

SISTEMA DI CONTROLLO DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Monitoraggio della performance, analisi e trend degli indicatori di rischio finanziario



FONDO PREVIDENZA
DIRIGENTI GIORNALI QUOTIDIANI

Roma, Dicembre 2025

Premessa

Questo documento riporta i dati riassuntivi delle elaborazioni e le misurazioni relative all'attività delle gestioni patrimoniali affidate in delega di gestione dal Fondo di Previdenza Dirigenti Giornali Quotidiani.

L'obiettivo prioritario è la valutazione dell'attività di gestione, per stabilirne la qualità, i suoi punti di forza e di debolezza, oltre alla compatibilità con gli obiettivi dell'investitore. Con questo fine sono analizzate e valutate le performance assolute e relative, ed individuate le determinanti di questi risultati per ciascuna tipologia di investimento.

La ragione di questa necessità risiede nel fatto che le attività di investimento gestite hanno un profilo di rischio/rendimento determinato dall'attività di gestione oltre che dalle caratteristiche finanziarie intrinseche degli investimenti sottostanti (es. investimento azionario Italia oppure investimento obbligazionario governativo/corporate area Euro ecc.).

Considerando sostanzialmente legate all'andamento dei mercati queste ultime, resta prioritario analizzare e valutare periodicamente l'attività dei gestori per determinarne le conseguenze sul profilo di rischio/rendimento dell'investimento, oltre alla sua capacità di produrre extra-rendimenti (o meno) dato un livello di rischio o viceversa; in sostanza, di offrire un investimento efficiente.

La politica di investimento adottata dal Fondo, nell'ottica di una sana e prudente gestione finalizzata alla tutela del risparmio degli aderenti, prevede che le attività finanziarie siano investite:

- nel migliore interesse degli aderenti e in modo tale da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso;
- in maniera adeguata alla natura e alla durata delle future prestazioni pensionistiche previste, e in funzione della copertura delle riserve tecniche;
- perseguendo il costante mantenimento dell'equilibrio tecnico-attuariale del Fondo nel suo complesso, nel rispetto dei principi di solidarietà da parte degli iscritti attivi e dei pensionati;
- tenendo conto degli effetti della diversificazione degli investimenti sui profili di rischio e rendimento complessivi del Fondo, alla luce delle condizioni di mercato;
- perseguendo la continua minimizzazione del rischio anche attraverso la scelta di investimenti con rendimenti adeguati alla funzione previdenziale, stabili nel tempo e, laddove possibile, con garanzia di risultato;
- tenendo conto delle peculiarità nel quadro normativo, contabile e fiscale tra le varie categorie di investimenti e la loro appropriatezza in relazione alle esigenze del Fondo;

- monitorando, laddove applicabile, le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario;
- offrendo a ciascun partecipante attivo la possibilità di effettuare scelte individuali, da prendere con dovuta attenzione e assunzione di responsabilità, per diversificare il proprio investimento previdenziale su linee di investimento finanziarie non garantite.

In attuazione di tali direttive, il Fondo investe le proprie risorse finanziarie ripartendole tra investimenti in gestione assicurativa (attraverso l'adesione a polizze collettive), coperti da garanzia, e investimenti in gestione finanziaria esterna, non coperti da garanzia. Le caratteristiche di ciascuna tipologia di investimento e i risultati delle verifiche condotte sono riportati distintamente di seguito.

1. Analisi dello scenario macro-economico e contesto geopolitico

La performance del Fondo, è risultata positiva alla fine del quarto trimestre dell'anno, confermando il trend positivo del primo semestre dell'anno, caratterizzato da un andamento dei Mercati Finanziari Globali che con forti oscillazioni hanno permesso di generare dei rendimenti mediamente positivi. Nonostante le politiche monetarie restrittive congiuntamente all'inflazione ed i conflitti geopolitici, che hanno pesato sullo scambio dei prodotti e sul costo dei fattori energetici, il fondo è riuscito a replicare il benchmark, grazie ad un mercato che si presta tendenzialmente a stabilizzarsi.

