aver migliorato le proprie competenze finanziarie grazie al confronto con il private banker".

DAL RISPARMIO INATTIVO AL CAPITALE PER CRESCERE

Il messaggio di fondo è che la crescita non dipende solo da nuove risorse pubbliche o da nuovo debito. Dipende anche dalla capacità di usare meglio il patrimonio che già esiste. L'Italia ha una grande riserva di risparmio privato e un tessuto produttivo che ha bisogno di capitale per rafforzarsi. Ma tra questi due poli il collegamento resta debole.

Per costruirlo servono mercati più accessibili, regole stabili, maggiore educazione finanziaria e strumenti capaci di accompagnare gradualmente i risparmiatori verso investimenti di lungo periodo. Servono però anche imprese pronte ad aprirsi, diversificare, pianificare e dotarsi di governance adeguate.

Il passaggio decisivo è culturale prima ancora che tecnico. Il risparmio non deve perdere la sua funzione di protezione, che resta essenziale per le famiglie. Ma una parte di quella ricchezza può diventare anche motore di sviluppo, se viene orientata verso imprese capaci di crescere e innovare. È qui che il risparmio smette di essere solo riserva privata e diventa infrastruttura economica. Ed è qui che si gioca una parte importante della competitività italiana ed europea.



NEW PERSPECTIVE FUND

Il cambiamento è una costante.

Un fondo azionario globale creato per un mondo in rapida evoluzione. Scopri come un approccio flessibile e un'approfondita ricerca fondamentale possono individuare le aziende leader del cambiamento.

Per maggiori dettagli, vai su
capitalgroup.com/it/newperspective

SOLO PER GLI INVESTITORI PROFESSIONALI
Comunicazione a fini promozionali. Gli investimenti comportano rischi.
Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono sia aumentare che diminuire e non possono essere garantiti. Questa comunicazione è pubblicata da Capital International Management Company Sàrl (CIMC), che è soggetta alla regolamentazione della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, autorità di vigilanza finanziaria in Lussemburgo). Tutti i marchi commerciali Capital Group sono di proprietà di The Capital Group Companies, Inc. o di una società affiliata. © 2026 Capital Group. Tutti i diritti riservati.

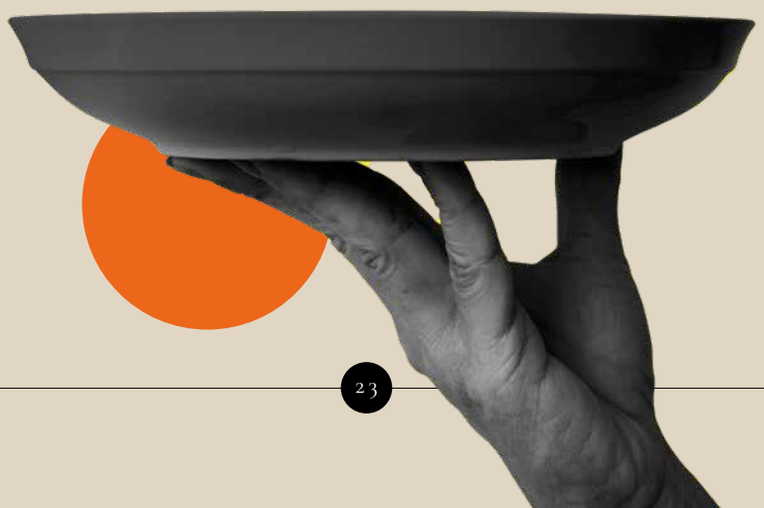
CAPITAL GROUP™

DI > BRUNO BERNASCONI
Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali



INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI ANCORA IN CRESCITA: I RISULTATI DEL 2025

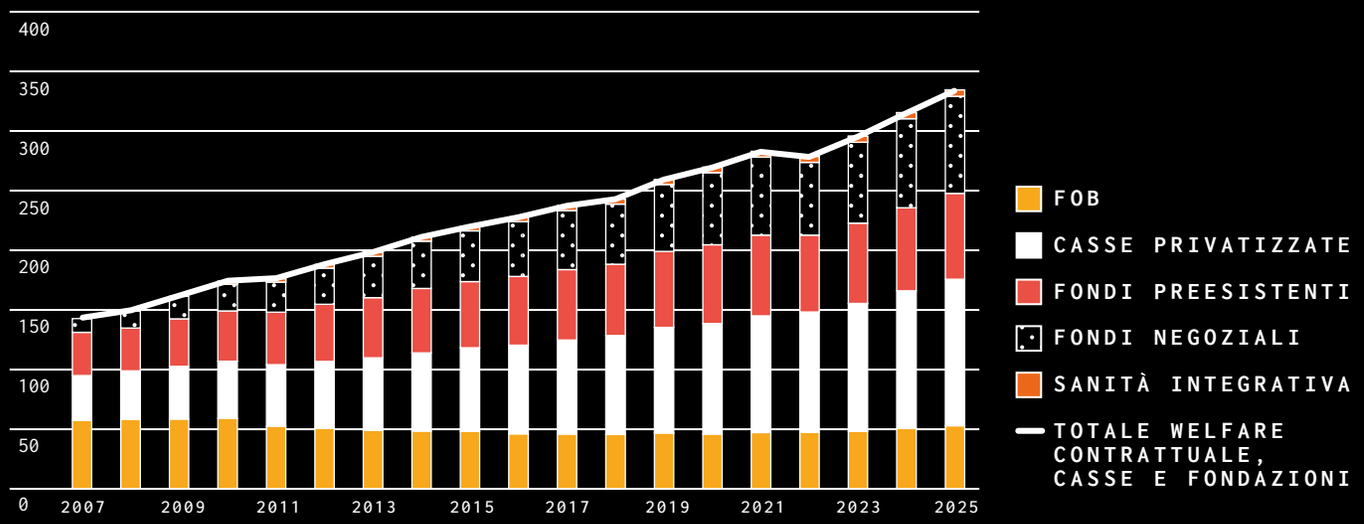
Sale e supera i 1.000 miliardi il patrimonio degli investitori istituzionali italiani, che registra rendimenti positivi della categoria in linea con la tenuta dei mercati nonostante uno scenario congiunturale complesso. E la prospettiva è quella di un possibile ulteriore sviluppo del settore, anche grazie alle recenti novità normative



IL PATRIMONIO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI

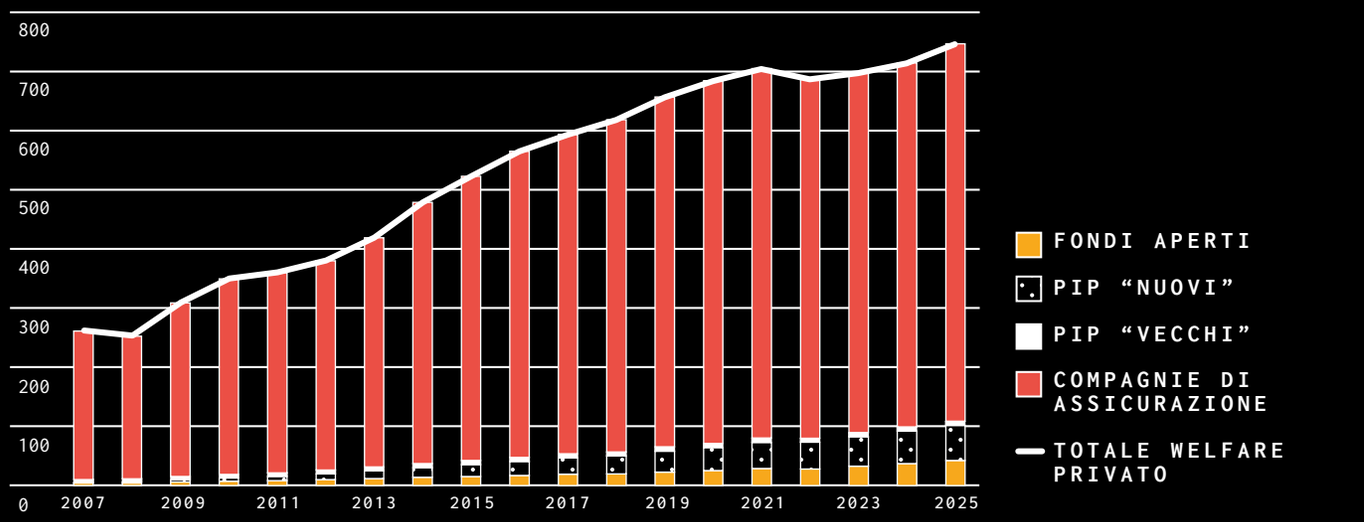
Crescita del patrimonio totale di welfare contrattuale, Casse e Fondazioni

Valori in miliardi di euro



Crescita del patrimonio totale del welfare privato

Valori in miliardi di euro



Fonte: Tredicesimo Report Itinerari Previdenziali ‘Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l’anno 2025’

DI > BRUNO BERNASCONI
Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

Prosegue anche nel 2025 la crescita del patrimonio degli investitori istituzionali italiani (welfare contrattuale e fondazionale), passato dai 142,85 miliardi di euro del 2007 ai 334,28 miliardi del 2025, con un incremento complessivo del 134% e un aumento di 19 miliardi rispetto al 2024. In percentuale del PIL, il patrimonio di fondi pensione negoziali e preesistenti, Casse Privatizzate, Fondazioni di origine Bancaria e forme di assistenza sanitaria integrativa è pari al 14,8%.

Includendo anche il welfare privato (Compagnie di Assicurazione del settore Vita, rami I, IV e V, fondi aperti e PIP), il patrimonio totale raggiunge i 1.081 miliardi, con un aumento di 51,34 miliardi rispetto all'anno precedente e un'incidenza sul PIL del 48%.

Questo è il quadro che emerge dal Tredicesimo Report Itinerari Previdenziali 'Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2025', ossia quello di un Paese che ha visto il patrimonio degli investitori istituzionali in costante crescita negli anni nonostante le diverse crisi che si sono succedute sui mercati finanziari, raggiungendo una dimensione rilevante anche nel confronto internazionale pur con ancora ampie potenzialità di sviluppo.

In particolare, per quanto riguarda la sola previdenza complementare, la Legge di Bilancio 2026 ha introdotto alcune importanti novità che potrebbero generare ulteriori rafforzamenti patrimoniali. Tra le altre, dall'1 luglio 2026, per i lavoratori dipendenti del settore privato di prima assunzione è previsto un meccanismo di adesione automatica, con i contributi versati che, a differenza di quanto avveniva in precedenza, non vengono più destinati automaticamente a un comparto garantito o particolarmente prudente ma investiti in percorsi life-cycle. A ciò si aggiunge una maggiore flessibilità nell'erogazione delle prestazioni, con la possibilità per i fondi pensione di gestire direttamente le rendite consentendo idealmente di ridurre i riscatti, RITA e le trasformazioni in rendita assicurativa che, in totale, nel 2025 sono state pari a 5,1 miliardi.

GLI INVESTIMENTI DEL MERCATO ITALIANO

Nel complesso, sono 268 i player istituzionali operativi a fine 2025. Nel report viene analizzato il patrimonio di tutti i 33 fondi negoziali, delle 20 Casse Professionali Privatizzate, delle prime 32 delle 84 Fondazioni di origine Bancaria (pari all'89% del totale) e dei 37 maggiori fondi preesistenti (pari al 93% del totale), per un ammontare complessivo di 319 miliardi di euro. Di questi, 121 miliardi sono affidati a gestori professionali tramite mandati e ulteriori 125 miliardi sono investiti direttamente in OICR, FIA, ETF e polizze, veicoli dedicati inclusi. Nel complesso, quindi, l'affidamento diretto o indiretto alle società di gestione ammonta a 246 miliardi di euro, poco meno dell'80% del patrimonio totale.

Nel dettaglio, la gestione indiretta risulta particolarmente rilevante per i fondi negoziali, il cui patrimonio complessivo ammonta a 81,517 miliardi di euro, con un incremento di 6,92 miliardi rispetto al 2024. Tuttavia, continua ad ampliarsi la quota di investimenti diretti pari nel 2025 a 878 milioni, quasi triplicati rispetto ai 300 milioni del 2021. Di questi, circa 860 sono rappresentati da quote di fondi d'investimento alternativi, a cui si aggiunge l'esposizione ai private market tramite 34 mandati di gestione alternativi per circa 1,3 miliardi. In crescita anche le risorse dei 37 fondi preesistenti analizzati dal report, passate dai 65,253 del 2024 a 67,184 miliardi. La parte affidata a gestori tramite mandati ammonta a 28,7 miliardi, mentre gli investimenti diretti sono pari a 40,31 miliardi di euro, di cui 27,658 in polizze assicurative principalmente di ramo I o ramo V (gestioni separate). La gestione diretta comprende, inoltre, 5,8 miliardi di SICAV e SIF di diritto lussemburghese dedicate, riferite a tre fondi preesistenti, e 2,86 miliardi di fondi alternativi.

Per quanto riguarda le 20 Casse di Previdenza, nel 2025 il patrimonio complessivo ha toccato i 122,68 miliardi, confermando la spiccata tendenza per l'investimento diretto, che vale l'88,5% del totale attivo. Nel dettaglio, degli oltre 108 miliardi di investimenti diretti circa il 60% è impiegato in strumenti del risparmio gestito, inclusi fondi e veicoli dedicati soprattutto alla gestione del patrimonio immobiliare, oltre che della parte liquida e illiquida del portafoglio. In particolare, il ricorso a questa tipologia di strumenti contribuisce a spiegare il calo progressivo negli anni degli immobili detenuti direttamente, che sono stati via via fatti confluire in fondi dedicati, e la progressiva diminuzione del peso dei mandati di gestione. Gli OICR valgono 25,56 miliardi, mentre i FIA ammontano a 26,6 miliardi, con il peso maggiore ricoperto dal settore real estate (57,7%) seppur in costante diminuzione negli anni a favore di private equity (16,8%), infrastrutture (10,14%) e private debt (8,8%), mentre rimane modesta la quota di venture capital (1,02%). Infine, le Fondazioni di origine Bancaria gestiscono un patrimonio di 53,1 miliardi. In termini di ripartizione per asset class, una quota rilevante (il 21,4%) è investita nella banca conferitaria, anche se il relativo peso è in costante diminuzione pur rimanendo importante per il dividendo. A differenza degli altri investitori istituzionali, infatti, le Fondazioni non hanno entrate contributive e possono contare solo sui proventi della gestione finanziaria, con strategie di investimento mirate in primis alla conservazione del valore del patrimonio, ma anche a conseguire rendimenti che possano sostenere l'attività erogativa. Solo lo 0,5% è affidato in gestione tramite mandato e circa il 74% è relativo a investimenti diretti. La gestione degli investimenti è infatti cambiata molto nel tempo: si ricorre sempre meno alle gestioni patrimoniali e si consolida la tendenza all'utilizzo di fondi o veicoli

DI > BRUNO BERNASCONI
Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

dedicati a una o più Fondazioni, di natura prevalentemente multi-asset, arrivati a rappresentare il 37,3% dell'attivo. Nel complesso, sono circa 35 i miliardi allocati in prodotti di gestione collettiva.

I RENDIMENTI 2025 E DEL PRIMO SEMESTRE 2026

Il 2025 è stato un anno positivo per i mercati finanziari, nonostante una prima parte penalizzata dal persistere di uno scenario geopolitico complesso, ulteriormente deterioratosi con lo scoppio del conflitto tra Stati Uniti e Iran lo scorso febbraio. La tenuta dei mercati, pur in presenza di rischi al ribasso significativamente più elevati, si è riflessa sui risultati degli investitori istituzionali, che hanno registrato in media rendimenti positivi: i fondi aperti e i PIP-Unit Linked hanno segnato rispettivamente un +5,7% (+6,5% nel 2024) e un +5,1% (+9% nel 2024), seguiti dai fondi negoziali con il 4,8% (+6% nel 2024) e dai fondi preesistenti con il 3,8%; le gestioni separate hanno registrato un +1,5% e le Fondazioni di origine Bancaria un +7,5%.

Ampliando il periodo di analisi, più in linea per una corretta valutazione della redditività del risparmio previdenziale, emerge come la buona diversificazione degli investimenti abbia consentito di mantenere un vantaggio nella media a 10 anni, per i rendimenti sia composti sia cumulati, su inflazione e media quinquennale del PIL, pareggiando il rendimento del TFR con l'eccezione dei fondi negoziali. Anche i risultati dell'ultimo triennio mostrano rendimenti nettamente positivi e superiori ai benchmark del TFR e dell'inflazione in scia al recupero dei mercati finanziari dopo il crollo del 2022, che invece pesa ancora sui risultati a 5 anni. Risultati positivi confermati anche nel primo semestre 2026, nonostante l'incertezza legata all'evoluzione del conflitto in Medio Oriente che ha penalizzato l'andamento del primo trimestre: 3,8% per i fondi negoziali, 4,3% per i fondi aperti, 5,7% per i PIP 'nuovi' mentre le gestioni separate di ramo I hanno segnato +0,8%. Scomponendo per linee di investimento, i comparti azionari hanno registrato performance in media pari al 6,7% nei fondi negoziali, al 6,8% negli aperti e all'8,1% nei PIP di ramo III; nelle linee bilanciate i risultati sono in media pari al 4% nei fondi negoziali, al 4,4% nei fondi aperti e al 4,7% nei PIP. Rendimenti medi intorno all'1% si rilevano per i comparti obbligazionari e garantiti. Nello stesso semestre, il TFR è cresciuto del 2,3% e l'inflazione del 2,7%.

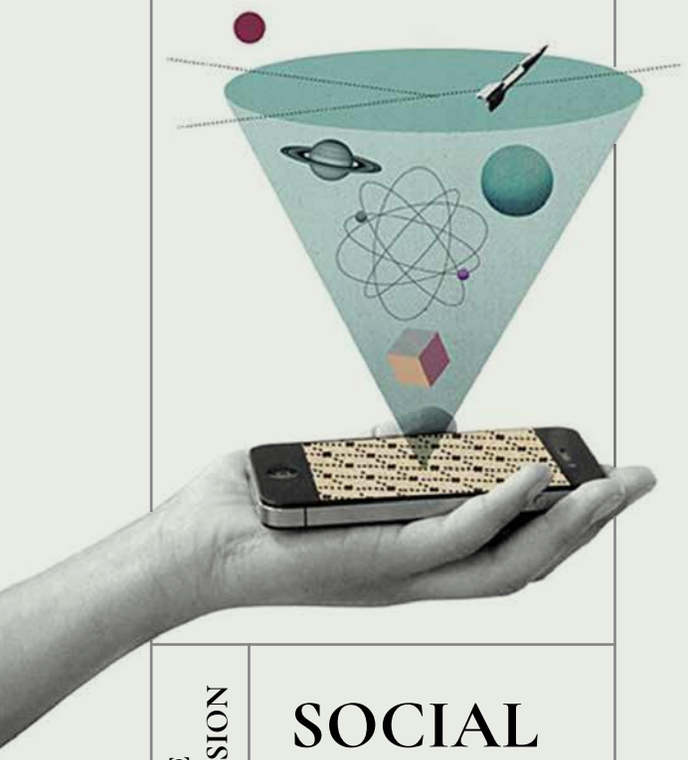
CHARTS

RENDIMENTI A CONFRONTO:

ANNUI DAL 2015 AL 2025, MEDI ANNUI COMPOSTI A 3, 5 E 10 ANNI, CUMULATI

												Rendimento medio annuo composto			Rendimento cumulato		
	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	3 anni	5 anni	10 anni	3 anni	5 anni	10 anni
Fondazioni di origine Bancaria	7,5	6,8	4,9	3,5	5,7	3,6	6,5	2,7	5,3	3,4	3,4	6,4	5,7	5	20,4	31,8	62,6
Fondi negoziali	4,8	6	6,7	-9,8	4,9	3,1	7,2	-2,5	2,6	2,7	2,7	5,8	2,3	2,4	18,5	12,2	27,3
Fondi preesistenti	3,8	4,3	4,4	-4,4	4,1	2,6	5,6	-0,2	3,2	3,3	2	4,2	2,4	2,6	13	12,5	29,7
Fondi aperti	5,7	6,5	7,9	-10,7	6,4	2,9	8,3	-4,5	3,3	2,2	3	6,7	2,9	2,6	21,5	15,4	29,7
PIP – Gestioni separate	1,5	1,4	1,3	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,1	2,5	1,4	1,3	1,5	4,3	6,9	16,5
PIP – Unit linked	5,1	9	8,4	-11,5	11	-0,2	12,2	-6,5	2,2	3,6	3,2	7,5	4,1	3,1	24,2	22	35,2
Rivalutazione TFR	1,9	1,9	1,6	8,3	3,6	1,2	1,5	2	2	1,5	1,2	1,8	3,4	2,5	5,5	18,4	27,9
Inflazione	1,5	1	5,7	8,1	1,9	-0,2	1	1,2	1,1	-0,1	0,1	2,7	3,6	2	8,4	19,4	22,4
Media quinquennale PIL	4,3	3,9	2,7	1	0,1	2	1,9	1,3	0,6	0,6	0,6	3,6	2,5	1,9	11,2	13,2	21,1

Fonte: Tredicesimo Report Itinerari Previdenziali 'Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2025'



SCOPRI LE SERIE
E LE NOVITÀ DI FR|VISION

SOCIAL & WEB

FR | International

The real estate sector needs a pan-European vision to redefine its role within investment portfolios