Il 2025 è stato un anno segnato da una forte discontinuità nella politica commerciale statunitense, da una parziale ma non risolutiva de-escalation su alcuni fronti geopolitici (Medio Oriente, Russia-Ucraina) e da una crescita economica globale rivelatasi più resiliente del previsto nonostante i timori legati ai dazi. La combinazione di shock politici concentrati (annuncio dei dazi "reciproci" del 2 aprile, guerra dei dodici giorni Israele-Iran di giugno, shutdown federale USA di ottobre-novembre) e di risposte istituzionali relativamente rapide (accordi commerciali UE-USA e USA-Cina, tagli di tassi della Fed, tenuta della BCE) ha prodotto un quadro complessivo di volatilità elevata ma senza una recessione globale. I mercati finanziari hanno chiuso l'anno su livelli record per gran parte degli indici azionari e per l'oro, mentre il dollaro USA ha vissuto una delle svalutazioni più marcate degli ultimi decenni.

2. Scenario macroeconomico globale

2.1 Crescita del PIL

Le previsioni di crescita globale sono state rivedute più volte nel corso dell'anno, in un percorso non lineare. A

gennaio 2025 la Banca Mondiale stimava una crescita globale intorno al 2,7%; a giugno ha invece tagliato la stima al 2,3%, il ritmo più debole dal 2008 (escludendo le fasi di recessione), imputando il rallentamento principalmente ai dazi statunitensi e rivedendo al ribasso le previsioni per circa il 70% delle economie mondiali. Il Fondo Monetario Internazionale ha seguito un percorso inverso: dopo un taglio delle stime ad aprile, a luglio ha rivisto al rialzo la crescita globale al 3,0% per il 2025 (+0,2 punti percentuali rispetto ad aprile) e al 3,1% per il 2026, ritenendo che l'impatto dei dazi si fosse rivelato inferiore al temuto. Nell'aggiornamento di ottobre il FMI ha indicato una crescita globale in leggera decelerazione, dal 3,3% del 2024 al 3,2% nel 2025 e al 3,1% nel 2026. Anche l'OCSE, nel rapporto intermedio di settembre, ha alzato le proprie stime, definendo le economie mondiali "sorprendentemente resilienti".

A livello di singole economie, le stime del FMI di luglio 2025 (con la revisione rispetto ad aprile) sono riassunte nella tabella seguente:

Economia	2025 (stima FMI, lug. 2025)	2026 (stima)	Revisione vs aprile 2025
Stati Uniti	1,9%	2,0%	+0,1 p.p.
Area Euro	1,0% (poi rivisto a 1,4-1,5%)	1,2%	+0,2 p.p.
Cina	4,8% (consuntivo: 5,0%)	4,2%	+0,8 p.p.
Giappone	0,7%	0,5%	+0,1 p.p.
Regno Unito	1,2%	1,4%	+0,1 p.p.
Mercati emergenti	4,1%	4,0%	+0,4 p.p.

Fonti: IMF World Economic Outlook (aprile, luglio, ottobre 2025); World Bank Global Economic Prospects (giugno 2025); OECD Interim Economic Outlook (settembre 2025).

Sul piano dei dati consuntivi, la Cina ha chiuso il 2025 con una crescita del PIL del 5,0%, in linea con l'obiettivo governativo "intorno al 5%", pur con un quarto trimestre sceso al 4,5% (minimo in tre anni). L'export cinese ha generato un surplus commerciale record di 1.190 miliardi di dollari, grazie alla diversificazione dei mercati di destinazione che ha compensato il calo delle vendite verso gli Stati Uniti; la crisi del settore immobiliare resta invece un freno strutturale alla domanda interna. Nell'Area Euro la crescita finale del 2025 si è attestata intorno all'1,4-1,5%, sostenuta soprattutto dalla domanda interna.

2.2 Inflazione

Il FMI stimava un'inflazione headline globale al 4,2% nel 2025 e al 3,6% nel 2026, con marcate divergenze regionali. Negli Stati Uniti l'inflazione è rimasta contenuta rispetto ai timori legati ai dazi, mantenendosi al di sotto del 3% per gran parte dell'anno: a dicembre 2025 il CPI headline era al 2,7% annuo (stabile rispetto a novembre) e il core CPI al 2,6%, leggermente meglio delle attese. I dazi hanno spinto al rialzo i prezzi di alcune categorie di beni, ma l'impatto complessivo è risultato più contenuto del previsto poiché molti rivenditori hanno assorbito parte dei costi aggiuntivi; permangono pressioni significative sui prezzi alimentari (+3,1%

annuo a dicembre, con la carne macinata a +15,5% e il caffè a +19,8%). Nell'Area Euro l'inflazione è tornata vicino al target BCE del 2% nel corso dell'anno, con le proiezioni dell'Eurosistema di dicembre che indicano una media 2025 al 2,1% e una previsione per il 2026 all'1,9%, favorita anche dall'apprezzamento dell'euro sul dollaro.

2.3 Politiche monetarie

Le principali banche centrali hanno seguito traiettorie divergenti nel corso del 2025:

Banca centrale	Percorso 2025	Livello a fine 2025
Federal Reserve (USA)	3 tagli da 25 pb: settembre, ottobre, dicembre	3,50% - 3,75%
BCE (Area Euro)	4 tagli nel 1° semestre (gen., mar., apr., giu.), poi fermo	Depositi 2,00%
Banca del Giappone	Rialzi progressivi, forte rialzo a dicembre	Massimo dal 1995
PBOC (Cina)	Taglio RRR e LPR a maggio, poi fermo	Politica accomodante

Fonti: Federal Reserve (FOMC statements); Banca Centrale Europea; Bank of Japan; People's Bank of China.

La Federal Reserve ha operato tre tagli da 25 punti base ciascuno (settembre, ottobre e dicembre 2025), portando il range dei federal funds al 3,50%-3,75%, motivati principalmente dall'indebolimento del mercato del lavoro — con revisioni al ribasso della crescita occupazionale estiva — nonostante un'inflazione ancora sopra target e le pressioni sui beni derivanti dai dazi. La BCE ha invece concluso il proprio ciclo di allentamento nella prima metà dell'anno (tagli a gennaio, marzo, aprile e giugno, fino al 2,00% sul tasso sui depositi) per poi mantenere i tassi fermi da luglio a dicembre, adottando un approccio "riunione per riunione" senza impegni futuri, giustificato da una crescita più solida e da un'inflazione vicina al target. La Banca del Giappone ha seguito un percorso opposto di normalizzazione, con un rialzo a gennaio e un rialzo significativo a dicembre che ha portato i tassi al livello più alto dal 1995, sotto la pressione della premier Takaichi e del governatore Ueda; il rendimento del JGB decennale è salito sopra il 2%, alimentando timori di una possibile crisi obbligazionaria globale legata allo smontaggio del carry trade sullo yen. La Banca Popolare Cinese ha invece mantenuto un orientamento accomodante per contrastare l'impatto dei dazi USA, tagliando il tasso reverse repo e il coefficiente di riserva obbligatoria (-50 punti base) il 7 maggio e i Loan Prime Rate il 20 maggio, per poi lasciare i tassi invariati nella seconda parte dell'anno.

2.4 Politica commerciale USA e dazi

La politica commerciale è stato il principale fattore di instabilità macroeconomica del 2025. Il 2 aprile ("Liberation Day") l'amministrazione Trump ha annunciato dazi "reciproci": un'aliquota base del 10% su tutte le importazioni statunitensi (in vigore dal 5 aprile) più aliquote maggiori per circa novanta paesi, tra cui la Cina al 34% (poi cumulata fino al 104% e successivamente innalzata al 125%), il Vietnam al 46% e la Cambogia al 49%. Il 9 aprile è stata annunciata una pausa di novanta giorni sui dazi reciproci, con l'aliquota ridotta al 10%

per quasi tutti i partner salvo la Cina, verso la quale l'escalation bilaterale ha raggiunto punte del 145%. A maggio, a Ginevra, si è raggiunto un primo accordo di de-escalation USA-Cina.