According to Vanessa Roux-Collet, ceo Europe at AEW, this asset class is undergoing a period of significant evolution in which broadening horizons is key: more geographies, more selection, more active management, and greater integration with infrastructure, energy, and the climate transition

A CURA DI > ANTONIO POTENZA

in INTERACTIONS | I post più cliccati

Previdenza complementare: la pianificazione diventa una priorità, ma pesa la sfiducia

Secondo un nuovo studio di Amundi, gli italiani sono convinti che il 38% del reddito pensionistico proverrà da risparmi e investimenti. Ma faticano a tradurre le intenzioni in azioni. Il consulente resta centrale, limitato il ruolo di AI e influencer

Sandrin (L&G): "Per gli asset manager è arrivato il momento di parlare al retail"

Per il manager, siamo all'inizio di una nuova fase per l'industria che nel segmento al dettaglio si confronta sempre più con investitori più digitali. Che cosa è destinato a cambiare e che cosa rimarrà rilevante, nell'intervista al neo head of Europe Wholesale di L&G

Previdenza, il patrimonio degli istituzionali sale a 1.081 miliardi

Itinerari Previdenziali: vale il 48% del PIL. E i rendimenti si confermano positivi. Nel 2025 la previdenza complementare ha raggiunto quota 262 miliardi: "Ampi margini di crescita, anche grazie alle novità normative"

Giovani e investimenti, la consulenza cambia pelle: "Il futuro è ibrido"

Per Giuliano Palumbo, presidente di CFA Society Italy, l'industria deve prepararsi al trasferimento generazionale della ricchezza puntando su competenze, trasparenza e fiducia

ALTERNATIVI

34

Capitali in cerca di nuove rotte

Preqin analizza esposizione e attese degli LP italiani che investono in strumenti alternativi. I dati per comparto e strategia

37

Il valore oltre i grandi deal

I segnali di ripresa del private equity disegnano un quadro in cui la ricerca di valore si muove oltre le zone finora più battute

46

Geopolitica e materie prime

Conflitti, blocchi navali e mappe dei rischi primeggiano nella determinazione dei prezzi. I vantaggi dell'approccio barbell applicato all'asset class

Evergreen e ELTIF

La nuova stagione dei private markets



LA NUOVA STAGIONE EUROPEA DEI PRIVATE MARKETS

Evergreen ed ELTIF stanno ampliando il perimetro degli investimenti alternativi sul continente, con il patrimonio arrivato a quota 213,7 miliardi di euro nel primo semestre 2026. Infrastrutture, private equity e private credit guidano una crescita che si accompagna a un'offerta sempre più ampia

Per anni gli alternativi sono stati soprattutto una questione di accesso: porte strette, capitali pazienti e veicoli costruiti per una platea relativamente circoscritta di investitori. Ora quei confini stanno iniziando ad allargarsi, anche sulla sponda orientale dell'Atlantico. In Europa cresce infatti l'universo rappresentato da evergreen ed ELTIF, strutture pensate per avvicinare il capitale privato a una platea più ampia e che stanno rapidamente aumentando sia per patrimonio che per profondità dell'offerta. Una dinamica ben fotografata nell'analisi realizzata da Novantigo per FocusRisparmio, i cui risultati parlano in modo univoco: a giugno 2026 sono 467 fondi di categoria domiciliati nel Vecchio Continente, per un patrimonio complessivo in crescita del 19% nel semestre e che oscilla tra i 213,7 miliardi di euro complessivi e 193 miliardi dei soli veicoli aperti. Ma la traiettoria racconta anche qualcosa di più.

CRESCITA CONTINUA

Quello di Novantigo non è soltanto l'ultimo scatto di un mercato in espansione, insomma, perché il report racconta in realtà un cambiamento più profondo. Il patrimonio complessivo dei veicoli monitorati è passato dai 108,2 miliardi di euro del 2024 ai 122,5 miliardi del primo trimestre 2025, per poi salire a 138,3 miliardi nel periodo aprile-giugno e a 155,9 miliardi in quello immediatamente successivo. Risultato: 179,3 miliardi a fine anno, prima di superare i 199 miliardi a marzo 2026 e arrivare così alla cifra attuale che contraddistingue il giro di boa. Una crescita fattasi sempre più veloce proprio negli ultimi mesi, in quella che può essere interpretata come la risposta degli investitori a un periodo di forte incertezza per le classi di attivo tradizionali. Il caos dei mercati sembra dunque star premiando l'asset class unitamente a logiche industriali che aumentano il focus degli operatori su prodotti a maggiore redditività. Non è infatti un caso che, nell'ambito di questa espansione, a cambiare siano stati anche i pesi relativi delle diverse strategie. A inizio 2026 il private equity rappresentava il principale segmento, con 76,3 miliardi di euro, mentre i 59,9 miliardi di masse collocavano il private debt al secondo posto ma ampiamente davanti agli altri comparti: dalle infrastrutture (31,7 miliardi) ai fondi multi-asset (28,7 miliardi) fino al real estate (13,3 miliardi).

INFRASTRUTTURE IN PRIMA FILA

La composizione degli AUM racconta però, a sua volta, solo una parte della storia. A essere particolarmente significativo è il ritmo con cui stanno crescendo i diversi comparti. Ad aver registrato l'incremento più marcato nel primo semestre del 2026 sono infatti le infrastrutture, con masse in aumento del 43% rispetto a fine 2025, mentre il private equity è cresciuto del 26%. Sono dinamiche che spostano progressivamente il baricentro del mercato verso segmenti nei quali il capitale privato viene associato a esposizioni di più lungo periodo. Il risultato è un universo nel quale convivono ormai dimensioni molto diverse: da un lato le grandi strategie di investimento, dall'altro comparti più specialistici e soluzioni a elevato grado di diversificazione. Ma la crescita degli evergreen appare diffusa anche nel private credit, nonostante il settore abbia archiviato il semestre ad 'appena' il 19%. Dei 93 fondi appartenenti al segmento che Novantigo monitora, più di metà ha infatti registrato un aumento degli AUM e sette sono troppo recenti per permettere di raccogliere dati patrimoniali. Un risultato indice di un mercato ancora in costruzione e che trova conferma anche nel numero di debutti.

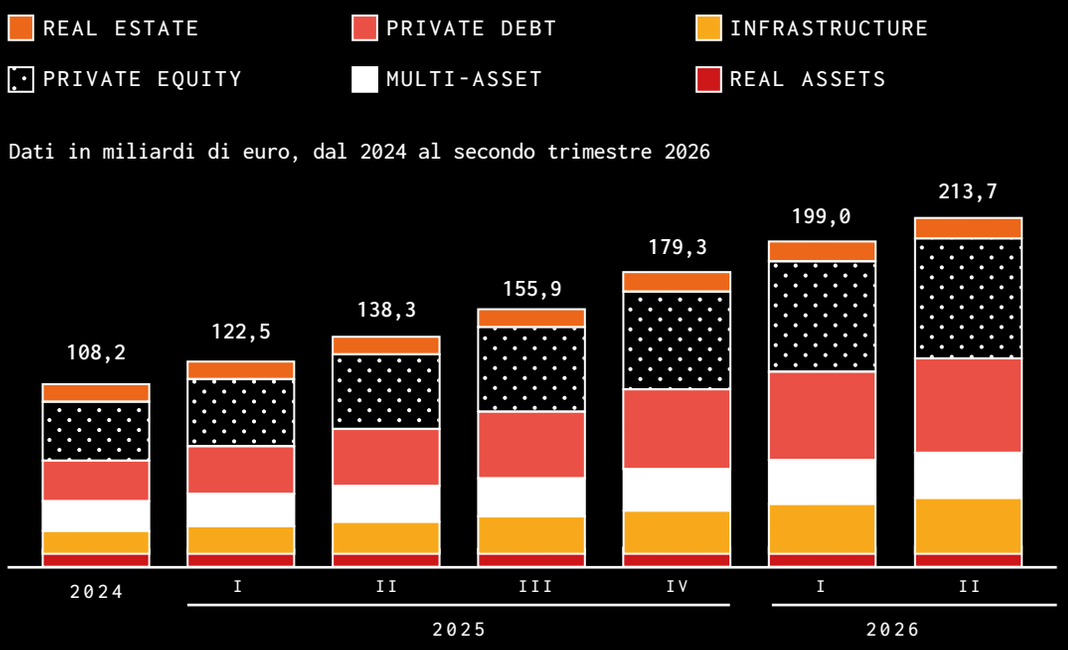
SALTO DELL'OFFERTA

Il 2025 è stato un anno record anche per i nuovi fondi evergreen: 126

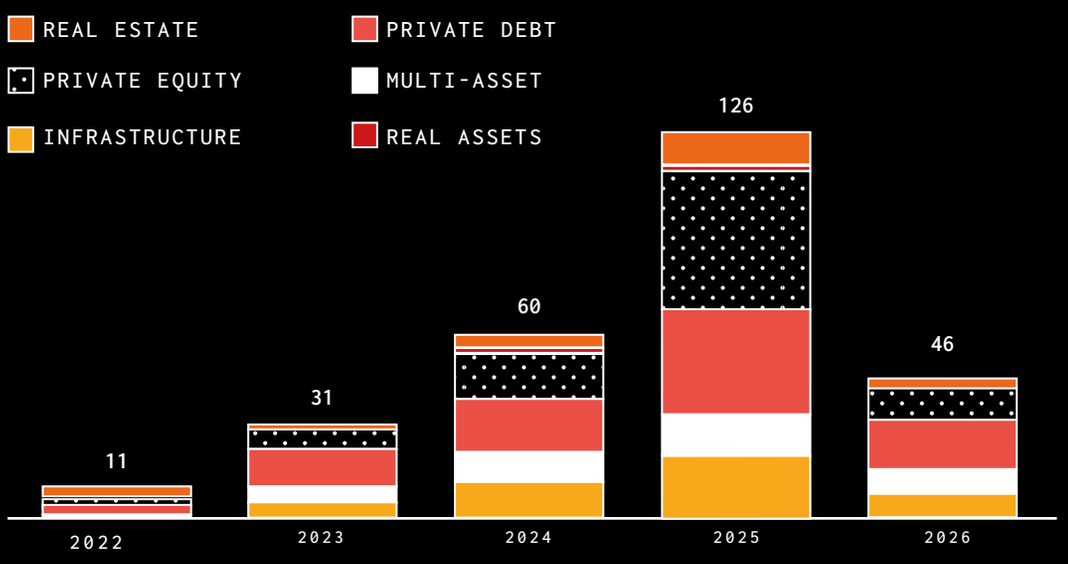
DI > GIULIO ZANGRANDI

FOCUS RISPARMIO LAB

PATRIMONIO GESTITO DEI FONDI EVERGREEN E DEGLI ELTIF DOMICILIATI IN EUROPA PER CLASSE DI ATTIVI



LANCI DI FONDI EVERGREEN PER ANNO



Fonte: Novantigo Evergreen Funds Navigator

i veicoli lanciati, escludendo gli ELTIF closed-end. Nel solo primo semestre del 2026 se ne contano invece già 46, tra novità assolute e registrazioni. L'analisi mostra quanto rapidamente sia aumentata l'offerta: dagli appena 11 nuovi veicoli del 2022 si è passati a 31 nel 2023 e a 60 nel 2024, fino al picco dell'anno scorso. E delle matricole apparse da inizio anno, il cui numero rappresenta peraltro già più di un terzo del totale registrato nel 2025, ben 15 sono dedicate al private credit mentre solo 11 al private equity.

PLATEA PIÙ AMPIA

È questo, in definitiva, il passaggio che rende interessante l'evoluzione degli evergreen europei. Il capitale privato non sta semplicemente crescendo, ma sta trovando nuove forme per essere distribuito e detenuto. Con 467 fondi tra evergreen ed ELTIF monitorati e oltre 213 miliardi di euro di AUM, il segmento ha ormai assunto dimensioni rilevanti. La crescita particolarmente rapida delle infrastrutture, il consolidamento del private credit e il record di nuovi lanci mostrano però come il processo sia tutt'altro che concluso. La direzione presa dal continente sembra quindi essere quella di un mercato privato meno confinato alle strutture tradizionali e sempre più articolato in veicoli, strategie e modalità di accesso differenti. È una trasformazione che, più che nei numeri assoluti, si legge nella velocità con cui patrimonio e offerta stanno cambiando.

LA PORTA SI APRE MA NON PER TUTTI

La riforma degli ELTIF ha accelerato la crescita dei fondi europei dedicati agli investimenti privati. Eppure, il settore resta una nicchia da 34 miliardi di euro. Per il CFA Institute l'apertura al retail è possibile, ma a patto di rafforzare suitability, trasparenza e controllo dei costi



Per anni private equity, private credit e infrastrutture sono rimasti soprattutto un territorio per investitori professionali. Ora l'Europa prova ad aprire quella porta anche al retail. La riforma degli European Long-Term Investment Funds (ELTIF), entrata in vigore nel 2024, ha infatti ampliato gli asset eleggibili e reso più flessibili le regole sui portafogli nell'intento di dare nuovo impulso a un segmento che non aveva conquistato l'industria. Il mercato è cresciuto, ma resta lontano dalle dimensioni necessarie per incidere in misura significativa sulle allocazioni dei risparmiatori e sul finanziamento dell'economia reale. È questo il punto di partenza dell'ultimo paper dell'Institute Research & Policy Center di CFA. Un'analisi che invita a non confondere l'apertura normativa con la nascita di un prodotto di massa: l'accesso agli alternativi può essere ampliato, ma deve procedere insieme alle tutele per gli investitori.

NICCHIA IN CRESCITA

I numeri mostrano comunque quanto sia cambiato il settore in poco tempo. A fine 2025 gli ELTIF gestivano circa 34 miliardi di euro, a fronte degli 8.200 miliardi dell'intero comparto europeo dei fondi alternativi. Una crescita significativa rispetto alla fase iniziale: nell'ottobre 2021 erano appena 57 i fondi lanciati, per 2,4 miliardi di euro di patrimonio. La revisione normativa ha contribuito a imprimere una forte accelerazione, con un numero record di nuovi prodotti lanciati nel 2024 e nel 2025. La distanza rispetto al resto dell'industria resta però ampia. Per il CFA Institute, la crescita degli ELTIF dovrà tradursi anche in maggiore scala, sia a livello di settore sia dei singoli fondi, per rendere il formato più efficiente e favorirne la diffusione. È un passaggio importante soprattutto per strumenti che investono in attività private e illiquide, dove le dimensioni ridotte dei veicoli possono pesare sulla struttura complessiva del prodotto.

RETAIL O NO?

È proprio sul rapporto con la clientela retail che il report invita a evitare letture troppo semplicistiche della riforma. L'accesso ai private markets può offrire benefici in termini di diversificazione e di rendimento atteso grazie al premio per l'illiquidità,

ma richiede un livello di conoscenza e una capacità di sopportare forti oscillazioni e orizzonti temporali più lunghi rispetto a quelli tipici di altri prodotti destinati ai risparmiatori. Il punto, quindi, non è tanto se gli ELTIF possano essere distribuiti al retail, quanto a quale segmento della clientela siano effettivamente adatti. Il CFA Institute suggerisce un approccio iniziale prudente, concentrato sugli investitori più esperti, e osserva come diversi operatori abbiano già adottato criteri di accesso più stringenti rispetto ai requisiti minimi previsti dalla normativa. Del resto, la stessa distribuzione della ricchezza suggerisce che il bacino potenziale sia necessariamente concentrato. Secondo i dati della BCE citati dal report, il 10% più ricco delle famiglie dell'area euro detiene il 57% della ricchezza netta complessiva. Ancora più concentrata è la detenzione degli strumenti finanziari: circa l'80% di azioni, fondi di investimento e obbligazioni è nelle mani del decile superiore. Per il CFA Institute, è quindi soprattutto questa fascia di investitori a rappresentare il naturale bacino per i fondi di lungo termine.

IL NODO ILLIQUIDITÀ

La selezione della clientela assume particolare rilievo per la struttura stessa degli ELTIF. Gli investimenti sottostanti sono spesso difficilmente negoziabili e non dispongono di prezzi osservabili con la stessa frequenza degli strumenti quotati. Nei fondi chiusi il capitale può rimanere impegnato per diversi anni, mentre nelle strutture semiliquide le possibilità di rimborso sono subordinate a periodi minimi di detenzione, finestre temporali, limiti alle richieste e altri strumenti di gestione della liquidità. Per il CFA Institute, questi elementi devono entrare pienamente nella valutazione di adeguatezza. La suitability non può quindi limitarsi alle caratteristiche finanziarie dell'investitore, ma deve tenere conto anche della sua capacità di sostenere un investimento illiquido, della complessità del prodotto, delle modalità di valorizzazione degli attivi e dell'orizzonte temporale richiesto. Il report invita per questo a rafforzare l'adattamento delle regole MiFID alle caratteristiche specifiche dei private asset funds.

DISTRIBUZIONE SELETTIVA

Il risultato è un modello di apertura al retail più selettivo di quanto possa suggerire la semplice eliminazione delle precedenti restrizioni normative. La riforma del 2024 ha infatti eliminato alcuni vincoli precedentemente previsti per gli investitori retail, tra cui l'investimento minimo e il limite del 10% del portafoglio, lasciando maggiore spazio alla valutazione di adeguatezza. Il settore sembra comunque muoversi già in questa direzione. Il CFA Institute rileva che in diversi Paesi gli standard di distribuzione adottati dagli operatori sono più restrittivi dei requisiti minimi fissati dalla normativa e che alcuni gestori utilizzano soglie patrimoniali o di investimento per individuare la clientela ritenuta più adatta. Per il report, questa concentrazione sui segmenti più alti della piramide della ricchezza non rappresenta necessariamente un ostacolo allo sviluppo del comparto, considerando proprio la forte concentrazione degli asset finanziari tra le famiglie più abbienti.

PREVIDENZA

Un altro canale individuato dal CFA Institute è quello degli investitori istituzionali e, in particolare, dei fondi pensione. La revisione delle regole europee sulla previdenza potrebbe favorire una maggiore presenza di ELTIF e altri asset illiquidi nei portafogli di lungo periodo. In questo caso, la natura degli investitori consente di affrontare il tema della complessità attraverso processi strutturati di analisi e due diligence sugli strumenti, sugli attivi sottostanti, sulle modalità di valorizzazione e sui rischi. È un canale particolarmente rilevante anche alla luce degli obiettivi della Savings and Investments Union, che punta a mobilitare maggiormente il capitale europeo verso imprese, infrastrutture e attività di lungo periodo. In questo quadro, il ruolo degli investitori istituzionali può affiancare quello, più circoscritto, della componente retail.

ALLA PROVA EUROPEA

Perché gli ELTIF possano uscire dalla dimensione di nicchia servirà però anche affrontare la frammentazione dell'industria europea del risparmio gestito. Il continente conta oltre 65mila fondi, contro circa 7.500 negli Stati Uniti, nonostante questi ultimi gestiscano un patrimonio netto quasi doppio. La distribuzione transfrontaliera rimane inoltre limitata e la frammentazione dei mercati nazionali riduce le possibilità di ottenere economie di scala. Il problema è particolarmente rilevante per i private markets, dove i fondi tendono a investire in un numero relativamente contenuto di attività illiquide e concentrate. Per il CFA Institute, una maggiore integrazione dei mercati europei, regole più uniformi tra le giurisdizioni e una riduzione degli ostacoli alla distribuzione internazionale possono quindi sostenere la crescita del comparto e favorire una maggiore efficienza dell'industria. Gli ELTIF si trovano così davanti a un doppio passaggio. Da una parte, la riforma del 2024 ha creato le condizioni per ampliare significativamente l'accesso agli investimenti privati; dall'altra, la natura stessa di questi prodotti suggerisce che il percorso non possa passare da una distribuzione indiscriminata. Con 34 miliardi di euro di patrimonio, il settore resta ancora troppo piccolo per incidere in misura sostanziale sulle allocazioni degli investitori o sul finanziamento dell'economia reale. La sfida, secondo il CFA Institute, è trasformare questa crescita da fenomeno di nicchia a componente più strutturale dei portafogli europei, mantenendo però un accesso coerente con esperienza, patrimonio e capacità di sostenere l'orizzonte e l'illiquidità degli investimenti.

Solo per investitori professionali. Questa è una comunicazione di marketing. Prima di prendere qualsiasi decisione finale di investimento, si prega di consultare il prospetto dell'OICVM e il KIID/KID.

Stai guardando oltre le big tech?

Anche noi investiamo nelle big tech. Ma non ci fermiamo lì. Il nostro team di specialisti del settore tecnologico, con sede nella Silicon Valley, guarda oltre i grandi nomi per individuare le opportunità offerte dalle aziende e dalle persone che stanno plasmando il futuro. Dagli sviluppatori di data center alle società energetiche, il fondo CT (Lux) Global Technology punta a cogliere il potenziale dell'intero ecosistema tecnologico, andando oltre i nomi più conosciuti.