Il 27 luglio l'Unione Europea e gli Stati Uniti hanno siglato un accordo commerciale che fissa un dazio unico del 15% sulla maggior parte dei beni europei, evitando una guerra tariffaria totale; l'automotive ha beneficiato di uno sconto (da 27,5% a 15%), mentre acciaio e alluminio sono rimasti esclusi dall'accordo, fermi al 50%. Il 30 ottobre, al summit di Busan (Corea del Sud) tra Trump e Xi Jinping, è stata concordata una tregua di un anno: gli Stati Uniti hanno ridotto i dazi legati al fentanyl dal 20% al 10% (portando il dazio medio USA sulla Cina intorno al 47%), mentre la Cina ha rinviato di un anno nuove restrizioni sull'export di terre rare e ha ripreso gli acquisti di soia statunitense. Le entrate doganali generate dai dazi hanno superato i 200 miliardi di dollari nel 2025, un livello record per la Customs and Border Protection.

Un ultimo elemento, pur successivo al 2025 ma rilevante per comprenderne gli effetti di lungo periodo, è la sentenza della Corte Suprema statunitense del 20 febbraio 2026 (6-3), che ha dichiarato illegittimi i dazi imposti tramite l'International Emergency Economic Powers Act (sia i dazi "reciproci" sia quelli su Canada, Messico e Cina legati al fentanyl), stabilendo che solo il Congresso detiene il potere tariffario; l'amministrazione ha reagito invocando la Sezione 122 per nuovi dazi temporanei al 10-15%.

2.5 Mercato del lavoro

Negli Stati Uniti il mercato del lavoro ha mostrato un progressivo raffreddamento nella seconda metà dell'anno: il rapporto di settembre (pubblicato in ritardo il 20 novembre per lo shutdown federale) indicava 119.000 nuovi posti e una disoccupazione al 4,4%; a novembre sono stati creati 64.000 posti dopo un calo di 105.000 in ottobre; a dicembre 50.000 posti, con la disoccupazione scesa al 4,4%. Le revisioni al ribasso della crescita occupazionale estiva sono state una motivazione chiave dei tagli operati dalla Fed. Nell'Area Euro il mercato del lavoro è rimasto solido, con una disoccupazione oscillante tra il 6,2% e il 6,3% durante l'anno, vicino ai minimi storici.

2.6 Debito pubblico e politica fiscale

Il 16 maggio 2025 Moody's ha declassato il rating sovrano statunitense da Aaa ad Aa1, ultima delle tre principali agenzie a farlo dopo S&P (2011) e Fitch (2023), citando l'aumento del debito pubblico, degli interessi passivi e il peggioramento delle prospettive fiscali. Il pacchetto fiscale espansivo denominato "One Big Beautiful Bill Act", firmato a giugno-luglio 2025, prevede tagli fiscali permanenti e un aumento della spesa che, secondo diversi analisti, aggraverà il problema del debito statunitense di migliaia di miliardi di dollari nel prossimo decennio. Sul piano istituzionale, lo shutdown federale — il più lungo della storia USA, durato 43 giorni tra inizio ottobre e il 13 novembre 2025, causato dallo scontro sul bilancio relativo ai sussidi sanitari

dell'Affordable Care Act — ha comportato perdite di PIL e ritardi nella pubblicazione di dati macroeconomici chiave.