CT (Lux) Global Technology

Amplia il tuo orizzonte d'investimento



Scopri come facciamo la differenza

columbiathreadneedle.com

COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS®

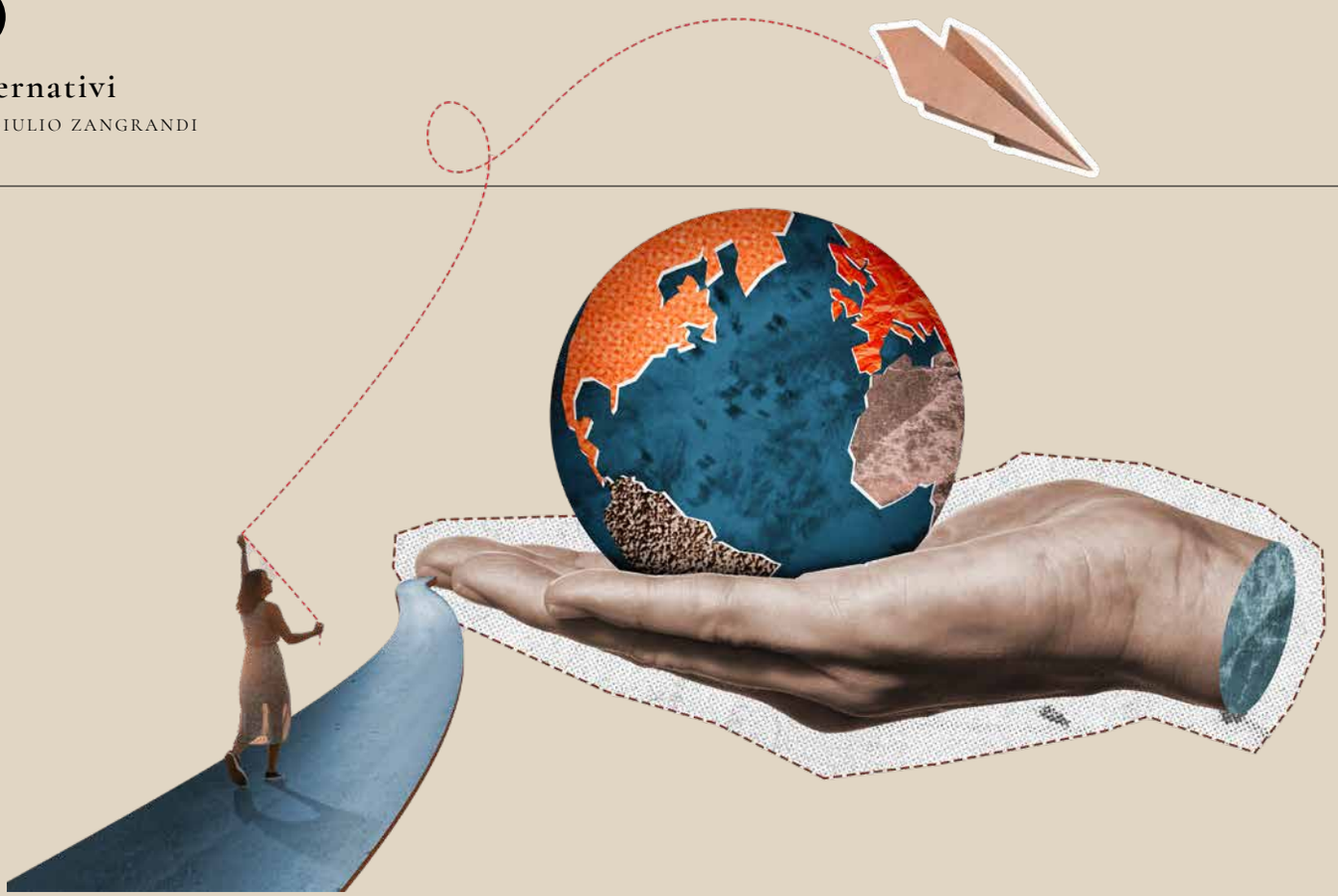
INFORMAZIONI IMPORTANTI. SOLO PER INVESTITORI PROFESSIONALI. Per scopi di marketing.

Columbia Threadneedle (Lux) I è una società di investimento a capitale variabile (SICAV) domiciliata in Lussemburgo, gestita da Threadneedle Management Luxembourg S.A. Il presente materiale non costituisce un'offerta, una sollecitazione, una consulenza o una raccomandazione d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono valide alla data di pubblicazione e possono essere soggette a modifiche senza preavviso. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono ritenute affidabili, ma non se ne garantiscono l'accuratezza né la completezza. Il prospetto in vigore della SICAV, il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KID) e il riepilogo dei diritti degli investitori sono disponibili in lingua inglese e/o nelle lingue locali, ove applicabile, presso la società di gestione Threadneedle Management Luxembourg S.A., SS&C Administration Services Luxembourg S.A., il vostro consulente finanziario e sul sito web www.columbiathreadneedle.com. Nel Regno Unito, tali documenti sono disponibili presso Columbia Threadneedle Investments, Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG. Threadneedle Management Luxembourg S.A. può decidere di porre fine agli accordi di commercializzazione della SICAV. In Svizzera, questi documenti sono disponibili presso l'Agente Pagatore svizzero CACEIS Bank Montrouge, succursale di Zurigo, Bleicherweg 7, CH-8027 Zurigo. Le performance passate sono calcolate in Germania secondo il metodo BVI. Nel SEE e in Svizzera, Threadneedle Management Luxembourg S.A., con sede in 6E route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Granducato di Lussemburgo, è iscritta al Registro del Commercio e delle Società del Lussemburgo con il numero B 110242 ed è autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) è il marchio globale del gruppo di società Columbia e Threadneedle.

© Columbia Threadneedle 2026. Tutti i diritti riservati.

CTEA9101737.1 | WF3746107 (09/25)

DI > GIULIO ZANGRANDI



PRIVATE MARKETS, IL CAPITALE ITALIANO CERCA NUOVE ROTTE

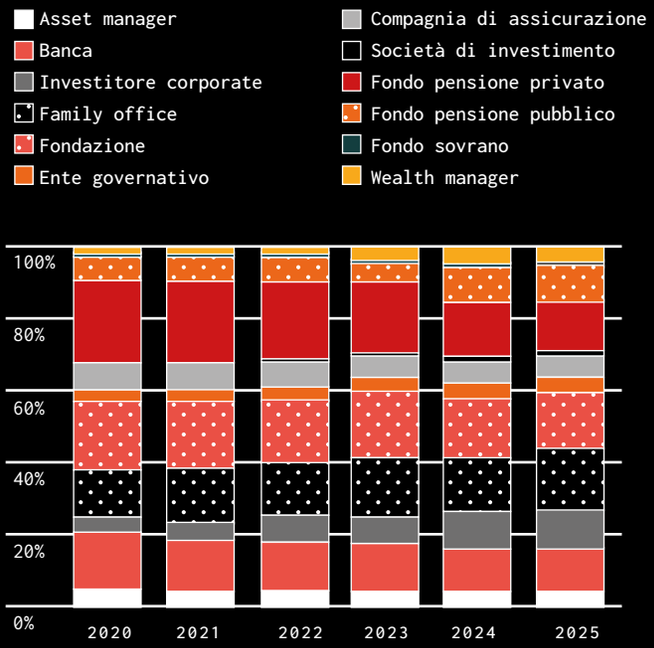
Le intenzioni di allocazione mostrano una preferenza ancora netta per strategie consolidate e vicine al proprio perimetro geografico. Ma la platea si allarga, con family office e investitori non istituzionali sempre più presenti

Non tutto il mondo dei private markets corre alla stessa velocità, soprattutto in Italia. Mentre l'universo degli alternativi continua ad articolarsi in strategie sempre più numerose, infatti, gli investitori del nostro Paese sembrano mantenere un punto fermo: la ricerca di opportunità nei segmenti più consolidati, con preferenze che cambiano sensibilmente quando si entra nel dettaglio delle singole asset class. A offrire questa fotografia è l'ultimo Data Drop di Preqin sulle intenzioni di allocazione dei limited partners tricolore, che racconta di un mercato ancora selettivo e nel quale la scelta della strategia conta almeno quanto quella del comparto. Una tendenza cui si affianca il progressivo cambiamento nella composizione della platea, con il dietrofront di banche e fondi pensione in favore di soggetti non istituzionali e family office.

NEL PRIVATE EQUITY IL BUYOUT PRIMA SCELTA

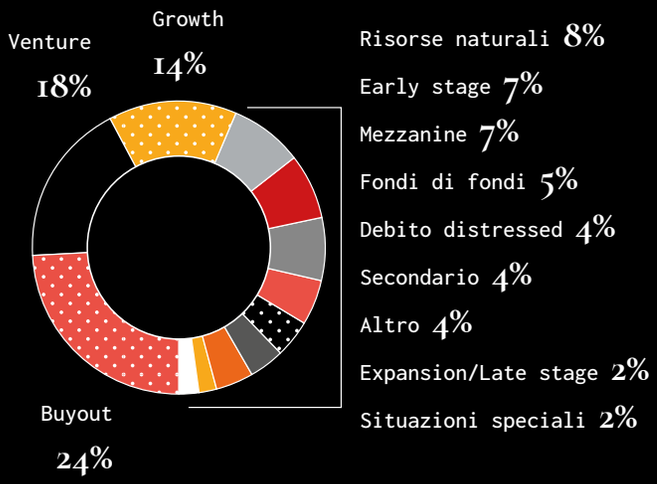
All'interno del private equity, il buyout continua a rappresentare la strategia verso cui si indirizza la quota maggiore delle intenzioni di investimento. Il sondaggio della società parte di BlackRock rileva infatti una preferenza del 17%, davanti al venture capital (15%) e al growth (11%). Seguono a maggiore distanza risorse naturali e debito distressed, entrambi all'11%, quindi fondi di fondi ed early stage, all'8%. Si tratta di una composizione che Fabio Laricchia, head of Financial Institutions Group Continental Europe di BlackRock, legge anche alla luce della ricerca di una maggiore qualità e di resilienza dei flussi di cassa sottostanti. "Gli investitori hanno smesso di guardare solo al potenziale di rendimento", osserva,

Investitori in private equity attivi con base in Italia per tipologia



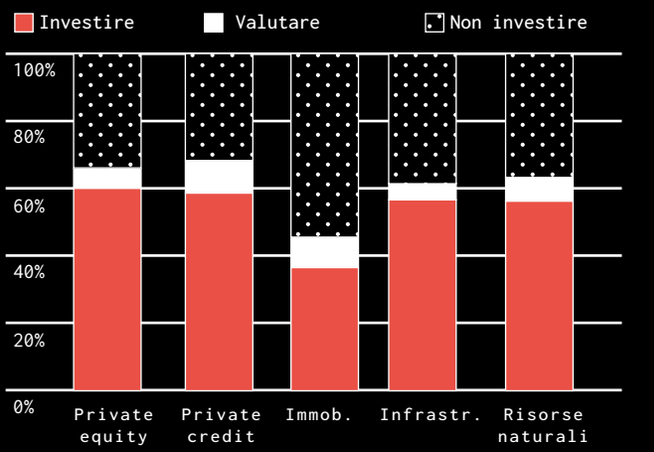
Le strategie di private equity su cui si concentreranno gli investitori nei prossimi 12 mesi

Include start-up in fase iniziale e seed in fase iniziale
Include turnaround, timber, hybrid e venture debt

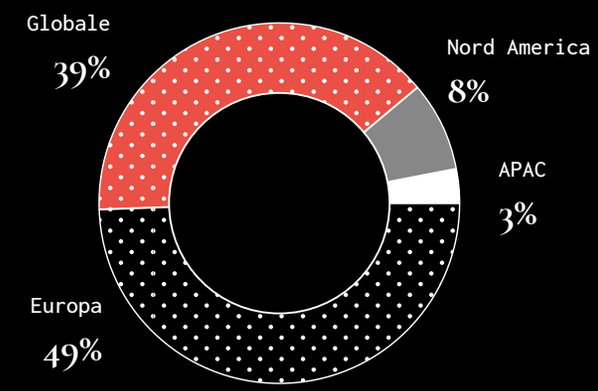


PRIVATE EQUITY AI RAGGI X

Piani di investimento in mercati privati degli investitori



Investimenti di private equity con base in Italia per area geografica



Fonte: Prequin

sottolineando come un contesto caratterizzato da tassi più elevati e incertezza geopolitica tenda a favorire asset "in grado di offrire sia maggiore visibilità sui risultati attesi sia una minore dipendenza dai mercati quotati". "Nel buyout", aggiunge, "questo si traduce anche in una maggiore enfasi sulla crescita degli utili e sul miglioramento operativo rispetto alla sola espansione dei multipli".

DIRECT LENDING CRUCIALE

Un discorso analogo vale per il private credit, dove il direct lending mantiene una posizione dominante. Il 22% delle intenzioni degli investitori italiani si concentra su questa strategia, seguita dal debito distressed al 21% e dal mezzanine al 17%. Più indietro si collocano le special situations, al 15%, il debito immobiliare al 13% e quello infrastrutturale al 12%. Il dato fornito da Preqin suggerisce che il credito privato viene affrontato soprattutto attraverso segmenti già relativamente strutturati, pur con una significativa attenzione anche a strategie laterali, mentre la distribuzione delle preferenze mostra come il segmento rappresenti ormai un universo articolato e nel quale sia esposizione che profilo di rischio possono essere modulati attraverso strategie differenti. "Stiamo assistendo a una riallocazione delle priorità", spiega Laricchia, che chiarisce come il lending possa beneficiare di strutture a tasso variabile e di una posizione privilegiata nella struttura del capitale delle società finanziate quando si tratta di strategie senior.

INFRASTRUTTURE: IL DEBITO SUPERA IL CORE

Anche nel comparto infrastrutturale le intenzioni di investimento si concentrano su alcune strategie ben circoscritte. Il 22% degli investitori con base in Italia indica il core-plus come area di interesse per il 2025, mentre il debito raccoglie il 21%. Seguono i fondi di fondi (17%), le soluzioni core (16%), quelle opportunistiche (10%) e la coppia value added-secondario (entrambi al 7%). Un quadro che evidenzia la predilezione per approcci capaci di combinare caratteristiche relativamente consolidate con la possibilità di ottenere maggior rendimento. E, secondo Laricchia, anche in questo caso c'entra molto il nuovo regime dei tassi: "Ha contribuito a spostare le preferenze lungo la curva del rischio, valorizzando la capacità del segmento di unire orizzonti lunghi all'esposizione a trend strutturali come la digitalizzazione o la transizione energetica". Si tratta si un profilo diverso da quello dell'immobiliare, insomma, dove il debito raccoglie il 40% delle intenzioni mentre quasi tutti gli altri segmenti faticano a superare il 13%.

EUROPA PRIMA DESTINAZIONE GEOGRAFICA

Se le strategie mostrano una certa articolazione, la geografia degli investimenti appare invece decisamente più concentrata. L'Europa rimane il principale punto di riferimento per gli LP italiani, con una quota pari al 49% delle intenzioni di investimento nel private equity per i successivi 12 mesi. Seguono gli investimenti globali con il 39%, mentre USA e APAC si fermano rispettivamente all'8% e al 3%. Il dato restituisce un orientamento fortemente regionale e sottolinea come per gli investitori tricolore l'allocazione ai mercati privati non significhi necessariamente ricercare opportunità lontane dal proprio mercato di riferimento. Preqin sottolinea del resto che l'Europa rappresenta circa la metà delle allocazioni 2025 considerando le diverse classi di investimento, mentre le strategie globali mantengono una quota importante e Nord America e APAC restano relativamente marginali. Per Laricchia, il Vecchio Continente rimane dunque "riferimento naturale per gli LP italiani" grazie alla prossimità geografica ma anche alla familiarità con il quadro normativo e alla conoscenza del tessuto imprenditoriale.

BUYOUT E DIRECT LENDING AL CENTRO DEL 2026

Le prime indicazioni relative al 2026 confermano, nel complesso, le preferenze emerse per il 2025 ma con alcuni segnali di evoluzione. Il buyout resta la strategia principale nell'ambito degli investimenti in private equity, indicata dal 24% dei limited partners italiani nel primo trimestre dal 17% rilevato per i successivi 12 mesi. Seguono venture capital, al 18%, e growth, al 14%. Anche nel private credit il direct lending mantiene il primato, salendo però al 38% delle intenzioni, mentre il mezzanine guadagna terreno e si porta al secondo posto con il 20% dal 17% dell'anno precedente.

LA BASE SI ALLARGA

Il tratto forse più significativo della fotografia di Preqin riguarda però la composizione degli investitori. La crescita dei family office e, più in generale, il maggiore peso degli LP non istituzionali indicano infatti un progressivo ampliamento della platea che guarda ai mercati privati. Il fenomeno non ha ancora prodotto un completo superamento del modello istituzionale, ma sta modificando il profilo della domanda italiana. La conseguenza è un mercato nel quale convivono esigenze differenti, ma che per ora mantiene un orientamento piuttosto riconoscibile. Da un lato, gli investitori continuano a privilegiare private equity, private credit e infrastrutture; dall'altro, all'interno di queste asset class, mostrano una predilezione per strategie come buyout e direct lending, mentre il core-plus assume un ruolo importante nelle infrastrutture. Anche l'orizzonte geografico rimane relativamente stabile: l'Europa conserva il ruolo di principale destinazione, mentre le esposizioni extraeuropee restano più selettive. Il quadro che emerge è quindi quello di un mercato privato italiano in evoluzione, ma ancora fortemente ancorato alle strategie e alle aree geografiche che gli investitori conoscono meglio.



NILS RODE >
Schroders Capital

DI > DAVIDE MOSCA

PRIVATE EQUITY: TROVARE VALORE OLTRE I GRANDI DEAL

Small e mid-market buyout, secondaries e biotecnologie restano tra le aree più interessanti secondo Nils Rode, chief investment officer di Schroders Capital.
Più cautela, invece, sulle valutazioni legate all'intelligenza artificiale

La ripresa del private equity è iniziata, ma non corre alla stessa velocità in tutti i segmenti. Dopo una fase lunga di rallentamento, il 2026 si è aperto con segnali più costruttivi: le operazioni sono tornate a crescere, le exit hanno beneficiato di condizioni migliori sui mercati dei capitali e alcune Ipo di grande visibilità hanno riacceso l'ottimismo. Ma la fotografia d'insieme resta più complessa di quanto suggeriscano i dati aggregati. "Il private equity ha iniziato l'anno su basi più solide rispetto alla fine del 2025, ma la ripresa resta molto disomogenea", osserva Nils Rode, chief investment officer di Schroders Capital. Una parte importante del rimbalzo, spiega, è stata generata da poche operazioni di grandi dimensioni, mentre il numero complessivo di deal resta contenuto, il portafoglio di exit ancora da realizzare rimane elevato e la raccolta continua a essere debole, soprattutto nei buyout.

MID-MARKET, DOVE IL PREZZO FA LA DIFFERENZA

In questo scenario, la selezione torna a essere il vero spartiacque. Tensioni geopolitiche elevate, traiettorie ancora incerte per inflazione, tassi e crescita e valutazioni spinte in alcune aree della tecnologia impongono maggiore disciplina.
Secondo Schroders Capital, il terreno più interessante resta quello dei segmenti meno efficienti, in particolare i buyout small e mid-market, con enterprise value inferiori a un miliardo di dollari. Qui la concentrazione di capitale è inferiore rispetto ai grandi fondi e il set di opportunità è più ampio. La differenza si vede anche nei prezzi: nel primo trimestre 2026, i multipli medi di ingresso nei buyout small e mid-market erano pari a 8,4 volte l'Ebitda, contro 14,1 volte per i large buyout e 17,8 volte per il mercato azionario statunitense.
"Questo divario di valutazione è rilevante perché offre più spazio alla creazione di valore proprio mentre l'espansione dei multipli diventa una fonte di rendimento meno affidabile", sottolinea Rode. A rendere il segmento più resiliente contribuiscono anche altre caratteristiche: società spesso più domestiche, meno esposte alla volatilità del commercio globale e con livelli di leva inferiori rispetto alle grandi operazioni di buyout.

LA LIQUIDITÀ PASSA DAI SECONDARIES

Il tema della liquidità continua però a essere centrale. Le exit sono migliorate, ma le distribuzioni restano sotto le medie storiche e molti investitori cercano strumenti per liberare capitale. Da qui il ruolo crescente del mercato secondario, sia attraverso vendite di portafogli da parte degli LP sia tramite operazioni di continuation.
"I continuation vehicle stanno diventando una componente sempre più strutturale del private equity", afferma Rode. Il motivo è duplice: da un lato consentono di mantenere l'esposizione ad asset di qualità con ulteriore potenziale di crescita; dall'altro offrono una finestra di liquidità agli investitori esistenti.

AI, SELETTIVITÀ PRIMA DELL'ENTUSIASMO

Più prudente è invece la lettura sul venture e sul growth capital. Dopo la correzione seguita al 2021, le valutazioni sono risalite in modo significativo e in diversi segmenti si collocano oggi sopra i livelli del ciclo precedente. Il recupero, però, è fortemente concentrato sulle società legate all'AI e sui round più avanzati, dove l'euforia degli investitori ha portato i prezzi su livelli elevati.
"L'intelligenza artificiale continua a rappresentare un'opportunità di lungo periodo, ma proprio per questo serve maggiore selettività", mette in guardia Rode. Le aree in cui le aspettative appaiono scollegate dai fondamentali richiedono cautela. Le opportunità più interessanti possono emergere nelle fasi iniziali e in settori dove l'innovazione resta solida ma le valutazioni non hanno subito la stessa espansione, come la biotecnologia.