3. Focus Area Euro e Italia

3.1 Crescita e inflazione

L'Area Euro ha chiuso il 2025 con una crescita del PIL dell'1,5% su base annua (stima Eurostat), in accelerazione rispetto allo 0,9% del 2024. L'Italia ha registrato una crescita annua del +0,7%, dato migliore delle attese iniziali (le stime governative di partenza erano nell'ordine dello 0,5-0,6%), con un quarto trimestre in aumento dello 0,3% congiunturale e dello 0,8% su base annua. Sul fronte dei prezzi, l'inflazione nell'Area Euro è scesa gradualmente dal 2,5% di gennaio all'1,9% di dicembre, con una media annua del 2,1% (in linea con il target BCE). In Italia l'inflazione ha chiuso il 2025 al +1,5% (da +1,0% nel 2024), con dicembre a +1,2% su base annua; il "carrello della spesa" alimentare è cresciuto del 24% nel quinquennio 2021-2025, contro il 17,1% dell'indice generale, al punto da spingere l'Autorità Antitrust ad aprire un'istruttoria sui prezzi alimentari.

3.2 Decisioni della BCE e conti pubblici italiani

Il Consiglio direttivo della BCE ha tagliato i tassi quattro volte nella prima metà del 2025 (30 gennaio, 6 marzo, 17 aprile e giugno), portando il tasso sui depositi al 2,00%, per poi mantenerlo fermo da luglio a dicembre in un contesto di incertezza commerciale legata ai dazi USA. Sul fronte dei conti pubblici, il governo Meloni ha chiuso il 2025 con un deficit/PIL al 3,1%, appena sopra la soglia del Patto di Stabilità, un dato che la premier ha definito uno sfondamento "minimo" attribuendolo agli effetti di trascinamento del Superbonus varato dal precedente governo. Il miglioramento rispetto all'8,1% di deficit del 2022 è stato comunque significativo, e la Commissione Europea ha concesso margini di flessibilità a partire dal 2026, pur mantenendo l'Italia sotto osservazione.

3.3 Impatto dei dazi USA sull'economia italiana ed europea

L'accordo commerciale UE-USA del 27-28 luglio 2025, con dazio flat al 15% sulla gran parte dell'export europeo, ha evitato le contromisure UE da 92 miliardi di euro che sarebbero altrimenti scattate il 7 agosto. Per l'Italia, che esporta quasi 65 miliardi di euro verso gli Stati Uniti (circa il 10,4% dell'export totale), l'impatto stimato dei dazi è compreso tra 8 e 10 miliardi di euro di danno diretto nel 2025, ai quali si aggiungono gli effetti valutari legati alla debolezza del dollaro. I settori più esposti sono risultati l'automotive, il vino e l'olio (Coldiretti stima oltre 1 miliardo di euro di danno per l'agroalimentare), la moda e il lusso, l'ottica e la meccanica; acciaio e alluminio sono rimasti esclusi dall'accordo e soggetti a un dazio del 50%.

3.4 Rating e debito pubblico

Il 2025 è stato un anno di revisioni al rialzo per il merito di credito italiano: il 22 novembre Moody's ha alzato il rating da Baa3 a Baa2 con outlook stabile, il primo upgrade dopo 23 anni, motivato da stabilità politica, miglioramento dei conti pubblici e avanzamento del PNRR; S&P ha portato il rating a BBB+ e Fitch ha confermato BBB+ con outlook stabile. Il rapporto debito/PIL resta comunque tra i più elevati dell'Unione Europea, sopra il 135%, ma il miglioramento del giudizio delle agenzie ha contribuito a ridurre lo spread e la spesa per interessi.

3.5 Tensioni politiche europee

Sul piano politico, la Germania ha eletto un nuovo Bundestag il 23 febbraio 2025, con la vittoria di CDU/CSU e una forte crescita di AfD; Friedrich Merz è diventato cancelliere solo al secondo tentativo, il 6 maggio, dopo aver fallito il primo voto in aula — un caso senza precedenti dal 1949. La Francia ha vissuto una crisi politica cronica: il governo Bayrou è caduto l'8 settembre dopo un voto di sfiducia e il successore Sébastien Lecornu si è dimesso già a ottobre, aggravando l'instabilità istituzionale attorno a Macron e di fatto bloccando l'asse franco-tedesco. In Polonia, il candidato conservatore Karol Nawrocki ha vinto il ballottaggio presidenziale il 1° giugno, aprendo tensioni istituzionali con il governo Tusk. Sul fronte della sicurezza, al vertice NATO dell'Aia di giugno gli alleati hanno concordato l'obiettivo di destinare il 5% del PIL alla difesa e alla sicurezza entro il 2035 (3,5% di spesa militare pura più 1,5% di infrastrutture correlate).