PAOLO FRANCO >
Ersel



DAVIDE SACCONE >
Quaestio Capital SGR





GABRIELE MONTALBETTI >
Consultinvest SGR

Come si sceglie un fondo quando le performance non compaiono su nessun listino, i dati restano riservati e il track record racconta solo una parte della storia? È la domanda con cui i fund selector devono fare i conti sempre più spesso. Gli alternativi non sono più una nicchia ma un tassello sempre più presente nei portafogli. La crescita dell'offerta ha moltiplicato le opportunità, ma anche la complessità: non basta più individuare un buon fondo, occorre costruire nel tempo un'esposizione coerente, diversificata e sostenibile. In Ersel il punto di partenza è quasi un manifesto: "Nei mercati privati il gestore conta più dell'asset class", dice subito Paolo Franco, responsabile Private Markets della società. La selezione si concentra quindi sulla qualità del team, sulla stabilità della piattaforma e sulla capacità di generare valore nei diversi cicli di mercato, mentre il track record diventa un punto di partenza più che di arrivo. Ciò che conta è capire come i risultati siano stati ottenuti e quanto siano replicabili. Scegliere il singolo fondo, per quanto accurata sia l'analisi, però non basta. "La vera creazione di valore nasce dalla costruzione del portafoglio", sottolinea Franco, che richiede diversificazione per approcci, profili di rischio e vintage. Ersel guarda con interesse al private debt italiano, a strategie di private equity specializzate affiancate a buy-out più tradizionali, e osserva con crescente attenzione il mercato secondario, capace di accelerare l'impiego del capitale e ridurre gli effetti della J-Curve. Anche le strutture evergreen entrano nel radar, a patto che la ricerca di maggiore liquidabilità non comprometta la qualità degli attivi. La sintesi è netta: "Il successo non dipende dall'individuazione del fondo vincente in un determinato anno, ma dalla costruzione di un programma di investimento disciplinato, diversificato e strutturalmente solido nel tempo".

LA LEZIONE DEGLI HEDGE FUND

Se per i mercati privati la parola d'ordine è pazienza, per gli hedge fund il bivio iniziale riguarda lo scopo: "Il primo passo nella selezione non è individuare il prodotto migliore in assoluto, ma definire quale funzione debba svolgere in portafoglio", spiegano Davide Saccone e Lorenzo Barbero, rispettivamente head of Managers Selection & ESG e Investment analyst di Quaestio Capital SGR. Il termine di paragone è il portafoglio long-only già in mano all'investitore, spesso concentrato su pochi grandi premi al rischio ed esposto proprio nelle fasi di stress, quando le correlazioni salgono e la diversificazione si assottiglia. Da qui parte la due diligence vera e propria, che per i due professionisti muove da un principio semplice quanto tagliente: "L'alpha nasce sempre da un'inefficienza e ognuna di esse porta con sé un rischio". Che si tratti di micro-anomalie tecniche, competenza settoriale profonda o aggregazione di strategie nei grandi multi-strategy,



LORENZO BARBERO >
Quaestio Capital SGR



FEDERICO ROMOLI >
Sella SGR

la domanda resta la stessa: il rendimento atteso retribuisce adeguatamente il rischio assunto? Solo a quel punto entrano in gioco le commissioni, perché "fee elevate sono giustificate quando remunerano alpha vero". I due analisti riprendono una domanda della letteratura accademica, quella posta da Titman e Tiu: i migliori hedge fund fanno davvero hedging? La loro risposta non lascia spazio a equivoci: "Chi dispone di un'informazione o di una capacità autentica non ha bisogno di appoggiarsi al beta per dimostrarla, chi invece ne ha bisogno rischia di farla pagare troppo".

PRIVATE MARKET, L'ARTE DELLA SELEZIONE

Track record, allineamento di interessi, architettura aperta: come si costruisce oggi un portafoglio di alternativi tra fondi chiusi ed evergreen

DALL'ARCHITETTURA APERTA ALLA TOTAL PORTFOLIO ALLOCATION

Anche in Sella SGR la selezione parte dai general partner, con un approccio multi-manager in architettura aperta. "Track record, qualità e stabilità del team e solidità del processo di investimento sono elementi imprescindibili", afferma Federico Romoli, head of Private Markets della società, che affianca a questi criteri un'attenzione particolare alle competenze verticali dei gestori nei rispettivi segmenti. La diffusione delle soluzioni evergreen, osserva Romoli, ha aggiunto un livello di analisi in più: non basta una strategia di qualità, serve valutare la solidità dell'intera piattaforma, la capacità di generare un deal flow costante e di gestire con efficienza i flussi di liquidità. È un cambio di paradigma che riguarda anche il modo di costruire l'esposizione in portafoglio. Grazie a soluzioni a capitale permanente accessibili in modo continuativo, sostiene Romoli, "diventa così possibile ragionare in termini di Total Portfolio Allocation", superando la logica del singolo fondo e della singola finestra di raccolta, a favore di un'esposizione costruita nel tempo tenendo conto di orizzonte, rischio e liquidità del cliente. Fondi chiusi ed evergreen, però, non si escludono: possono convivere, ciascuno nel ruolo più coerente con il proprio sottostante. Il principio guida resta comunque uno solo: "La qualità della strategia deve sempre precedere le considerazioni di natura distributiva", spiega. "In un mercato in cui l'offerta si amplia e le modalità di accesso si moltiplicano, il valore della selezione sta proprio nella capacità di distinguere tra le diverse opportunità e individuare quelle in grado di trovare una collocazione coerente all'interno del portafoglio".

SELEZIONE PIÙ COMPLESSA

C'è poi un problema, meno raccontato ma decisivo: come si misura davvero la performance nei mercati privati? Gabriele Montalbetti, director di Consultinvest SGR, parte da qui. L'analisi quantitativa tradizionale si scontra con dati non pubblici e benchmark deboli. "Per questo tipo di strategie di solito non esistono indici di mercato e i pochi disponibili danno solo un'indicazione di massima, ben lontana da quelli su azioni o obbligazioni". A complicare il quadro, la maggiore libertà lasciata ai gestori rispetto ai mercati pubblici, che genera una variabilità di risultati molto più ampia tra strategie apparentemente simili e spinge l'investitore verso una diversificazione più marcata. Gli alternativi restano comunque uno strumento prezioso, capace di offrire diversificazione rispetto a titoli quotati e, potenzialmente, un extra rendimento legato a minore liquidità e maggiore complessità. Ma è un terreno che richiede consapevolezza, tanto più oggi che l'accesso si allarga oltre gli investitori istituzionali.

"La normativa si sta evolvendo verso una maggiore democratizzazione degli investimenti privati, finora riservati in larga parte agli investitori istituzionali", ricorda Montalbetti, che invita a non snaturare le caratteristiche dei prodotti pur di ampliarne la distribuzione. Un monito che le cronache recenti rendono tutt'altro che teorico: "Le recenti richieste di rimborso registrate da alcuni veicoli di private debt, e il conseguente ricorso a limiti o dilazioni, mostrano quanto sia delicato conciliare attività intrinsecamente illiquide con finestre periodiche di uscita in un contesto di maggiore preoccupazione degli investitori", commenta.

Il filo conduttore che emerge, tuttavia, è sempre lo stesso: nei mercati privati non esistono scorciatoie. C'è solo il tempo, la disciplina e la capacità di capire, prima ancora di scegliere il fondo giusto, quale rischio si sta davvero comprando.



Scopri di più su amundietf.it

Fonte: In base ai dati ETFGI a giugno 2026, Amundi ETF è il principale emittente di ETF con headquarter in Europa sul mercato europeo

INFORMAZIONI IMPORTANTI. Questa è una comunicazione di marketing per clienti professionali. Rischio di perdita di capitale. Si prega di consultare il Prospetto e il Documento contenente le Informazioni Chiave (KID) prima di prendere una decisione finale di investimento, disponibili sul sito web www.amundietf.com o ottenibili su richiesta presso la sede di Amundi. Investire comporta dei rischi. Le informazioni contenute nel presente documento sono di natura promozionale e non contrattuale e non devono essere considerate come un consiglio o una raccomandazione di investimento, una sollecitazione all'investimento, o un'offerta di acquisto di strumenti finanziari. ETF: Exchange-Traded Fund. I Fondi sono ETF UCITS di Amundi e Amundi ETF designa l'attività ETF di Amundi. **Gli ETF di Amundi non offrono alcuna garanzia di performance o di capitale.** La presente comunicazione non è rivolta alle "U.S. Person". Amundi Asset Management, "Société par Actions Simplifiée" di diritto francese con capitale sociale di 1 143 615 555 euro, società di gestione di portafoglio autorizzata dall'AMF con il n. GP 04000036. Sede legale 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Parigi – Francia, 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com. Settembre 2026. Doc ID: 5900172 | W CONRAN DESIGN

DI > ANTONIO POTENZA

OBBLIGAZIONARIO E PRIVATE CREDIT, LA SELEZIONE TORNA AL CENTRO

All'interno del format di FR|Vision Asset Radar, Adriano Nelli (PIMCO) e Roberto Arosio (Banca Aletti) analizzano un mercato segnato da frammentazione, volatilità e nuovi fabbisogni di capitale.
Qualità, liquidità e gestione attiva diventano decisive. Mentre l'asset-based finance amplia il credito privato oltre il direct lending

Un ordine globale meno cooperativo, più frammentato e dominato dalla ricerca di sicurezza. È lo scenario da cui parte la nuova puntata di Asset Radar, il format di FR|Vision che mette a confronto gestori e fund selector. Scenario descritto da Adriano Nelli, responsabile per l'Italia di PIMCO, in dialogo con Roberto Arosio, responsabile Investimenti e Wealth Management di Banca Aletti Private Bank e Investment Center del Gruppo Banco BPM, che prende le mosse dall'attualità, inserita però in uno sguardo secolare, cioè con un orizzonte temporale che va dai cinque ai dieci anni. L'esperto richiama l'analisi del Secular Outlook di PIMCO, "Punto di rottura e resilienza", per sottolineare questo cambiamento strutturale che economie globali e mercati stanno affrontando. "Siamo arrivati a un punto di rottura: il concetto di sicurezza ha preso il posto di quello di efficienza", afferma. Una trasformazione destinata a produrre vincitori e vinti tra Paesi, settori e aziende, rendendo meno efficace un'esposizione indistinta ai mercati. Da questo scenario discende, per l'esperto, il ritorno della gestione attiva. "Con rendimenti di partenza già interessanti, PIMCO preferisce la parte alta della struttura del capitale e gli strumenti più liquidi e di maggiore qualità", afferma Nelli, evitando di assumere rischio senza un premio adeguato. Così che "la liquidità diventa una asset class vera e propria: non solo attutisce la volatilità, ma consente al gestore di intervenire quando il mercato chiede liquidità". Sul fronte della selezione, Arosio parte con il ricordare la funzione che ogni strategia deve svolgere. "La selezione parte sempre dal profilo del cliente. Nei portafogli core contano soprattutto il comportamento nelle fasi di stress, la capacità di diversificare" spiega l'esperto. "Negli ultimi anni", aggiunge, "le strategie flessibili e diversificate hanno creato valore, mentre l'allocazione si è spostata anche verso gli emergenti in una logica blend". Ma anche verso la sempre comune esplorazione del private credit, un universo ormai troppo ampio per essere identificato come nicchia, o "soltanto con il direct lending" chiosa Nelli. "Ridurre il debito privato ai soli prestiti diretti alle imprese significa non coglierne l'intero potenziale", sottolinea l'esperto. Tra i segmenti più interessanti indica l'asset-based finance: finanziamenti legati ad attività reali o flussi identificabili, come auto, macchinari, aerei, credito al consumo e prestiti per l'istruzione. "Garanzie contrattuali, tassi di recupero potenzialmente più elevati e rimborso progressivo del capitale sono gli elementi distintivi rispetto ai prestiti bullet". Lato selezione, per Arosio, il credito privato ha ormai un ruolo strategico nell'asset allocation, ma richiede selezione, diversificazione e pesi coerenti con il profilo del cliente. "Bisogna fare una buona consulenza: corretta selezione, corretta pesatura e diversificazione delle strategie". In un mercato in crescita, conclude Arosio, si può allora ben pensare che il valore non derivi da una semplice esposizione a questa asset class, dalla capacità di combinarne segmenti, aree geografiche e strutture, trasformando l'illiquidità da vincolo a premio consapevolmente gestito.





QRCODE
SCAN

DI > FRANCESCO PAGANELLI
Principal, Manager Research, EMEA di Morningstar



C'È ANCORA POSTO PER GLI ALTERNATIVI LIQUIDI?

La crisi del portafoglio 60-40 riaccende l'interesse per la diversificazione, ma questi strumenti faticano a riconquistare gli investitori. Tra strategie che hanno perso appeal e casi di successo che faticano a uscire dalla nicchia, il settore deve fare i conti con complessità, costi e capacità di generare alpha

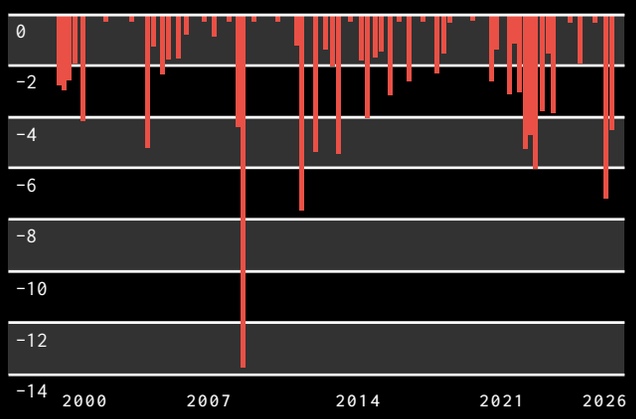
Quando il classico portafoglio bilanciato va sotto stress, gli investitori tornano a guardare ad asset e strategie alternative. Mercati privati, materie prime, criptovalute: sono queste le aree più ricercate dagli investitori negli ultimi anni. Ma che fine hanno fatto gli alternativi liquidi? Questo settore del risparmio gestito ha conosciuto una forte espansione dopo la crisi finanziaria del 2008, quando era forte la domanda di strumenti capaci di limitare le perdite nelle fasi negative e generare rendimenti indipendenti dall'andamento di azioni e obbligazioni. Nel tempo, però, molte di queste promesse sono rimaste tali.

DIVERSIFICAZIONE CERCASI

A marzo 2026 il cosiddetto 60-40, che poi in Europa è spesso un 50-50, ha affrontato un mini-stress test che ha ricordato, seppur in misura minore, quanto accaduto nel 2022. La discesa simultanea di azioni e obbligazioni ha infatti messo sotto pressione il principale presupposto del portafoglio

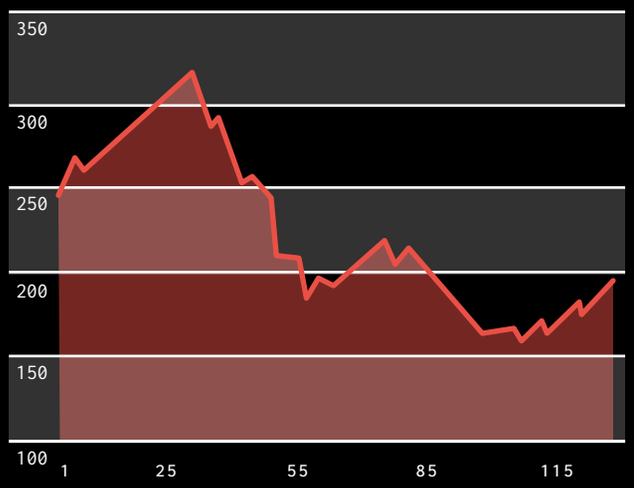
Perdita media di oro, azioni e obbligazioni globali nei mesi di flessione sincronizzata delle tre asset class

Media mobile a 3 anni dei valori percentuali
Dati in USD al 15/09/2026
Indici: S&P GSCI Gold, Morningstar Global Target Market Exposure, Morningstar Global Core Bond

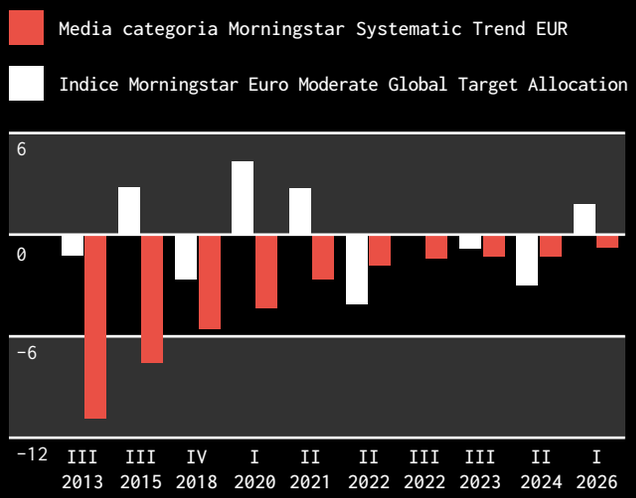


Patrimonio investito nei fondi alternativi europei

Dati in miliardi di euro al 15/09/2026
Fondi ed ETF domiciliati in Europa, esclusi fondi-di-fondi, feeder, monetari. Include fondi non più attivi

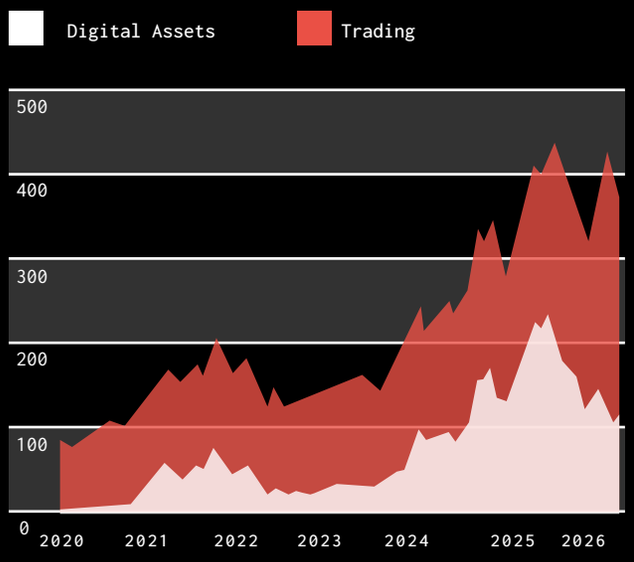


Performance media della categoria Morningstar Systematic Trend EUR nei dieci peggiori trimestri per l'indice Morningstar Euro Moderate Global Target Allocation



Patrimonio investito a livello globale nelle categorie 'Trading' e 'Digital Assets'

Dati in EUR al 15/09/2026.



Fonte Morningstar Direct

DI > FRANCESCO PAGANELLI
Principal, Manager Research, EMEA di Morningstar

bilanciato tradizionale: la decorrelazione tra le due asset class. Uno scenario al quale è andato a sommarsi il calo dell'oro, innescando una combinazione che ha complicato ulteriormente il quadro e che potrebbe farsi ancora più problematica nell'ipotesi in cui l'inflazione dovesse rimanere elevata più a lungo del previsto. Non sorprende, quindi, che l'attenzione degli investitori verso i mercati e le strategie alternative resti alta. Tra queste, proprio le strategie hedge fund in formato UCITS potrebbero rappresentare una buona opzione per chi cerca diversificazione senza sacrificare la liquidità. Eppure, i numeri sulla raccolta raccontano una storia piuttosto diversa.

IL FASCINO PERDUTO DEGLI ALTERNATIVI LIQUIDI

I fondi liquid alternative sono in realtà rimasti indietro, in Europa come nel resto del mondo, e non hanno partecipato al boom che ha interessato altre aree del mercato. La fotografia sui flussi verso i fondi ed ETF del Vecchio Continente restituisce l'immagine di un settore che stenta a riconquistare la fiducia degli investitori, con un patrimonio gestito ben lontano dai massimi raggiunti nel 2018. I rialzi dei tassi hanno certamente pesato, perché molte strategie alternative appaiono meno attraenti quando liquidità e obbligazioni tornano a offrire rendimento, ma il problema non è solo ciclico. Negli ultimi anni diversi protagonisti del settore hanno perso rapidamente terreno e in qualche caso sono addirittura usciti completamente dal mercato.

ECCEZIONI ALLA REGOLA

Eppure, non tutti gli alternativi liquidi hanno deluso. Anzi, alcune strategie hanno continuato a fornire protezione nei momenti di difficoltà degli asset tradizionali. Le soluzioni sistematiche di trend following, ad esempio, continuano a mostrare una certa utilità come strumento di diversificazione: si tratta di fondi che investono su tutte le principali classi di attivo, seguendo l'andamento dei prezzi indipendentemente dalla loro direzione. La categoria aveva già difeso i portafogli nel 2022, cavalcando la corsa delle materie prime e dei tassi, ma si è comportata bene anche in questa prima parte del 2026. Naturalmente non rappresentano una soluzione universale perché, tra gli altri motivi, tendono a soffrire quando il vento gira all'improvviso o i mercati si muovono senza una tendenza chiara, ma è curioso notare come restino ancora una nicchia: contano ancora poco più di 14 miliardi di euro di masse, meno di quelle investite nei fondi dedicati alle azioni del settore biotecnologia.

LE CAUSE

Ma perché tanti alternativi liquidi hanno deluso? Sebbene come detto le cause siano in parte cicliche, alcune hanno ragioni più strutturali. La prima è la complessità: una strategia problematica da analizzare è spesso difficile da usare efficacemente in un portafoglio diversificato e, quando gli investitori non capiscono bene uno strumento, finiscono per comprarlo o venderlo nei momenti sbagliati. Questi fondi promettono in effetti molto, dalla liquidità alla diversificazione fino a rendimenti regolari: tutti obiettivi impegnativi da coniugare e che rendono difficile ma anche costoso, a livello di competenze, gestirne l'esposizione nel tempo. La seconda caratteristica riguarda il capitale umano: le strategie alternative dipendono in misura maggiore dalla capacità dei gestori di generare alpha, ma proprio i fund manager migliori sono spesso attratti dagli hedge fund o dai grandi 'pod shop', in grado di offrire compensi e incentivi difficili da eguagliare per le società tradizionali. Infine, non manca il tema degli oneri. Commissioni elevate e costi di transazione possono infatti erodere una quota significativa dei rendimenti, riducendo il beneficio netto per l'investitore finale, oggi più che mai attento alle spese.

I TREND DEL MOMENTO

Se il sentiment sulle strategie liquide resta tiepido, altre aree del variegato mondo alternativo stanno correndo. Oltre ai mercati privati e ai fondi semiliquidi, in crescita nonostante una tendenza di lungo periodo che premia strumenti trasparenti e a basso costo come gli ETF, a livello mondiale gli investitori hanno favorito asset più consolidati: dall'oro a strumenti più recenti, come il Bitcoin. Ed è cresciuto moltissimo anche l'interesse per le strategie su opzioni pensate per generare reddito. Parallelamente si osserva però anche una forte espansione dei prodotti a leva, soprattutto negli Stati Uniti e in Corea del Sud. Il patrimonio investito nei comparti che amplificano i movimenti di breve periodo degli indici azionari è più che raddoppiato negli ultimi tre anni, un segnale da osservare con attenzione. Insomma, l'appetito del mercato per soluzioni nuove e non tradizionali resta vivo, anche se spesso più che alla diversificazione si guarda semplicemente al prossimo tema di mercato.

Comunicazione di marketing



Ti stai perdendo qualcosa di grande?

Fonte: UN Comtrade, 2024. Elaborazione basata sulla quota delle esportazioni globali dei Paesi inclusi nell'indice MSCI Emerging Markets, Hong Kong e Macao inclusi.

Tutti gli investimenti comportano rischi.
Questo contenuto è da intendersi esclusivamente a scopo informativo generale e non deve essere considerato una consulenza d'investimento personalizzata, una raccomandazione o una sollecitazione ad adottare una strategia di investimento. Pubblicato da Franklin Templeton International Services S.à r.l. Succursale Italiana - Corso Italia, 1 - 20122 Milano - Tel: +39 0285459 1.
© 2026 Franklin Templeton. Tutti i diritti riservati.

FRANKLIN TEMPLETON

DI > SILVIA RAGUSA

GEORGE COTTON >
J. Safra Sarasin



KERSTIN HOTTNER >
Vontobel



LA GEOPOLITICA HA PRESO IL CONTROLLO DELLE MATERIE PRIME

Non è più una questione di domanda e offerta. Oggi sono i blocchi navali, le sanzioni e le rotte deviate a riscrivere i prezzi delle commodity. Ecco la strategia 'barbell' per proteggere il portafoglio da ogni evoluzione della crisi

Una petroliera che devia rotta, un corridoio di grano sotto attacco, un dazio annunciato all'improvviso. Quest'anno sono bastati questi ingredienti per spostare i prezzi delle commodity più di qualsiasi report su domanda e offerta. "La geopolitica è ormai una delle principali forze che determinano l'andamento dei prezzi delle materie prime", osserva George Cotton, portfolio manager del JSS Transition Enhanced Commodities Fund di J. Safra Sarasin. Per chi costruisce portafogli, la domanda non è più se includere le commodity, ma come farlo senza scommettere tutto su un solo scenario.

Kerstin Hottner, head of Commodities di Vontobel, parte da un dato di fatto: "Le tensioni geopolitiche, il deterioramento dei conti pubblici e le crescenti preoccupazioni riguardo alla sostenibilità del debito continuano a rafforzare le ragioni a favore di un'esposizione strategica alle materie prime", che offrono diversificazione e protezione dagli shock inflazionistici e geopolitici. Sull'oro, ad esempio, resta ottimista: agosto ha ricordato che "la dinamica di svalutazione monetaria che ha dominato gran parte del 2025 è lungi dall'essere conclusa". Il metallo giallo ha continuato ad apprezzarsi nonostante l'aumento dei rendimenti obbligazionari, una correlazione che storicamente avrebbe pesato sui prezzi. "I rendimenti e il dollaro non sono più gli unici fattori trainanti dell'oro", dice l'esperta, "gli investitori si stanno concentrando su ciò che questi segnalano in merito alla fiducia nel quadro fiscale e monetario".

Per Hottner, "i 4.000 dollari per oncia rappresentano un livello minimo significativo, sostenuto dalla continua domanda da parte delle banche centrali", ed eventuali debolezze andrebbero lette "come un'opportunità per aumentare l'esposizione strategica". Anche Cotton legge il rally nella stessa chiave: "Il rialzo del lingotto registrato quest'anno riflette sempre più il malcontento riguardo al debito pubblico e alla sostenibilità fiscale", con i costanti acquisti da parte delle banche centrali a rafforzarne il ruolo di copertura contro il deprezzamento della moneta. "Questo è il sostegno strutturale che gli investitori a lungo termine cercano".

SCOMMESSA A DOPPIO BINARIO SU HORMUZ

Sul greggio, Hottner non si aspetta un accordo significativo tra gli Stati Uniti e l'Iran nel breve termine: la vera variabile resta quanto petrolio continui a transitare per lo stretto di Hormuz, con flussi ancora sotto i livelli pre-conflitto e scorte globali in calo. Non un balzo improvviso dei prezzi, dunque, ma "un incremento graduale ma sostenuto". Rick de los Reyes, sector portfolio manager di T. Rowe Price, arriva a una conclusione operativa: "La persistente chiusura dello stretto di Hormuz ha creato un mercato delle commodity a due direzioni", ed è più opportuno "mantenere un'esposizione a entrambi gli scenari, anziché scommettere su una singola evoluzione della crisi". Sul fronte delle materie prime sensibili a Hormuz, il petrolio resta "il beneficiario più diretto di una prosecuzione della chiusura dello stretto", con circa un quinto dei flussi globali coinvolto. "Mantenere un'esposizione al greggio attraverso futures, azioni dei produttori o fondi energetici diversificati, offre una copertura contro il protrarsi delle interruzioni delle forniture", consiglia. Ancora più esposto, poi, è il gas naturale liquefatto. Il Qatar "trasporta quasi interamente i propri volumi attraverso Hormuz", e un'interruzione aggraverebbe un mercato del gas già sotto pressione. Anche i prodotti raffinati meritano un capitolo a parte: capacità di raffinazione danneggiata e rotte alternative più



RICK DE LOS REYES >
T. Rowe Price

lunghe "hanno mantenuto elevati i crack spread", indipendentemente dal petrolio. Cotton conferma coi numeri: il crack spread del diesel europeo "ha superato per la prima volta nella storia i 100 dollari al barile", complice il divieto russo alle esportazioni e il calo delle scorte.

Sul lato opposto della barbell, de los Reyes individua le commodity che trarrebbero vantaggio da una risoluzione del conflitto. Il rame è "il beneficiario più evidente". Attività industriale, trasporto marittimo e investimenti infrastrutturali accelererebbero con il rischio geopolitico in calo, rendendolo "una copertura naturale rispetto a uno scenario di pace". Seguono l'uranio, che potrebbe vedere accelerare "i progetti di investimento e il riavvio dei reattori" rinviati per l'incertezza, e il legname, legato all'edilizia e al costo del finanziamento. In sintesi, per T. Rowe Price, "una strategia barbell che combini commodity esposte a Hormuz con materie prime sensibili alla risoluzione della crisi consentirebbe a un portafoglio di beneficiare sia di uno scenario di proseguimento della crisi sia di uno scenario di risoluzione".

LA NUOVA MAPPA DEI RISCHI

A parlar di rame, Cotton offre il dettaglio più granulare. Il metallo "ha registrato un rialzo di quasi il 50% nell'ultimo anno", con gli importatori che accumulano scorte negli Stati Uniti in vista di possibili nuovi dazi, mentre altrove gli approvvigionamenti si riducono. A questa tensione geografica si somma una carenza a monte. "La produzione mineraria è rimasta al di sotto delle aspettative e le fonderie stanno ora pagando le società minerarie per assicurarsi una quantità sufficiente di concentrato da lavorare", spiega l'esperto. "Gli sforzi a lungo termine volti a ridurre la dipendenza da un unico fornitore di metalli critici costituiscono un ulteriore fattore di sostegno", aggiunge. "Il settore continua a beneficiare di una domanda costante legata alla transizione energetica".

Anche l'agricoltura, poi, entra nella mappa dei rischi geopolitici. Per Hottner, l'escalation del conflitto Russia-Ucraina continua a minacciare le esportazioni di cereali, mentre il caldo secco ha inciso sulle rese: cacao, zucchero e caffè appaiono "particolarmente esposti ai rischi di approvvigionamento legati alle condizioni meteorologiche". Cotton aggiunge un tassello spesso trascurato: la politica sui biocarburanti, con le norme di miscelazione di etanolo e biodiesel, che incidono sulla domanda di mais, soia e zucchero "con la stessa certezza con cui il blocco di uno stretto influisce sui prezzi del greggio". La conclusione è una questione di metodo più che di previsione: "La tesi di investimento a favore delle materie prime si fonda sulla diversificazione". Distribuire l'esposizione tra energia, metalli e agricoltura, invece di inseguire di volta in volta il tema del trimestre, è ciò che permette a un portafoglio di reggere l'urto. Ovunque la prossima disruption dovesse materializzarsi.





ELIÉZER NDINGAX >
21Shares

DAL 'CRYPTO WINTER' ALLA PROVA DEL NUOVO CICLO

Dopo aver perso quasi la metà del suo valore dai record 2025, il Bitcoin è tornato a correre. Ma il mercato di oggi è cambiato. Gli investitori istituzionali hanno conquistato un peso crescente e il tradizionale copione dei quattro anni potrebbe non ripetersi allo stesso modo

Per quasi 15 anni, il Bitcoin ha abituato gli investitori a ragionare per blocchi quadriennali, scanditi dai cosiddetti 'halving'. Il copione sembra essere sempre lo stesso: raggiunto un nuovo record, circa 18 mesi dopo il dimezzamento della ricompensa dei miner, le quotazioni crollano, per poi ricominciare un nuovo ciclo rialzista verso nuovi massimi storici. L'ultimo 'guinness', di poco superiore a 126mila dollari, è stato raggiunto a ottobre 2025. Da allora le quotazioni si sono praticamente dimezzate, fino a raggiungere un minimo relativo a circa 64mila dollari, mentre la capitalizzazione complessiva delle criptovalute è passata da 4.400 a 2.200 miliardi. Numeri da 'crypto winter'. Negli ultimi mesi, però, qualcosa è cambiato. I grandi operatori istituzionali hanno iniziato a chiudere le loro posizioni short e il Bitcoin è risalito fino a 80mila. E ora ci si chiede se questo sia il segnale di una nuova primavera per la moneta di Satoshi Nakamoto e quindi dell'avvio di un nuovo ciclo in vista del prossimo halving, che secondo le stime arriverà ad aprile 2028.

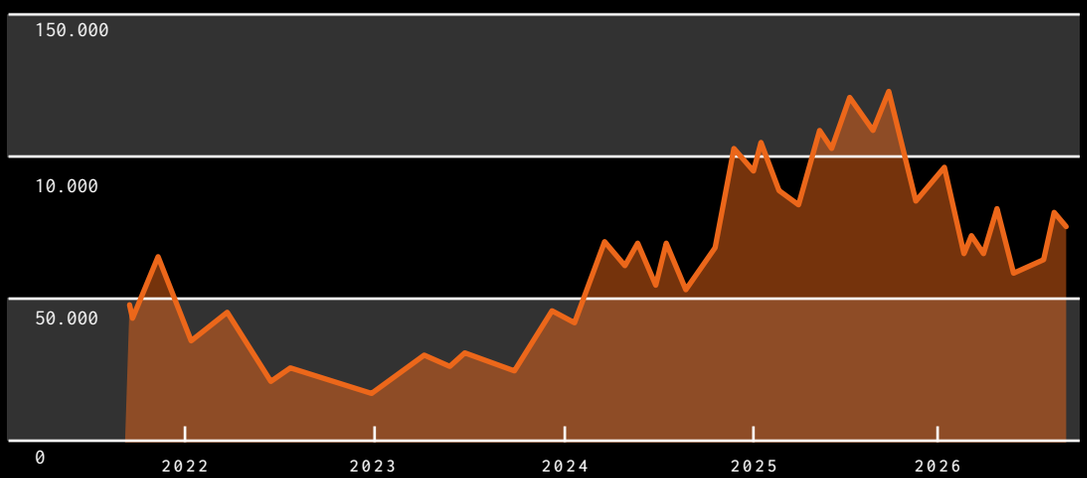
La risposta potrebbe però essere meno scontata di quanto suggerisca la storia. Dovile Silenskyte, director of Digital Assets Research di WisdomTree, sottolinea infatti come il mercato in cui si è sviluppata l'ultima correzione sia profondamente diverso da quello dei precedenti 'inverni', quando lo scenario era dominato soprattutto dagli investitori retail e la presenza istituzionale era ancora limitata. Anche la regolamentazione era meno sviluppata e le fasi di crisi finivano spesso per portare alla luce un ricorso eccessivo alla leva finanziaria, la fragilità di alcuni intermediari e la scarsa sostenibilità di diversi modelli di business.

Oggi il quadro è cambiato. Il contesto normativo si è fatto più definito e gli investitori istituzionali hanno assunto un peso maggiore. Basta guardare a chi possiede Bitcoin. ETP ed Exchange, società quotate, governi, imprese private e finanza decentralizzata detengono complessivamente

CINQUE ANNI DI BITCOIN

DATI IN DOLLARI

Fonte: Google Finance



MARC DES LIGNERIS >
CoinShares



circa 4,1 milioni di Bitcoin: quasi il 20% dei 21 milioni che potranno essere creati. Una trasformazione che, secondo Silenskyte, rende meno affidabile il semplice confronto con i cicli precedenti.

I prossimi segnali potrebbero arrivare direttamente dai prezzi. Ad agosto, il Bitcoin è cresciuto di circa il 25%, tornando sopra le medie mobili a 50 e 200 giorni. Ora, da un punto di vista tecnico, l'attenzione si è spostata sulla fascia di prezzo compresa tra 80.000 e 82.500 dollari, un livello che ha un significato particolare per Eliézer Ndinga, head of Research di 21Shares, perché coincide con il costo medio di carico dei detentori degli ETF spot statunitensi sul Bitcoin: "Una chiusura settimanale sopra 82.500 dollari è ciò che maggiormente ci aiuterebbe a distinguere tra una vera ripresa e un semplice rimbalzo all'interno di un mercato ribassista".

Al momento, comunque, il recupero non sembra accompagnato da eccessi speculativi. Il rialzo è stato alimentato soprattutto dalla domanda spot, senza che sui future siano riapparsi gli eccessi di leva che hanno accompagnato altre fasi di euforia. Dall'altro lato, l'aumento degli acquisti attraverso gli ETF va interpretato con cautela. Marc Des Ligneris, managing director & senior portfolio manager di CoinShares, sottolinea che una parte dei capitali confluiti in questi strumenti non rappresenta una vera e propria scommessa sul rialzo del Bitcoin. Alcuni investitori hanno acquistato exchange traded fund per sfruttare la differenza tra il prezzo della criptovaluta e quello dei contratti future, realizzando un guadagno indipendentemente dalla direzione presa dalle quotazioni. "I consistenti deflussi registrati tra giugno e luglio sono ancora lontani dall'essere completamente recuperati e la reale riesposizione al mercato resta relativamente marginale". I flussi verso tali strumenti, quindi, non indicano necessariamente che gli investitori siano tornati a puntare con decisione sulla crescita del Bitcoin.

Oggi, dunque, il mercato si trova in equilibrio tra segnali di ripresa e resistenze ancora da superare. Il recupero dell'ultimo mese ha portato alcuni indicatori tecnici nella cosiddetta zona di ipercomprato, aprendo a una fase di consolidamento. Una parte della partita si gioca però fuori dal mercato delle criptovalute. La politica monetaria americana è una delle variabili destinate a condizionare il movimento dei prossimi mesi e il Bitcoin potrebbe continuare a muoversi lateralmente finché non emergeranno indicazioni più chiare sull'andamento dell'inflazione e, di conseguenza, sulle prossime mosse della Federal Reserve.

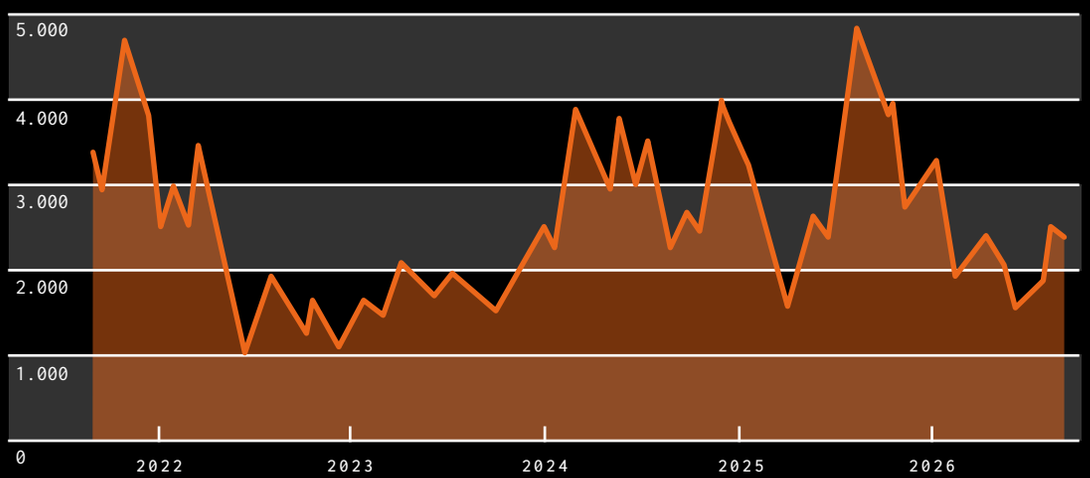
Il legame tra politica monetaria e la criptovaluta passa soprattutto attraverso la liquidità. Des Ligneris osserva che la scelta del Tesoro statunitense di concentrare maggiormente le emissioni sul tratto breve della curva rende il costo di rifinanziamento del debito più sensibile alle decisioni sui tassi. Nel medio periodo potrebbero quindi aumentare le pressioni per mantenere più basso il costo del denaro, uno scenario favorevole agli asset maggiormente sensibili alla disponibilità di liquidità, Bitcoin compreso.

Prima di parlare di un nuovo ciclo rialzista, però, restano alcuni livelli da conquistare. Ndinga indica nella tenuta dell'area 76-78mila dollari, in una Federal Reserve neutrale e nella prosecuzione degli afflussi negli ETF le condizioni che potrebbero permettere al Bitcoin di superare la fascia 81-82mila e tornare verso il massimo del 2026, collocato intorno a 98mila dollari. Solo allora si potrà cominciare a capire se l'asset digitale sia davvero entrato in un nuovo ciclo rialzista, continuando a seguire il consueto schema quadriennale, o se il crescente peso degli investitori istituzionali ne abbia ormai modificato le dinamiche.

CINQUE ANNI DI ETHEREUM

DATI IN DOLLARI

Fonte: Google Finance



MERCATI

55

Tassi all'insù

Come ridisegnare i portafogli alla luce dei movimenti e delle previsioni sul comportamento delle principali Banche Centrali

58

La carica dei MANGOS

L'acronimo che riunisce i campioni dell'intelligenza artificiale domina i listini e l'allocazione degli investitori globali. Con quali prospettive?

62

Bond e AI

La corsa dell'intelligenza artificiale inizia a interessare il mercato obbligazionario. Come gli hyperscaler in cerca di capitali cambieranno lo scenario

Occasione Europa

Difesa, energia, infrastrutture. Le mosse del Vecchio Continente





ALEX DAVIS >
Wellington Management



AUMOND ROMAIN >
Natixis IM

L'EUROPA TORNA AL CENTRO DEI PORTAFOGLI?