4. Mercati finanziari

4.1 Mercati azionari

Il 2025 è stato un anno record per i principali indici azionari, nonostante uno shock violento in primavera. Il 3 aprile l'S&P 500 ha perso quasi il 5% (la peggiore giornata dal crollo legato al Covid nel 2020) in reazione all'annuncio dei dazi "reciproci", per poi scendere di un ulteriore 6% il 4 aprile dopo la ritorsione cinese; il minimo è stato toccato l'8 aprile, con un calo complessivo superiore al 10% in due sedute. La sospensione dei dazi annunciata il 9 aprile ha innescato un rimbalzo che si è protratto per il resto dell'anno: dal minimo di aprile a fine dicembre l'S&P 500 ha guadagnato circa il 39% (total return), raggiungendo un nuovo massimo storico di 6.932,05 punti il 24 dicembre. Le performance annuali finali sono state: S&P 500 +17,9%, Nasdaq Composite +21,1%, Dow Jones +14,9%. In Europa lo Stoxx 600 ha chiuso a +17% (miglior anno dal 2021) e il FTSE MIB a +30%, il miglior anno del secolo per la borsa milanese; Madrid ha guadagnato il 48%, il DAX il 22%, Londra il 20% e il CAC 40 il 10%. In Asia, il Nikkei 225 ha chiuso il 2025 a 50.339,48 punti (+26,18% annuo), primo record di chiusura annuale sopra i 50.000 punti; l'Hang Seng ha guadagnato il 28% (miglior anno dal 2017) e il CSI 300 cinese il 18% (miglior guadagno dal 2020).

4.2 Mercato obbligazionario

Lo spread BTP-Bund a 10 anni si è progressivamente compresso nel corso dell'anno, scendendo sotto gli 80 punti base a fine luglio e restando stabile in quella fascia in autunno, con punte di minimo intorno ai 70 punti base durante il rally dei titoli di stato dell'Area Euro seguito all'annuncio del cessate il fuoco Israele-Iran a giugno. Il rendimento del Treasury statunitense a 10 anni ha oscillato nella seconda metà dell'anno tra circa il 4,1% e il 4,4%.

4.3 Valute

Il dollaro statunitense ha vissuto il peggior primo semestre dal 1973, deprezzandosi di quasi l'11% contro un basket di valute (euro, sterlina, yen) tra gennaio e giugno. Il cambio EUR/USD è passato da 1,04 il 1° gennaio a 1,18 a fine giugno, un apprezzamento dell'euro del 13% nel semestre. Tra le cause principali figurano la guerra commerciale legata ai dazi, i timori sull'inflazione e sul debito statunitense — incluso il pacchetto fiscale "One Big Beautiful Bill", che secondo le stime aggiungerebbe oltre 3.000 miliardi di dollari di debito nel prossimo decennio — e la narrazione di mercato nota come "Sell America".

4.4 Materie prime ed energia

L'oro ha vissuto un rally storico, guadagnando circa il 65% nell'anno e superando per la prima volta la soglia dei 4.000 dollari l'oncia l'8 ottobre (anche per effetto dello shutdown federale), con un picco intorno ai 4.549 dollari e una chiusura annuale appena sotto i 4.310 dollari; l'argento ha guadagnato il 144,4%. Il petrolio ha invece chiuso l'anno in forte ribasso per un surplus globale superiore a due milioni di barili al giorno, dovuto all'aumento della produzione OPEC+ e non-OPEC (Stati Uniti, Brasile, Guyana, Argentina): il WTI ha chiuso a 57,42 dollari, -20% annuo, il peggior calo dal 2020. Un'eccezione temporanea si è verificata a giugno, durante la guerra dei dodici giorni Israele-Iran, quando il petrolio è salito fino al 13% intraday il 13 giugno (Brent sopra i 109 dollari al barile durante l'escalation più acuta) per i timori di una chiusura dello Stretto di Hormuz, scenario poi non realizzatosi.