Dopo anni di predominio dei mercati statunitensi, il Vecchio Continente torna nei radar degli investitori. Difesa, infrastrutture, energia e autonomia strategica aprono un nuovo ciclo di investimenti, mentre valutazioni e diversificazione ne rafforzano l'attrattività. Resta aperto il confronto tra chi vede una svolta strutturale e chi individua ancora soprattutto fattori ciclici

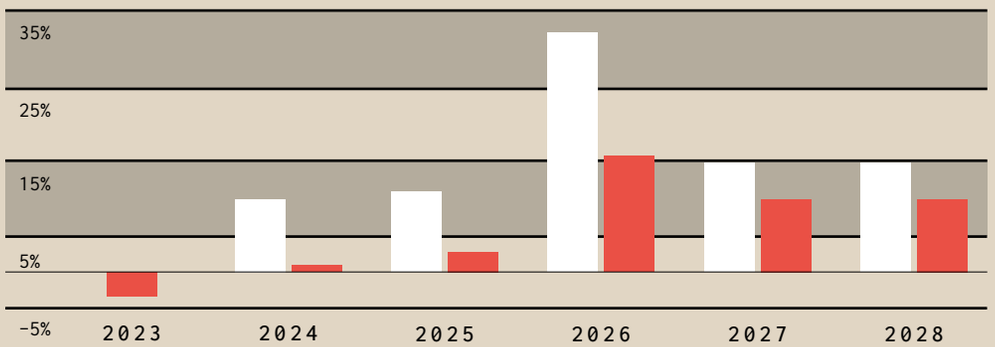
Per anni è sembrato che la geografia dei mercati globali avesse un centro di gravità indiscusso. La forza dell'economia americana, la leadership tecnologica e la capacità delle grandi società statunitensi di generare crescita degli utili hanno continuato ad attirare capitali verso gli Stati Uniti, mentre l'Europa restava penalizzata da crescita più debole, frammentazione e sotto-investimenti. Oggi, però, gli equilibri sembrano meno scontati. Il Vecchio Continente è tornato nei radar degli investitori e resta da capire se si tratti dell'ennesima rotazione destinata a esaurirsi oppure dell'inizio di un riequilibrio più profondo.

A orientarsi nella seconda direzione è Alex Davis, investment director di Wellington Management: "Sebbene la ripresa europea presenti anche componenti cicliche, riteniamo che l'aspetto più rilevante sia di natura strutturale", sottolinea. "L'Europa sta progressivamente abbandonando il paradigma di rigore fiscale che ha caratterizzato il periodo successivo alla crisi finanziaria globale, orientandosi verso maggiori investimenti pubblici, un incremento della spesa per difesa e infrastrutture, una maggiore autonomia strategica e un approccio più flessibile alla politica fiscale", spiega l'esperto di Wellington Management. "Questo cambiamento

CHARTS

CRESCITA ANNUA DELL'UTILE PER AZIONE

NEGLI STATI UNITI E IN EUROPA



Fonte: Edmond de Rothschild

DI > SIBILLA DI PALMA

DARIUS BAKHTARI >
Edmond de Rothschild



KARIN KUNRATH >
Raiffeisen Capital Management



crea per gli investitori uno scenario profondamente diverso rispetto a quello che ha contraddistinto i mercati europei negli ultimi 20 anni". La discontinuità, dunque, non starebbe soltanto nella migliore performance relativa delle Borse europee, ma nel cambiamento del contesto nel quale operano le imprese. Secondo Davis, esistono le condizioni perché il ritorno d'interesse possa consolidarsi: gli investitori istituzionali globali hanno aumentato l'esposizione al continente senza essere ancora eccessivamente sbilanciati sull'Europa, mentre il posizionamento degli investitori retail è migliorato. La variabile decisiva sarà l'allargamento della crescita degli utili a un numero maggiore di settori, anche sulla spinta del nuovo corso delle politiche economiche.

IL RITORNO DEGLI INVESTIMENTI

Una lettura simile arriva da Raphael Thuin, head of Capital Markets Strategies di Tikehau Capital. "Da un punto di vista più strategico, l'Europa sta entrando in quello che potrebbe rivelarsi un importante ciclo di investimenti", sottolinea. In un mondo sempre più frammentato e caratterizzato dalla deglobalizzazione, secondo Thuin, saranno necessari ingenti investimenti nei settori della difesa, della transizione energetica, dell'elettrificazione, dei data center, delle infrastrutture, dell'IA e dell'autonomia digitale.

È un cambiamento significativo anche per chi costruisce i portafogli. La ricerca di autonomia strategica allarga infatti il perimetro delle opportunità ben oltre la difesa, che negli ultimi anni ha rappresentato il caso più evidente di un settore trasformato dalle nuove priorità pubbliche. La stessa dinamica potrebbe interessare tecnologia, energia, infrastrutture digitali e cloud sovrano. La sicurezza economica diventa così una politica industriale e può trasformarsi in un driver di investimento di lungo periodo.

Thuin individua, inoltre, elementi favorevoli sul piano più tattico. Le prospettive di redditività delle imprese europee, gli stimoli fiscali e valutazioni che rimangono favorevoli rispetto agli Stati Uniti possono sostenere il mercato nel breve periodo. Ma è soprattutto l'ampiezza del ciclo di investimenti in conto capitale a rendere diversa questa fase dalle precedenti ripartenze europee.

Anche Karin Kunrath, cio di Raiffeisen Capital Management, distingue nettamente le due componenti. "La spinta proveniente dalla politica industriale europea, che include un aumento della spesa per la difesa, piani infrastrutturali ed energetici e ricerca di una maggiore autonomia strategica, ha natura strutturale. Il divario nelle valutazioni e i movimenti valutari sono invece fattori ciclici e possono invertirsi rapidamente".

La lettura dei mercati conferma, secondo Kunrath, più una convergenza che un abbandono degli Stati Uniti. Dall'inizio del 2025 Dax e S&P 500 hanno entrambi guadagnato circa il 31%, mentre nel 2026 Wall Street ha recuperato parte della leadership: da inizio anno, in valuta locale, l'S&P 500 ha segnato circa +12%, contro il 7% circa del Dax. I cicli fiscali e della difesa hanno un orizzonte pluriennale, ma una parte dei flussi verso l'Europa resta opportunistica e legata anche alla debolezza del dollaro.

IL PARTITO DEGLI SCETTICI

Tuttavia, non tutti sono convinti che si possa già parlare di svolta strutturale. Mabrouk Chetouane, head of Global Market Strategy, e Romain Aumond, Quantitative Macro strategist di Natixis IM, interpretano con maggiore prudenza il movimento in corso. Le tensioni commerciali e le scelte dell'amministrazione USA hanno contribuito a spostare l'attenzione verso Europa e mercati emergenti, ma questo non implica automaticamente una modifica strutturale della destinazione dei capitali.

"La capacità dei soggetti statunitensi che si avvalgono di prestiti di assorbire il risparmio globale è tale che il capitale continua ad affluire massicciamente negli Stati Uniti", spiegano. "La tendenza recente", continuano gli esperti, "caratterizzata da questa intensificata concorrenza tra i principali attori del settore tecnologico, che stanno conquistando una quota crescente di tali risparmi, favorisce gli Stati Uniti e, in misura marginale, l'Europa, che dispone solo di un numero modesto di aziende dotate di tale capacità. Riteniamo quindi che si tratti di una fase ciclica, a meno che l'Europa non riesca a riorganizzarsi attorno alle principali priorità proposte dal piano Draghi". Su una linea prudente si colloca anche Enguerrand Artaz, Macro & Markets strategist di LFDE: "In questa fase, parlare di riequilibrio strutturale sembra prematuro". "Il fenomeno risponde piuttosto a un'esigenza di diversificazione, unita a un contesto europeo più favorevole", spiega. Perché l'attrattività dell'Europa diventi duratura, secondo Artaz, occorrerebbero miglioramenti strutturali sul fronte della governance europea, della regolamentazione e delle riforme nei Paesi con maggiori problemi di finanza pubblica. Il punto diventa quindi la capacità dell'Europa di trasformare una necessità in una strategia. Per Chetouane e Aumond, le dimensioni del mercato interno e la stabilità delle istituzioni rappresentano elementi di forza, ma non bastano se non vengono accompagnati da una maggiore capacità di agire in maniera coordinata. Artaz pone una condizione analoga: il miglioramento del contesto può sostenere i mercati, ma senza un salto nella governance è prematuro considerare strutturale il riequilibrio dei flussi.

DIVERSIFICARE OLTRE WALL STREET

Al di là del confronto sulla durata della rotazione, un elemento accomuna diverse letture: l'Europa può offrire agli investitori una composizione dei rendimenti diversa da



RAPHAEL THUIN >
Tikehau Capital



MABROUK CHETOUANE >
Natixis IM

quella americana. Per Darius Bakhtari, research analyst – Global Investment Research presso Edmond de Rothschild, il ritorno d'interesse verso il continente poggia sia su elementi ciclici sia su fattori destinati a dispiegarsi nel lungo periodo. Sul primo fronte giocano il miglioramento del ciclo economico, il ritorno della crescita degli utili e il potenziale di recupero dei mercati europei. Ma c'è anche un altro elemento: "I titoli azionari europei possono offrire una buona diversificazione e fungere da copertura rispetto ai titoli statunitensi, che sono fortemente orientati verso il settore tecnologico. In un portafoglio diversificato, i titoli azionari europei potrebbero fornire un'utile copertura in caso di una correzione nel settore tecnologico". Artaz mette l'accento sullo stesso tema da una prospettiva differente. Nella sua analisi, l'Europa presenta una maggiore diversificazione delle fonti di crescita: negli Stati Uniti buona parte dell'espansione degli utili è trainata da un gruppo ristretto di società legate all'intelligenza artificiale, mentre nel Vecchio Continente sono più numerosi i sottosettori con prospettive di crescita sostenibile.

Il tema è centrale anche per Davis: "L'obiettivo non dovrebbe essere semplicemente sostituire l'esposizione agli Stati Uniti con quella all'Europa, bensì diversificare le fonti di rendimento". "L'Europa offre infatti esposizione a temi quali l'espansione fiscale, i tassi d'interesse più elevati, la difesa, le infrastrutture e l'elettrificazione: fattori che differiscono in modo significativo dai principali driver del mercato azionario statunitense, fortemente orientato alla tecnologia", spiega.

Non si tratta quindi necessariamente di scegliere tra Europa e Stati Uniti, quanto di riequilibrare portafogli diventati negli anni fortemente dipendenti da Wall Street e, al suo interno, da un gruppo ristretto di grandi società tecnologiche.

IL VANTAGGIO DELLE VALUTAZIONI

C'è poi una variabile che continua a giocare a favore dell'Europa: le valutazioni. Per Davis, il mercato nel suo complesso continua a essere scambiato a sconto rispetto agli Stati Uniti. La novità è che le valutazioni più basse sono oggi accompagnate, nella lettura dell'esperto, da un miglioramento dei fondamentali, degli utili e del contesto politico. Anche Chetouane e Aumond riconoscono il vantaggio europeo sul fronte delle valutazioni, ma invitano a non attribuirgli un peso eccessivo. Il carattere più value del mercato europeo determina strutturalmente multipli inferiori rispetto a un listino americano fortemente orientato alla crescita. E gli investitori possono essere disposti a pagare valutazioni più elevate proprio in cambio di prospettive superiori di crescita degli utili. La stessa cautela emerge da Bakhtari: la convenienza relativa può attirare investitori internazionali, ma da sola non basta. La variabile decisiva resta la capacità delle aziende di produrre utili. In altre parole, perché il rerating europeo diventi duraturo non è sufficiente essere meno costosi degli Stati Uniti. Kunrath aggiunge alla convenienza relativa altri elementi. Le iniziative di rilancio fiscale, l'aumento della spesa per la difesa e gli investimenti infrastrutturali stanno creando condizioni favorevoli per alcuni segmenti dell'economia europea, mentre il mercato americano resta caratterizzato da una forte concentrazione nelle mega-cap tecnologiche. Gli investitori dell'area euro hanno inoltre beneficiato del rafforzamento della moneta unica: dall'inizio del 2025 il cambio euro-dollaro si è apprezzato di circa il 12%.

BANCHE, INDUSTRIA E SOVRANITÀ

Se il cambiamento dovesse consolidarsi, la nuova fase europea avrebbe anche vincitori ben identificabili. Il settore finanziario compare tra quelli maggiormente apprezzati. Secondo Bakhtari, le banche europee hanno raggiunto livelli di redditività simili alle controparti statunitensi pur continuando a presentare valutazioni inferiori. Nel lungo periodo potrebbero inoltre beneficiare delle riforme volte a integrare maggiormente i mercati dei capitali e la regolamentazione bancaria dell'Unione. Artaz continua a considerare i bancari una storia di crescita di lungo periodo, pur rilevando che buona parte del rerating è probabilmente già avvenuta. Resta inoltre sul tavolo la possibilità che la creazione di un mercato unico dei capitali favorisca il consolidamento del settore. Anche la difesa torna sotto osservazione: dopo la normalizzazione delle valutazioni, l'aumento programmato della spesa pubblica deve ancora dispiegare pienamente i propri effetti. Accanto ai finanziari emergono gli industriali, l'elettrificazione e le società esposte allo sviluppo dei data center. Davis individua tra i beneficiari più evidenti banche, difesa e imprese legate alla decarbonizzazione, mentre indipendenza energetica e investimenti nelle reti rappresentano temi destinati a rimanere strategici. Kunrath allarga ulteriormente il perimetro a infrastrutture per l'IA, elettrificazione, automazione, difesa e ammodernamento industriale, temi ai quali gli investitori possono accedere attraverso società europee competitive a livello globale. A questi fattori si aggiungono una struttura di mercato più diversificata, un minore rischio di concentrazione e prospettive di crescita degli utili in miglioramento. È su questo terreno che si giocherà la possibilità di trasformare il ritorno dell'Europa nei portafogli in qualcosa di più di una rotazione ciclica. Valutazioni più basse e debolezza relativa del dollaro possono favorire i flussi nel breve periodo, ma difficilmente basteranno da soli. A fare la differenza saranno la capacità di tradurre le nuove priorità politiche in investimenti, l'allargamento della crescita degli utili, una maggiore integrazione dei mercati e la competitività delle imprese.

DI > GABRIELE PETRUCCIANI



DAVID HSU >
Vanguard Europe

TECH E USA CONTINUANO A DOMINARE I FLUSSI

La rotazione verso l'Europa, protagonista nei primi mesi dell'anno, ha perso rapidamente slancio. I flussi degli ETF mostrano un ritorno degli investitori verso gli Stati Uniti, sostenuto dalla sovraperformance dei listini americani

La grande rotazione verso l'Europa, che aveva segnato l'avvio del 2026, ha perso rapidamente forza. A raccontarlo sono i flussi degli exchange traded fund domiciliati nel Vecchio Continente. Secondo l'osservatorio di Amundi, nel primo trimestre le strategie azionarie europee avevano raccolto 21,2 miliardi di euro, diventando la principale 'scommessa' degli investitori. Ma tra aprile e giugno la direzione è cambiata: gli ETF sull'Europa sono passati addirittura a registrare deflussi netti, mentre quelli esposti agli Stati Uniti hanno raccolto 26 miliardi, superando di più del triplo gli 8,2 miliardi del trimestre precedente.

Il movimento si è fatto più evidente con il passare dei mesi. A giugno sono confluiti 12,4 miliardi di euro sulle strategie azionarie USA. Amundi lega l'inversione alla sovraperformance di Wall Street, soprattutto delle società a più larga capitalizzazione, favorita dal temporaneo attenuarsi della crisi mediorientale e da solidi risultati societari. Una lettura che trova conferma sempre nei dati degli ETF settoriali, con l'Information Technology che nel secondo trimestre ha attirato 5,5 miliardi e i semiconduttori 2,7 miliardi (a giugno hanno raccolto rispettivamente 1,7 e 1,1 miliardi). Il ritorno verso gli Stati Uniti coincide quindi con una nuova accelerazione delle esposizioni verso tecnologia e intelligenza artificiale.

E questo movimento non si è esaurito con il secondo trimestre. Stando all'ultima rilevazione di Vanguard relativa al mese di agosto, dei 41 miliardi di dollari raccolti dagli ETF azionari domiciliati in Europa, 10,7 miliardi sono confluiti nei prodotti esposti agli USA, i più acquistati per il terzo mese consecutivo, mentre 10,6 miliardi negli ETF globali e 9,6 miliardi nei replicanti con focus sui mercati sviluppati. "La raccolta non ha mostrato alcun segno di cedimento nel tradizionale periodo estivo di ferie", osserva David Ka-Leung Hsu, head of Index Equity & ETF Product Specialism di Vanguard Europe, sottolineando come luglio abbia segnato un nuovo massimo mensile e agosto il secondo dato più elevato.

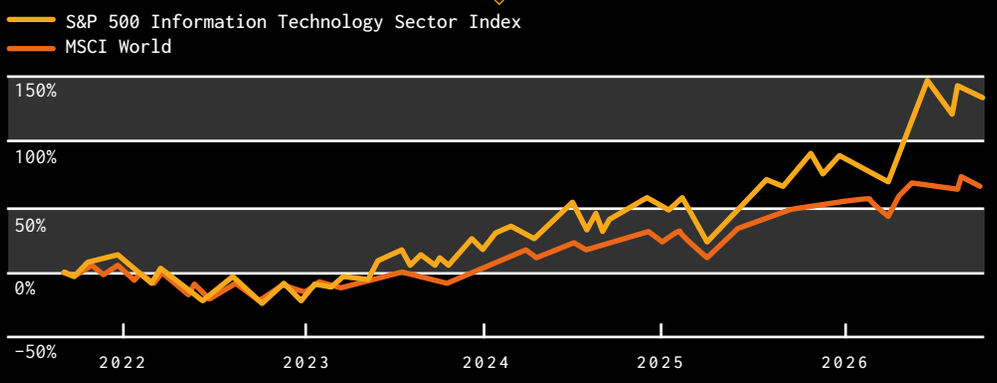
Questo non significa che il Vecchio Continente abbia perso attrattiva sul piano dei fondamentali. UBS mantiene un giudizio positivo sull'azionario dell'Eurozona. Nel secondo trimestre, gli utili dello Stoxx Europe 600 sono cresciuti del 22% su base annua e la casa svizzera prevede un'ulteriore crescita intorno al 15% degli utili per azione nell'area euro sia nel 2026 che nel 2027. Per ora, però, le scelte osservabili attraverso gli ETF raccontano un'altra storia: la rotazione geografica vista a inizio anno si è interrotta, mentre i capitali hanno ripreso la strada degli Stati Uniti e dei segmenti più esposti alla crescita tecnologica.

La raccolta degli ETF in Europa

	I TRIM. 2026	II TRIM. 2026
Azionario Europa	21,2 mld di euro	-4 mld di euro
Azionario USA	8,2 mld di euro	26 mld di euro

Fonte: elaborazione su dati Amundi

La tecnologia USA contro il Msci World



Fonte: Google Finance - Dati in dollari all'11 settembre 2026

DI > SILVIA RAGUSA



TASSI ALL'INSÙ, COME RIDISEGNARE I PORTAFOGLI

Dopo la stretta monetaria di questo autunno, i gestori rivedono le allocazioni: meno duration lunga, più credito selezionato e un posto fisso per l'oro

Nel giro di poco, tre banche centrali hanno preso la stessa direzione. BCE, Federal Reserve e Bank of Japan hanno alzato i tassi, quasi in sequenza. La causa è la stessa ovunque: un'inflazione che non arretra, spinta dall'energia e da un'attività economica che non rallenta come previsto. Dopo un'estate di scommesse su pause e tagli, l'autunno si è dunque rivelato più restrittivo del previsto. Per chi gestisce portafogli, la stagione dei tassi comodi si è complicata. D'altronde, il tono si era fatto più duro già da settimane. Come osserva Valentin Bissat, group chief economist & senior strategist di Mirabaud Asset Management, c'è stata una reazione congiunta all'aumento dei prezzi dell'energia e alle rinnovate pressioni inflazionistiche legate al conflitto in Medio Oriente. "Le banche centrali non possono più permettersi di ignorare un'inflazione che supera in modo persistente i loro target", avverte Bissat: preservare la credibilità sulla stabilità dei prezzi è l'obiettivo prioritario, anche perché i tassi a lungo termine continuano a salire. Il vero nodo, secondo l'esperto, non è più "quanto velocemente" le banche centrali allenteranno la politica monetaria, ma "quanto a lungo" dovranno mantenere condizioni restrittive: i mercati prezzano già il 90% di probabilità di un ulteriore rialzo BCE entro dicembre. Warsh e Lagarde si trovano ad affrontare quella che Bissat definisce "una combinazione scomoda" di attività resiliente, inflazione elevata e rendimenti in aumento. Mentre la politica monetaria stringe, quella fiscale allenta: debito e deficit in crescita, soprattutto negli USA, sostengono la domanda e gonfiano il fabbisogno di finanziamento dei governi. "Questa tensione tra disciplina monetaria e generosità fiscale sta diventando uno dei temi macroeconomici determinanti per gli investitori", sintetizza l'economista di Mirabaud.

Anche Michael Lok, group cio e coceo Asset Management di UBP, descrive "una politica monetaria vincolata dall'elevata inflazione e da un'attività economica che si dimostra resiliente agli shock", e aveva previsto percorsi divergenti: BCE e BoJ più inclini a un rialzo, Fed e Bank of England più propense a restare

DI > SILVIA RAGUSA



MICHAEL LOK >
UBP



CARRELL DORIAN >
Schroders

ferme. La realtà ha in parte smentito quest'ultimo punto: dopo la mossa dell'istituto europeo e quella, largamente attesa, di quello giapponese, anche la Federal Reserve ha scelto di alzare i tassi, spinta da un CPI di agosto che non ha lasciato spazio a interpretazioni accomodanti. Proprio sulla Fed, UBP ha rivisto al rialzo il range obiettivo per il decennale USA, portandolo al 4,25-4,75% dal precedente 3,75-4,25%, riflesso di un'economia americana ancora solida e di un'offerta crescente di titoli di Stato e debito corporate legato all'intelligenza artificiale. Lok non si aspetta però una fuga verso il 5%: "Riteniamo che sia la Fed che il Tesoro interverrebbero per gestire movimenti disordinati sul segmento a lungo termine".

BESSENT, LA FED E LA PARTE LUNGA DELLA CURVA

C'è poi un attore che negli ultimi mesi ha guadagnato peso quanto le banche centrali stesse. "Ora il banco sono io", ha dichiarato ai mercati il segretario al Tesoro USA Scott Bessent, alimentando la tentazione di pensare che il Tesoro conti più della Fed. "Riteniamo che questo sarebbe un errore", ribatte Dorian Carrell, head of Multi-Asset Income di Schroders: BCE, BoJ e, alla fine, anche la Fed hanno alzato i tassi di 25 punti base nel giro di pochi giorni, ma per Carrell si tratta di mosse già scontate dai mercati e, di per sé, poco rilevanti. Sulla Federal Reserve, il CPI di agosto ha tolto ogni alibi ai colombi: inflazione headline ferma al 3,4% annuo, core in accelerazione mensile, un dato solido a sufficienza da convincere il FOMC a muoversi. Resta comunque un bivio che per Carrell lascia lo scenario d'investimento pressoché invariato: "Con l'inflazione che viaggia sopra il 3%, la Fed che manca il proprio obiettivo da oltre cinque anni e la politica fiscale che spinge nella direzione opposta, tassi che toccano appena il 4% rimarrebbero comunque accomodanti", sottolinea. L'esperto guarda inoltre alle elezioni di metà mandato USA: si aspetta che Warsh, con l'inverno alle porte, faccia un passo indietro in attesa delle conclusioni delle sue task force. Tra gli scenari sul tavolo, "una qualche forma di media trimmed (*trimmed mean*) assumerà maggiore importanza nel calcolo dell'inflazione", con una possibile messa in discussione del target puntuale del 2%. "Le tensioni di questo autunno verranno generate da Bessent e si faranno sentire sulla parte lunga, piuttosto che su quella breve, della curva dei rendimenti", conclude il gestore.



VALENTIN BISSAT >
Mirabaud Asset Management

COME SI POSIZIONANO I PORTAFOGLI

Il cambio di passo porta, di certo, a rivedere i portafogli per i prossimi mesi. Sul fronte obbligazionario, la view converge verso una maggiore cautela sulle scadenze lunghe. Bissat segnala che gli investitori chiedono un premio a termine più elevato per compensare i timori su debito e deficit persistenti: nonostante rendimenti più interessanti rispetto agli ultimi anni, i rischi inflazionistici e le emissioni abbondanti continuano a spingere al rialzo i tassi lunghi. Meglio, dunque, obbligazioni a breve duration e credito corporate di alta qualità rispetto al debito sovrano a lunga scadenza.

Sull'azionario, invece, la posizione resta costruttiva. "Gli utili societari continuano a crescere, il settore privato si mantiene finanziariamente solido e il ciclo di investimenti nell'intelligenza artificiale continua a fornire un forte supporto alle aziende tech", osserva Bissat, mentre dopo la correzione estiva Taiwan e Corea del Sud offrono valutazioni interessanti. "Manteniamo quindi una view costruttiva sulle azioni nonostante i tassi più elevati", conferma, aggiungendo una diversificazione contro i rischi fiscali: il dollaro sconta i timori sul debito, l'oro beneficia della domanda di protezione dall'inflazione. "Mantenere l'esposizione alle azioni favorendo il credito corporate rispetto ai titoli di Stato, una duration relativamente breve e allocazioni strategiche nel lingotto appare l'approccio più prudente per il resto dell'anno", riassume l'esperto di Mirabaud.

Anche in UBP il contesto resta favorevole agli asset di rischio, "pur con tassi che si avvicinano a livelli critici", puntualizza Lok. "Manteniamo invariata la nostra esposizione elevata al rischio di credito", mentre sull'azionario il miglioramento diffuso degli utili fa da sostegno. Lok individua due possibili inneschi di un arretramento: un'impennata del petrolio o un rendimento del decennale statunitense vicino al 5%. Sulle valute, la casa di gestione assume un atteggiamento più costruttivo sull'euro, con un cambio EUR/USD atteso tra 1,16 e 1,20, riducendo le coperture in eurovaluta nei portafogli in dollari. Sull'oro, l'allocazione strategica resta invariata, con un movimento atteso laterale.

"Il nostro portafoglio growth and income presenterà una duration breve, 1,7 anni, con una predilezione per il debito emergente in valuta locale, una qualità creditizia elevata, BBB+", spiega invece Carrell. Ma anche un'esposizione limitata al credito cartolarizzato e all'investment grade australiano. "Manterremo inoltre un peso elevato nei titoli convertibili, sbilanciato verso i mercati internazionali ex-USA, e un leggero sovrappeso del fattore value rispetto al growth", precisa il gestore di Schroders. Tre strategie diverse, un unico filo conduttore: duration corta, qualità del credito e protezione contro i rischi di coda. Insomma, se l'autunno delle banche centrali sarà davvero caldo, i portafogli si presentano già ben coperti per l'inverno.

SOLUZIONI D'INVESTIMENTO

GUARDA OLTRE.

Con la nostra prospettiva attiva ti aiutiamo a mettere a fuoco il futuro. Scopri come puntare a rendimenti più solidi nel lungo periodo.



Capitale a rischio.

Messaggio pubblicitario a fini promozionali. Le informazioni fornite non costituiscono un'offerta, né un invito all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Pubblicato da Schroder Investment Management (Europe) S.A., 5, Heienhaff L-1736 Senningerberg, Luxembourg. Registro Imprese Lussemburgo: B 37.799.

Schroders

THE ACTIVE EDGE

DI > SILVIA RAGUSA



ALESSANDRO CAPUANO >
Moneyfarm



LEI QIU >
Alliance Bernstein



FAANG È MORTO. LUNGA VITA AI MANGOS

Chip, cloud, energia, spazio: la nuova Big Tech si chiama Mangos. Ma non tutte le aziende esposte all'AI renderanno allo stesso modo. La bussola per orientarsi nel cambio di paradigma



FABRIZIO SANTIN >
Pictet AM

Non è stata solo l'estate dei ritornelli dei Pinguini Tattici Nucleari. Sotto il solleone, tra addetti ai lavori e gestori, un altro refrain passava di bocca in bocca: Mangos (Meta, Anthropic, Nvidia, Alphabet, OpenAI e SpaceX). L'acronimo è diventato il nuovo modo di raccontare Wall Street, spodestando quello che per un decennio era bastato a riassumere la tecnologia: Faang. Non un indice, non un paniere d'investimento ma, come la definisce Alessandro Capuano, head of Brokerage di Moneyfarm, "un modo efficace per descrivere alcuni dei protagonisti della nuova economia dell'IA". È proprio ripartendo dalla sigla nuova che si capisce cos'è davvero cambiato: il baricentro dei mercati si è spostato dalle piattaforme che usiamo ogni giorno alle infrastrutture che rendono possibile l'intelligenza artificiale. Questo cambio di paradigma, del resto, non nasce dal nulla. Annacarla Dellepiane, head of Southern Europe di HANetf, lo inquadra come l'ultima tappa di una evoluzione che "non va letta tanto come la sostituzione di un paniere con un altro, quanto come il segnale di un cambio di paradigma". Se la prima Big Tech aveva costruito ecosistemi digitali rivolti al consumatore, oggi "al centro non c'è più semplicemente la capacità di conquistare tempo e attenzione degli utenti, ma il controllo delle infrastrutture e delle tecnologie necessarie alla



ANNACARLA DELLEPIANE >
HANetf



ANDREW HARVIE >
Columbia Threadneedle Investments

nuova economia dell'IA". L'esperta però mette subito le mani avanti su un equivoco frequente: Mangos "non è ancora una categoria finanziaria omogenea", visto che alcune delle società citate sono quotate e altre restano sul mercato privato. Si tratta più di "un'etichetta narrativa, utile per descrivere una tendenza", che "di un universo investibile nel suo complesso".

C'è però un rischio di lettura che, per esempio, Lei Qiu, head of Thematic Equities di AllianceBernstein, vuole correggere subito: "Mangos non è il necrologio di Faang. Semmai, rappresenta l'evoluzione e l'espansione dell'insieme di opportunità legate all'intelligenza artificiale". Ogni ciclo tecnologico, spiega, "rimodella il luogo in cui viene creato valore, chi riesce a catturarlo e quali modelli di business emergono come vincitori nel lungo periodo", e tende a produrre una propria sigla per raccontare le aziende che cavalcano quell'onda. Se i titoli Faang erano l'ecosistema dell'internet consumer, i Mangos nascono invece da "un diverso tipo di salto infrastrutturale": un'elaborazione parallela capace di processare dati "a una velocità senza precedenti".

DOVE VA IL DENARO: IL CAPEX DEGLI HYPERSCALER

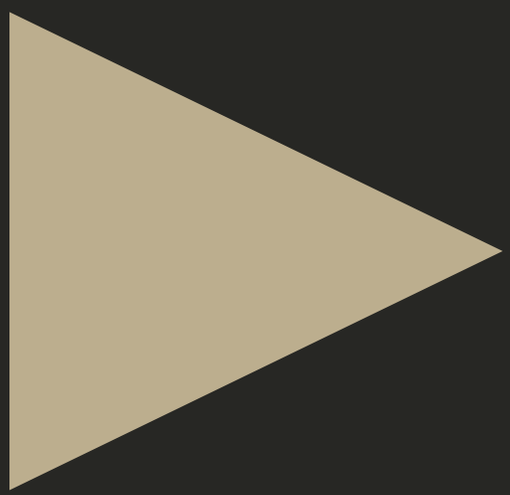
A dare sostanza a questo cambio di paradigma sono, d'altronde, i numeri. "Secondo TrendForce, il capex dei nove principali cloud provider potrebbe superare gli 886 miliardi di dollari nel 2026, quasi il 90% in più rispetto al 2025", dice Capuano, mentre "S&P Global stima oltre 1.300 miliardi di spesa per infrastrutture IA nel 2027". Fabrizio Santin, senior investment manager di Pictet Asset Management, aiuta a mettere in prospettiva il salto: buona parte di questi soldi finisce in data center ad alta densità di calcolo. "Un grande data center con domanda elettrica nell'ordine di 1 GW consuma annualmente energia paragonabile, in termini indicativi, al fabbisogno di circa un milione di abitazioni statunitensi", spiega l'esperto. "Per un'infrastruttura AI di questa scala, il costo complessivo può raggiungere cifre fino a 50 miliardi di dollari". È in questo spostamento di risorse che si coglie il senso più profondo del passaggio. Andrew Harvie, senior client portfolio manager Azionario Globale di Columbia Threadneedle Investments, lo mette bene a fuoco: "Semiconduttori e apparecchiature, reti, stoccaggio, soluzioni energetiche per l'alimentazione e infrastrutture per i data center sono tra i settori che traggono i maggiori vantaggi dall'aumento delle spese in conto capitale degli hyperscaler". E a differenza dei cicli precedenti, sottolinea, "questa domanda è sostenuta da utili reali, flussi di cassa e investimenti tangibili". Santin conferma: "I principali vincitori della prima fase del ciclo sono stati i fornitori di chip direttamente esposti alla costruzione dell'infrastruttura AI (terreno su cui "Nvidia ha costruito una posizione dominante"). Ma adesso il rally si è esteso a memoria ad alta banda, DRAM, networking, energia e raffreddamento, mentre gli hyperscaler cominciano a offrire "segnali più concreti di monetizzazione".

IL RISCHIO DI PAGARE TROPPO

Di fronte a numeri così grandi, gli investitori non stanno certo a guardare: i dati di Moneyfarm mostrano come negli ultimi sei mesi gli ordini sui singoli titoli più esposti all'intelligenza artificiale siano cresciuti del 28%, mentre sugli ETF tematici su IA e semiconduttori il balzo è del 73% negli ordini e del 32% nel controvalore. "Si compra di più, ma soprattutto si vende relativamente meno", osserva Capuano: l'accumulo netto è salito del 67% sui singoli titoli e del 52% sugli ETF tematici, anche se l'esposizione a questi strumenti resta stabile intorno al 4,7-4,8% del controvalore scambiato. È da qui che nasce l'interrogativo che, per Capuano, conta davvero: "La domanda non è più soltanto 'chi sarà il prossimo Nvidia?'. È capire chi riuscirà davvero a trasformare questa montagna di investimenti in ricavi e profitti".

Proprio su questo crinale, Harvie invita alla disciplina. Gli investitori "non dovrebbero concentrarsi esclusivamente su un gruppo ristretto di titoli solo perché sono molto popolari". Il rischio principale "non è quello di perdersi un particolare vincitore nel settore dell'IA, ma di pagare troppo per una crescita che è già scontata nelle aspettative di mercato". Anche Santin arriva alla stessa conclusione partendo dall'esempio concreto di Nvidia: pur restando "l'epicentro della filiera dei semiconduttori per l'AI", nell'ultimo anno "ha sottoperformato il proprio universo settoriale". Prova, per l'esperto, che "essere il miglior business non implica necessariamente essere il miglior titolo in Borsa". Da qui la sua preferenza per "un'esposizione selettiva e diversificata all'ecosistema IA, anziché una scommessa concentrata sui nomi più celebrati".

Sulla stessa linea si muove Dellepiane, che chiude il cerchio tornando al punto di partenza. Sei società accomunate dagli algoritmi "non significa che abbiano lo stesso profilo di rischio, gli stessi multipli, gli stessi fondamentali o le medesime prospettive di rendimento", e la concentrazione degli investimenti sulla tecnologia "sta raggiungendo dimensioni difficili da ignorare", tanto che "questo può rivelarsi un rischio per gli investitori". La lezione, per l'esperta di HANetf, "non è comprare i nuovi titoli alla moda", ma capire dove si sposta la creazione di valore. È lo sguardo più lungo di Qiu, però, a dare la chiave di lettura finale: la storia insegna che ogni ciclo tecnologico crea nuovi leader, ma "non è garantito che le aziende che hanno costruito l'infrastruttura riescano a catturare la quota maggiore dei profitti". È proprio questo, aggiunge, "il bello dell'innovazione tecnologica". Wall Street, insomma, non sta solo cambiando protagonisti. Sta allargando la partita. E, come sottolinea Capuano, con le opportunità, cresce anche il perimetro del rischio.



LA PRIMA PIATTAFORMA DI VIDEO GRATUITI
PER I PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

Scoprila su: vision.focusrisparmio.com

Il tuo riferimento professionale per il risparmio gestito

FR|Vision è la piattaforma interattiva di broadcasting video ideata da Assogestioni Servizi.
Parte dell'ecosistema FocusRisparmio, offre gratuitamente contenuti live e on demand, corsi accreditati e interviste esclusive.
Scelta da oltre 20.000 esperti del settore, FR|Vision è un punto di riferimento per chi opera tutti i giorni nel risparmio gestito.

DI > GABRIELE PETRUCCIANI



ANDRZEJ SKIBA >
RBC BlueBay

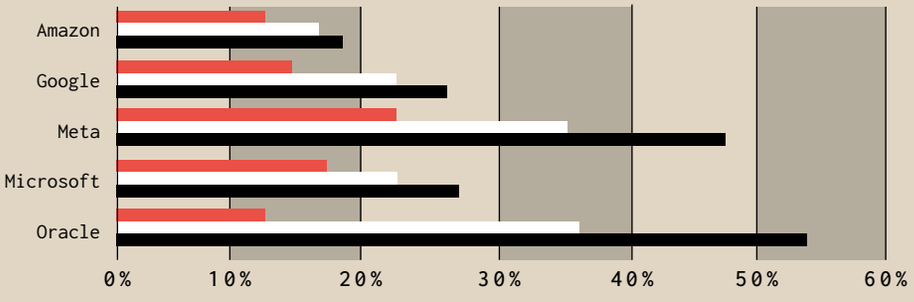


ANTHONY WANG >
T. Rowe Price

CHARTS

GLI HYPERSCALER ACCELERANO SUGLI INVESTIMENTI

SPESA IN CONTO CAPITALE IN % SUI RICAVI



Fonte: Bloomberg, RBC Global AM, BlueBay Fixed Income - Dati al 31 dicembre 2025

IL BOOM TECNOLOGICO APRE UNA NUOVA STAGIONE DI EMISSIONI

La corsa all'IA ha raggiunto dimensioni che rendono inevitabile un maggiore ricorso al debito. Nei prossimi anni il mercato potrebbe superare i 2.000 miliardi di dollari

La corsa all'intelligenza artificiale sta entrando in una nuova fase. Dopo processori, data center ed energia, l'attenzione ora si sta spostando sul capitale necessario per finanziare investimenti crescenti. Andrzej Skiba, head of US Fixed Income di RBC BlueBay, stima che nel 2026 la spesa in conto capitale legata all'IA possa avvicinarsi a 1.000 miliardi di dollari, per aumentare ancora nel 2027. Con cifre di questa portata, i flussi di cassa delle grandi società tecnologiche non sono più sufficienti e il ricorso al debito diventa inevitabile.

Il passaggio è già visibile sul mercato. Il finanziamento si sta estendendo dai bilanci degli hyperscaler all'high yield, al credito leveraged, al debito cartolarizzato e ai singoli progetti di data center. A questi potrebbero presto aggiungersi veicoli destinati al finanziamento delle GPU. Secondo Skiba, nei prossimi anni il mercato del debito legato all'IA potrebbe superare i 2.000 miliardi di dollari, diventando più grande dell'attuale mercato high yield statunitense.

L'aumento delle emissioni sta già avendo conseguenze sulle valutazioni. Le nuove operazioni devono offrire rendimenti più interessanti per trovare compratori e le maggiori concessioni richieste dagli investitori finiscono per spingere verso l'alto anche gli spread dei titoli già sul mercato. È quello che Skiba definisce "AI supply premium". Un processo che potrebbe proseguire ancora, considerata la quantità di emissioni in arrivo.

Nel frattempo, la ricerca di capitali sta coinvolgendo una platea sempre più ampia di investitori. Anthony Wang, portfolio manager & vice president di T. Rowe Price, segnala a questo proposito la partnership di Nvidia con Apollo, BlackRock, Blackstone, Brookfield, Goldman Sachs e KKR per creare piattaforme di finanziamento volte a mobilitare oltre 500 miliardi di dollari di capitale di terzi. Per l'esperto, la domanda a questo punto è chi finanzierà il prossimo passo di questo enorme processo di sviluppo infrastrutturale. Fondi pensione, assicurazioni, fondi sovrani e altri grandi investitori istituzionali potrebbero fornire una quota crescente delle risorse necessarie.

Per gli obbligazionisti, l'aumento dell'offerta apre a nuove opportunità, ma amplia anche le differenze tra emittenti e strutture. Skiba è moderatamente sovrappesato sul comparto, mentre mantiene un sottopeso sulla maggior parte dei grandi hyperscaler investment grade, i cui spread potrebbero risentire di nuove emissioni. Nei data center privilegia le operazioni che eliminano il rischio di rifinanziamento o che prevedono garanzie sul valore residuo, mentre nell'high yield quelle con un'elevata probabilità di rimborso anticipato entro due anni. Con l'arrivo sul mercato di emittenti e strutture molto diverse tra loro, la selezione del rischio di credito diventa una parte decisiva dell'investimento nell'IA.

DI > GABRIELE PETRUCCIANI



BRAD FREER >
Capital Group



JIAN SHI CORTESI >
GAM Investments

MERCATI EMERGENTI, L'IA RIDISEGNA LA GEOGRAFIA DEGLI INVESTIMENTI

La corsa all'intelligenza artificiale sta concentrando una quota crescente della performance degli indici su pochi grandi gruppi asiatici. Semiconduttori e tecnologia acquistano così un peso sempre maggiore, mentre per gli investitori diventa più difficile ottenere una reale diversificazione

Sette società, da sole, valgono più di un terzo dell'intero MSCI Emerging Markets. Capital Group le ha ribattezzate "Emergent Seven" e tra loro figurano tre protagonisti della corsa mondiale all'intelligenza artificiale: TSMC, Samsung Electronics e SK Hynix. È una fotografia che racconta quanto siano cambiati gli investimenti nei mercati emergenti. Dietro un indice che riunisce Paesi ed economie molto diverse, il peso della performance si sta concentrando sempre più in Asia e attorno alla filiera dei semiconduttori. Con il risultato che l'IA sta trasformando un'esposizione nata come geografica in una scommessa sempre più legata alla tecnologia.

A spiegare la crescente rilevanza delle "Emergent Seven" è il ruolo assunto da alcune di queste aziende nella catena produttiva dell'intelligenza artificiale. Brad Freer, gestore di portafoglio di Capital Group, osserva che TSMC, Samsung Electronics e SK Hynix hanno ormai "un'importanza strategica paragonabile a quella dei principali produttori statunitensi di semiconduttori". La particolarità è che, pur occupando una posizione decisiva nello sviluppo degli algoritmi, queste società vengono spesso scambiate a multipli inferiori rispetto alle aziende americane comparabili.