4.5 Criptovalute e volatilità

Bitcoin ha toccato un massimo storico sopra i 126.200 dollari il 6 ottobre, seguito da un flash crash il 10 ottobre e un calo del 30% dal picco; l'anno si è chiuso a 64.192,86 dollari, in calo del 6% rispetto all'inizio dell'anno. Sul fronte della volatilità, l'indice VIX è passato da un intervallo di 14-22 a inizio anno a un picco superiore a 60 in appena otto sedute durante il crollo di "Liberation Day" a inizio aprile — lo spike più drammatico dell'anno — per poi rientrare rapidamente e chiudere dicembre a 15. Il drawdown massimo dell'S&P 500 nel 2025 è stato del 19%.

5. Contesto geopolitico globale

5.1 Guerra Russia-Ucraina

Il 2025 è stato l'anno del tentativo statunitense di porre fine al conflitto, senza però giungere a un risultato definitivo. L'amministrazione Trump ha condotto negoziati diretti con Mosca a partire dalla primavera, con colloqui USA-Russia sul cessate il fuoco iniziati il 20 maggio e diversi round di trattative mediati dagli inviati speciali Steve Witkoff e Keith Kellogg tra aprile e giugno; la Russia ha tuttavia rigettato ripetutamente le proposte americane nel corso dell'anno. Il momento più significativo è arrivato il 20 novembre, quando Witkoff — con il coinvolgimento di Marco Rubio e Jared Kushner — ha presentato un piano di pace in 28 punti che prevede il riconoscimento de facto russo di Crimea, Luhansk e Donetsk, il congelamento del fronte a Kherson e Zaporizhzhia, la riduzione delle forze armate ucraine da 800-850.000 a 600.000 effettivi, un impegno costituzionale ucraino a non entrare nella NATO e l'assenza di truppe NATO sul territorio ucraino. Zelensky non ha respinto il piano, definendolo una "visione statunitense" ancora da negoziare. Sul fronte sanzionatorio, l'Unione Europea ha adottato il 18° pacchetto di sanzioni contro la Russia a luglio, inasprendo il price cap sul petrolio russo e colpendo la "flotta ombra". Sul piano militare, la Corea del Nord ha continuato a rafforzare l'asse con Mosca, inviando reparti missilistici balistici e migliaia di soldati aggiuntivi al fronte nel corso dell'anno. A metà 2026 il conflitto resta attivo: una tregua di 32 ore per la Pasqua ortodossa (11-13 aprile 2026), concordata dopo uno scambio di 175 prigionieri, si è conclusa senza esiti duraturi, con l'Ucraina che ha denunciato 469 violazioni russe.

5.2 Medio Oriente

Sul fronte di Gaza, dopo un primo cessate il fuoco parziale (circa 42 giorni, da metà gennaio a marzo 2025, con scambio di ostaggi e prigionieri), le ostilità sono riprese nei mesi successivi. La svolta è arrivata il 1° ottobre 2025 con un nuovo accordo, ratificato dal governo israeliano il 10 ottobre e negoziato da Egitto, Qatar e Turchia sotto la regia dell'amministrazione Trump: cessazione delle operazioni militari entro 24 ore, rilascio di 48 ostaggi (20 vivi, 28 deceduti) in cambio di circa 2.000 prigionieri palestinesi, ritiro israeliano dietro una linea concordata (che lascia circa il 53% di Gaza sotto controllo dell'IDF) e apertura dei valichi per gli aiuti umanitari. Il bilancio umano resta drammatico, con oltre 67.000 palestinesi uccisi secondo le fonti locali, circa il 90% della popolazione di Gaza sfollata e gravi condizioni di insicurezza alimentare.