Un fenomeno particolarmente evidente in Corea del Sud e Taiwan, due mercati che, come sottolinea Jian Shi Cortesi, investment director di GAM Investments, hanno raggiunto nuovi massimi storici grazie a un gruppo ristretto di produttori di memorie e chip, il cui peso è salito a livelli record nei rispettivi indici nazionali. L'Information Technology ha distanziato nettamente gli altri comparti, mentre energia, beni di consumo di prima necessità, materie prime e servizi di comunicazione sono rimasti indietro.

UN NUOVO SIGNIFICATO

La crescita legata all'intelligenza artificiale sta quindi modificando completamente il significato dell'esposizione geografica: acquistare un indice emergente oggi può voler dire assumere una posizione molto più rilevante sul ciclo tecnologico globale di quanto suggerisca l'etichetta dell'asset class.

I numeri riportati da Nick Payne, gestore del fondo Comgest Growth Emerging Markets di Comgest, rendono ancora più evidente il cambiamento. All'inizio del 2024 oltre il 50% dei titoli dell'MSCI Emerging Markets aveva registrato, nei tre anni precedenti, una performance superiore a quella dell'indice stesso. A giugno 2026 la quota era scesa a circa il 18%. Nello stesso arco temporale l'Information Technology ha sovraperformato l'indice del 208%, mentre industriali, finanziari e beni di consumo discrezionali hanno ottenuto risultati nettamente inferiori. In pratica, una parte crescente del rendimento è stata prodotta da una porzione sempre più piccola del mercato.

SK Hynix offre una misura concreta di quanto l'IA possa amplificare



NICK PAYNE >
Comgest

queste distanze. La società sudcoreana detiene, secondo i dati presentati da Payne, circa il 56-58% del mercato mondiale delle memorie HBM, componenti essenziali per alimentare ad alta velocità gli acceleratori di intelligenza artificiale. Nel primo semestre del 2026 il fatturato è aumentato del 257% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e il risultato operativo del 550%. Numeri difficili da separare dal boom degli investimenti nelle infrastrutture per l'IA e capaci, proprio per le dimensioni raggiunte da alcuni gruppi, di incidere sull'andamento degli indici nazionali e regionali.

NODO DIVERSIFICAZIONE

Per l'investitore emerge così un problema di diversificazione. Un'esposizione passiva ai mercati in via di sviluppo incorpora automaticamente i titoli che hanno conquistato maggiore peso nell'indice, insieme alle società e ai settori rimasti ai margini del rally. Payne sintetizza il cambiamento osservando che "non è più sufficiente limitarsi ad acquistare gli emergenti come asset class". La selezione dei singoli titoli assume maggiore importanza proprio quando la performance dipende da pochi vincitori e il settore di appartenenza dice sempre meno sulla qualità delle singole aziende.

La stessa Corea mostra perché la lettura non può fermarsi ai semiconduttori. Freer segnala che le riforme societarie stanno ampliando le opportunità alla difesa, al gas naturale liquefatto, alla cantieristica navale e alle infrastrutture energetiche. In Cina, invece, la priorità assegnata dal governo all'intelligenza artificiale e la crescente adozione interna stanno sostenendo l'espansione dei chip, mentre farmaceutica e robotica allargano ulteriormente il campo delle opportunità. L'universo emergente resta quindi molto più ampio della tecnologia, ma il peso assunto dai vincitori dell'IA ne sta alterando gli equilibri.

GLI EFFETTI

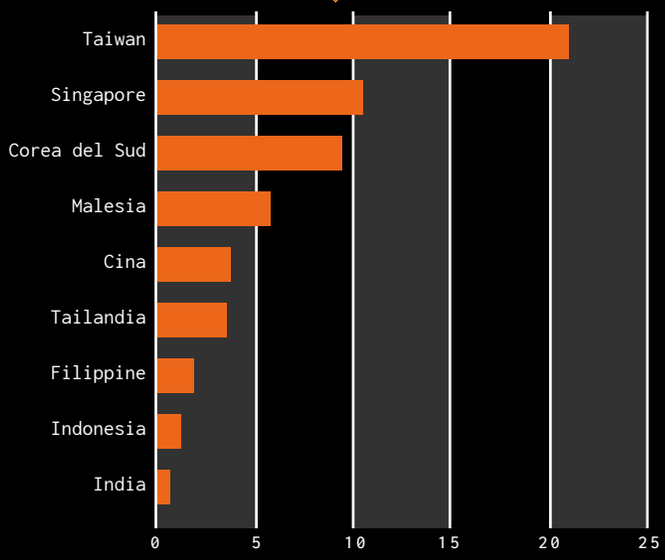
Gli effetti cominciano a vedersi anche fuori dalle Borse. Goldman Sachs collega una parte della divergenza registrata quest'anno dalle valute asiatiche alla diversa esposizione delle economie al ciclo tecnologico. Won coreano, dollaro di Taiwan, dollaro di Singapore e ringgit malese hanno fatto meglio delle valute dei Paesi meno esposti alla tecnologia. Taiwan, Singapore, Corea del Sud e Malesia figurano infatti tra le economie asiatiche con maggiore esposizione al settore, mentre la domanda legata all'IA ha sostenuto esportazioni, saldi con l'estero e investimenti nelle catene del tech.

L'intelligenza artificiale sta quindi tracciando una nuova linea di demarcazione all'interno dei mercati emergenti. Non coincide con i tradizionali confini geografici e attraversa indici azionari, settori ed economie con intensità molto diverse. Per l'investitore, la conseguenza è che dietro la stessa etichetta di mercati emergenti convivono ormai esposizioni molto diverse al ciclo dell'IA.

FOCUS RISPARMIO LAB

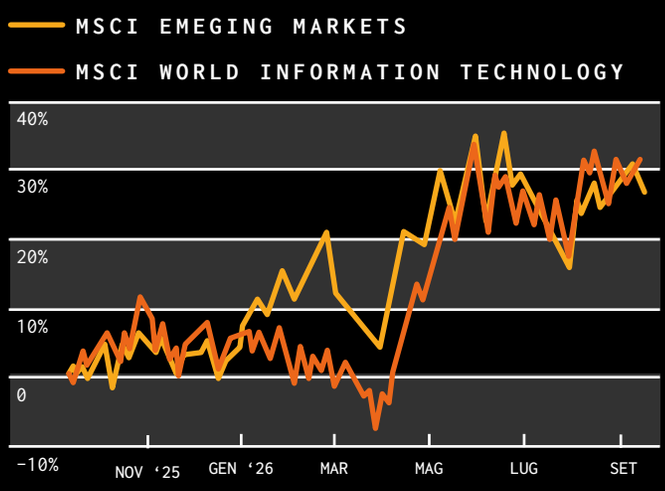
LA PARTITA DEL TECH GLOBALE

Il peso della tecnologia nelle economie asiatiche



Fonte: Ocse Tiva, Goldman Sachs Global Investment Research

Emergenti contro la tecnologia globale



Fonte: Google Finance - Dati in dollari

DI > SIBILLA DI PALMA



ANDREA PORRO >
Jupiter AM



DUNCAN LAMONT >
Schroders



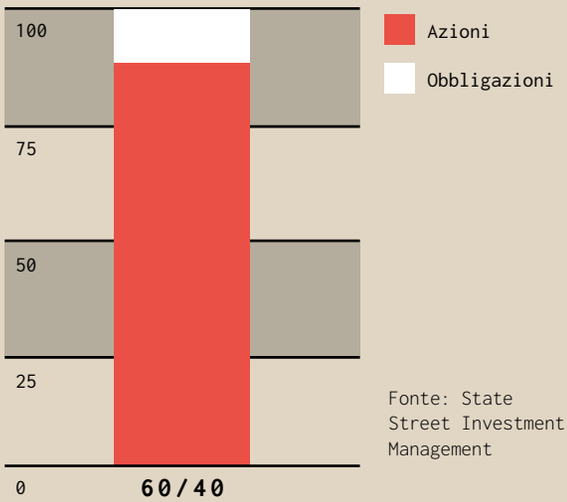
IL 60/40 CAMBIA PELLE

Il tradizionale equilibrio tra azioni e obbligazioni resta un punto di riferimento, ma il nuovo scenario di mercato impone di ripensarne l'applicazione. La diversificazione si allarga oggi a fattori di rischio, geografie e strategie. Mentre cresce il ruolo della gestione attiva e delle fonti alternative di rendimento

CHARTS

CONTRIBUTO AL RISCHIO DEL PORTAFOGLIO

IN PERCENTUALE



Fonte: State Street Investment Management

Inflazione persistente, politiche monetarie meno prevedibili e tensioni geopolitiche hanno messo alla prova il tradizionale portafoglio 60/40, basato sull'equilibrio tra azioni e obbligazioni. In alcune fasi la maggiore correlazione tra le due asset class ne ha ridotto i benefici di diversificazione, proprio mentre l'incertezza dei mercati aumentava.

Più che decretarne la fine, la sfida è capire come farlo evolvere. Per Mario Aguilar De Irmay, senior portfolio strategist di Janus Henderson Investors, "il modello 60/40 rimane un valido framework in quanto combina il potenziale di crescita delle azioni con i vantaggi in termini di reddito offerti dal fixed income". "Quando le correlazioni tra azioni e obbligazioni sono basse o negative, la volatilità complessiva del portafoglio si riduce" e perciò, spiega, "piuttosto che ripensare il modello, lo vediamo evolversi man mano che emergono nuove opportunità di



FABIO CAIANI >
Nordea Asset Management



FABRIZIO ALLEVI >
Fineco

investimento".

Secondo Aguilar De Irmay, nell'attuale contesto l'obiettivo è ampliare la diversificazione. "Nel settore azionario, gli investitori possono diversificare attraverso strategie market neutral o long/short, che presentano una minore sensibilità al mercato", spiega l'esperto. Invece, "nel reddito fisso, le obbligazioni short duration o il credito cartolarizzato possono ridurre la sensibilità ai tassi di interesse senza sacrificare il rendimento". Negli ultimi anni questo approccio ha significato anche guardare oltre gli Stati Uniti, verso Europa, Giappone, mercati emergenti e small cap.

DIVERSIFICARE OLTRE LE ASSET CLASS

Il punto centrale diventa allora capire che cosa significhi davvero diversificare. Aguilar De Irmay invita a guardare anche ai fattori che determinano il rischio: debito e azioni di una stessa società tecnologica, per esempio, possono rispondere agli stessi driver – costo del capitale, utili e crescita – e offrire quindi un'allocazione meno differenziata di quanto appare a prima vista. Per questo, "una diversificazione efficace oggi richiede un approccio multidimensionale che combini la ripartizione delle asset class con un'attenta valutazione dei fattori di rischio, delle esposizioni geografiche, dei settori e delle strategie di investimento".

Un principio che emerge anche dall'analisi di Fabrizio Allevi, responsabile Direzione Private Banking & Wealth Advisory di Fineco. Per l'esperto, il 60/40 resta un riferimento utile perché traduce in modo semplice l'equilibrio tra crescita e stabilità, ma perde efficacia se considerato una formula universale. L'esperienza degli ultimi anni ha mostrato che inflazione elevata e rialzo dei tassi possono mettere contemporaneamente sotto pressione azioni e obbligazioni. La costruzione dei portafogli si è così spostata verso una maggiore attenzione ai driver di rischio e rendimento, affiancando quando necessario al nucleo strategico componenti tattiche e soluzioni a bassa correlazione.

Anche per Andrea Porro, head of Italy di Jupiter AM, il portafoglio bilanciato tradizionale rimane un utile punto di riferimento, ma non rappresenta una soluzione univoca. "Negli ultimi anni la correlazione tra azioni e obbligazioni è aumentata in diversi momenti di mercato, riducendo il beneficio della diversificazione proprio quando gli investitori ne avevano maggiore bisogno. In un contesto caratterizzato da inflazione più persistente, politiche monetarie meno prevedibili e shock geopolitici frequenti, è opportuno affiancare alle esposizioni tradizionali strategie in grado di offrire fonti di rendimento indipendenti dai tradizionali beta di mercato".

Per Porro il cambiamento riguarda quindi il modo di intendere l'allocazione diversificata. "Oggi non è sufficiente distribuire il rischio tra diverse asset class: è fondamentale diversificare anche le fonti di rendimento e i fattori di rischio, combinando esposizioni direzionali con strategie alternative liquide e approcci sistematici".

UN MODELLO SOTTO PRESSIONE, MA NON SUPERATO

Più critica è la posizione di Fabio Caiani, managing director & head of South East Europe di Nordea Asset Management: "Il portafoglio tradizionale 60/40 è oggi sempre più difficile da gestire. Le sue ipotesi fondamentali, ovvero ampia diversificazione e decorrelazione, sono sotto pressione". Per gli investitori più prudenti, secondo Caiani, può essere utile procedere attraverso un'esposizione progressiva alle diverse asset class, costruendo gradualmente la componente azionaria per ridurre i bias comportamentali e il rischio di market timing.

A rendere evidente lo squilibrio contribuisce il modo in cui il rischio si distribuisce tra le due componenti. Secondo un'analisi di State Street Investment Management, circa il 90% del contributo al rischio di un portafoglio bilanciato deriva infatti dalla componente azionaria, nonostante questa rappresenti il 60% dell'allocazione.

A segnare un punto di svolta è stato soprattutto il 2022. Nadège Dufossé, global head of Multi-Asset di Candriam, ricorda come il modello si fosse consolidato durante decenni di cicli economici guidati dalla domanda, nei quali la correlazione negativa tra azioni e obbligazioni offriva protezione al portafoglio. Gli shock dal lato dell'offerta hanno modificato questo equilibrio, facendo salire contemporaneamente inflazione e tassi e provocando una discesa simultanea di bond ed equity. Oggi le obbligazioni sovrane stanno recuperando parte della loro funzione di copertura, soprattutto in Europa, ma per Dufossé la correlazione non è più abbastanza affidabile da rappresentare l'unico pilastro della diversificazione. "La consideriamo una copertura parziale, non primaria, e cerchiamo altrove la diversificazione che il 60/40 era solito fornire in passato".

Duncan Lamont, head of Strategic Research di Schroders, introduce però un elemento importante. La correlazione positiva tra azioni e obbligazioni non rappresenta una novità assoluta: è stata la norma per diversi decenni prima della fine degli anni Novanta, quando il portafoglio azionario/obbligazionario ha iniziato a diffondersi, e allora la ragione per detenere bond era soprattutto il rendimento, non la correlazione negativa.

Anche i dati storici invitano, nella sua lettura, a non liquidare il modello. Sulla base delle serie dal 1926, negli anni di stagflazione il rendimento reale mediano delle azioni è stato circa nullo e i titoli di Stato a lunga scadenza hanno sofferto. Il 60/40 ha però registrato un rendimento mediano superiore a quello delle due componenti prese singolarmente: "I benefici della diversificazione possono essere meno affidabili, ma non


LUCA SIMONCELLI >
Invesco


MARIO AGUILAR >
Janus Henderson Investors

svaniscono del tutto". Inoltre, durante la stagflazione il portafoglio ha sovraperformato la liquidità nel 65% dei casi, contro il 59% delle sole azioni.

ALLA RICERCA DI NUOVI MOTORI

La questione diventa allora come ampliare il modello. Luca Simoncelli, investment strategist di Invesco, propone di leggere il 60/40 attraverso un "total portfolio approach": il modello resta valido, ma può aprirsi a un numero maggiore di asset class, attribuendo in determinate fasi un peso più significativo a strumenti alternativi o di hedging come l'oro.

Sul reddito fisso, Lamont individua una prima modifica relativamente semplice: accorciare la duration. Le obbligazioni con scadenze più brevi sono meno sensibili alle variazioni dei rendimenti e consentono quindi di ridurre il rischio di ribasso. Un'altra possibilità è rappresentata dagli strumenti a tasso variabile, come leveraged loan e securitized credit o asset-based finance, le cui cedole sono indicizzate ai tassi a breve termine.

La direzione è in parte la stessa indicata da Aguilar, che attribuisce un ruolo crescente agli asset cartolarizzati e short duration. A questi si aggiungono le materie prime, sostenute dalla domanda strutturale di terre rare e altri metalli necessari all'elettrificazione, alla generazione di energia e alla produzione di chip, mentre le strategie alternative possono ridurre la sensibilità del portafoglio alla direzione dei mercati.

Porro pone particolare attenzione sugli alternativi liquidi e, tra questi, sulle strategie equity market neutral che "possono rappresentare un vero e proprio terzo motore di rendimento, complementare alle tradizionali componenti azionarie e obbligazionarie". Anche oro e argento possono assumere una funzione specifica, il primo come potenziale copertura contro rischi geopolitici e inflazione persistente, il secondo combinando componente monetaria e domanda industriale legata alla transizione energetica.

Dufossé amplia il ragionamento agli asset reali: "Questa tesi sulla scarsità delle risorse è al centro del modo in cui oggi costruiamo i portafogli". Secondo l'esperta, ne consegue che "non ci affidiamo più alle obbligazioni come unico strumento per assorbire gli shock" e "una seconda copertura, incentrata sull'oro e sugli asset reali, copre lo scenario stagflazionistico che le obbligazioni non riescono a gestire". La diversificazione si estende così ai settori caratterizzati dai maggiori colli di bottiglia, dalla potenza di calcolo all'energia e alle reti elettriche, fino a minerali critici, difesa e infrastrutture.

Caiani richiama invece l'attenzione sulla qualità della componente obbligazionaria: "Soluzioni come i covered bond a bassa duration e selezionati strumenti di debito finanziario si profilano oggi come valide alternative ai governativi e all'high yield, capaci di offrire rendimenti analoghi con un profilo di rischio strutturalmente più contenuto". Sul fronte azionario individua opportunità nei temi strutturali di lungo periodo, dall'efficienza energetica alla reindustrializzazione europea e alla difesa.

Simoncelli completa il quadro con le strategie "core enhanced", come gli ETF attivi, e con gli alternativi: dai CLO nei mercati privati a trend following e option income tra le strategie liquide. Anche le materie prime possono guadagnare spazio, mentre l'oro conserva una funzione di diversificazione rispetto ai rischi di inflazione e instabilità finanziaria.

DALLA FORMULA ALLA COSTRUZIONE DEL RISCHIO

Il filo comune delle diverse letture è quindi meno la ricerca di un sostituto del 60/40 che il superamento di una sua applicazione meccanica. L'equilibrio tra azioni e obbligazioni continua a rappresentare il nucleo del portafoglio, ma la diversificazione si sposta progressivamente dalla semplice ripartizione tra asset class alla combinazione di fattori di rischio, fonti di rendimento, aree geografiche e strategie.

In questo passaggio cresce anche il ruolo della gestione attiva. Per Aguilar De Irmay, una maggiore dispersione dei rendimenti crea opportunità soprattutto nelle aree meno efficienti: il divario tra migliori e peggiori performance tende, per esempio, a essere maggiore tra le small cap rispetto alle large cap statunitensi e nei mercati emergenti. Per Porro, inoltre, la forte concentrazione degli indici rende meno neutrale persino la scelta passiva: esporsi a un indice significa accettare il peso assunto dai titoli e dai temi dominanti.

L'obiettivo finale diventa così la resilienza. Non prevedere quale sarà il prossimo shock, ma costruire portafogli che non dipendano eccessivamente da un unico scenario. È la stessa logica richiamata da Allevi, che pone al centro un nucleo strategico coerente con gli obiettivi dell'investitore, da integrare quando necessario con componenti tattiche e soluzioni a bassa correlazione.

Il 60/40, dunque, non scompare. Cambia piuttosto la funzione attribuita alle sue componenti e si allarga il perimetro degli strumenti utilizzati per diversificare. Da formula rigida, diventa un punto di partenza: azioni e obbligazioni restano centrali, ma intorno a esse si costruisce un portafoglio più flessibile, nel quale contano sempre di più la natura dei rischi assunti e la capacità delle diverse fonti di rendimento di reagire a scenari differenti.


NADÈGE DUFOSSÉ >
Candriam

La consulenza che parte da te

Un percorso che nasce dall'ascolto attento
dei tuoi obiettivi e delle tue priorità,
per accompagnarti nella gestione
dei tuoi progetti nel tempo.

Inquadra il Qr code e trova la BCC più vicina a te
per una consulenza personalizzata.



GRUPPO BCC
ICCREA

Messaggio pubblicitario con finalità promozionale. Si prega di consultare la documentazione informativa relativa al servizio prestato o al prodotto finanziario prima di assumere una decisione finale di investimento. La consulenza, la pianificazione e l'analisi finanziaria non garantiscono rendimenti futuri e comportano rischi connessi ai singoli investimenti, inclusa la possibilità di perdere, anche integralmente, il capitale investito.
Materiale aggiornato al 09-2026.

Materiale di marketing
Capitale a rischio.

Investiti in Europa



BlackRock®

Messaggio promozionale: Prima dell'adesione leggere il Prospetto e il KID PRIIPs disponibili su https://www.blackrock.com/it, che contengono un riepilogo dei diritti degli investitori.
Informativa di Legge. Pubblicato da BlackRock (Netherlands) B.V. è autorizzata e regolamentata dall'Autorità per i mercati finanziari olandese. Sede legale: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Iscrizione al Registro delle Imprese n. 17068311. A tutela dell'utente le telefonate potranno essere registrate. Per informazioni sui diritti degli investitori e su come presentare reclami, consultare tohttps://www.blackrock.com/corporate/compliance/investor-right disponibile in italiano.
© 2026 BlackRock, Inc. Tutti i diritti riservati.