L'evento più eclatante dell'anno sul fronte iraniano è stata la cosiddetta "guerra dei dodici giorni" di giugno 2025: Israele ha lanciato attacchi contro siti nucleari, militari e infrastrutture del regime iraniano, e gli Stati Uniti sono intervenuti colpendo direttamente gli impianti nucleari di Fordow e altri siti, prima di un cessate il fuoco che secondo diverse analisi ha "presagito un conflitto più ampio" per il 2026. Il conflitto ha provocato un impatto immediato sul prezzo del petrolio, con il Brent che ha superato i 109 dollari al barile durante

l'escalation. In Siria, dopo la caduta di Assad (dicembre 2024), il 2025 ha visto il consolidamento del governo di transizione di al-Sharaa, culminato a novembre nella revoca da parte del Consiglio di Sicurezza ONU delle sanzioni legate al terrorismo contro il presidente siriano, in vista di una sua visita alla Casa Bianca. In Yemen, dopo il cessate il fuoco di Gaza di gennaio, i Houthi hanno annunciato di colpire solo le navi legate a Israele; a novembre sembravano ritirarsi dagli attacchi nel Mar Rosso, ma le tensioni sono risorte nel 2026.

5.3 Relazioni USA-Cina

Oltre alla dimensione tariffaria già descritta, le tensioni USA-Cina si sono manifestate anche sul piano tecnologico: a metà aprile 2025 l'amministrazione ha imposto l'obbligo di licenza per l'export dei chip Nvidia H20 verso la Cina, per poi revocare parzialmente il divieto in seguito, consentendo la ripresa delle vendite a Nvidia e AMD. Una telefonata Trump-Xi il 6 giugno ha contribuito a disinnescare lo stallo tariffario, seguita da un'altra chiamata il 24 novembre incentrata su commercio, Taiwan e Ucraina. L'incontro di persona tra i due leader si è poi tenuto a Pechino a metà maggio 2026, durante il quale Xi ha avvertito sulle "grandi conseguenze" di una gestione scorretta della questione Taiwan.

5.4 Politica interna USA

Oltre a tariffe e diplomazia sull'Ucraina, il 2025 ha visto un'intensificazione delle politiche migratorie della seconda amministrazione Trump, con il Department of Homeland Security che ha rivendicato un "anno storico" di espulsioni e con il ricorso alla National Guard per le operazioni di deportazione, con un impatto significativo su stati come la California. Sul fronte dell'Alleanza Atlantica, oltre alla spinta per l'aumento della spesa militare degli alleati, a fine 2025 e inizio 2026 è emersa una disputa sulla Groenlandia, con Trump che ha minacciato dazi del 10% contro gli alleati europei che inviassero truppe sull'isola, provocando accuse di "spirale pericolosa" da parte dei leader NATO.

5.5 Altri focolai geopolitici

Dall'autunno 2025 gli Stati Uniti hanno costruito un massiccio dispiegamento militare nel Mar Caraibico contro il regime di Nicolás Maduro in Venezuela, con accuse di narcotraffico e un'escalation reciproca tra ottobre e dicembre, culminata nella cattura di Maduro da parte delle forze statunitensi il 3 gennaio 2026. In Sudan è proseguita la guerra civile tra l'esercito regolare e le Forze di Supporto Rapido (RSF), con una carestia dichiarata e massacri documentati nel corso dell'anno. Nel Mar Cinese Meridionale si sono registrati scontri ripetuti tra Filippine e Cina nell'area della Scarborough Shoal, incluso un episodio di collisione navale il 16 settembre. La Corea del Nord ha intensificato la produzione missilistica, definita "deterrente di guerra", rafforzando ulteriormente il legame con Mosca a fine anno.

6. Sintesi e implicazioni

Il quadro del 2025 può essere sintetizzato in tre dinamiche principali. In primo luogo, la politica commerciale statunitense — attuata attraverso l'uso estensivo dei dazi — è stata il principale fattore di incertezza macroeconomica dell'anno, ma gli accordi raggiunti con l'Unione Europea (luglio) e con la Cina (ottobre) hanno evitato l'esito peggiore di una guerra commerciale globale prolungata, pur lasciando aperte questioni di legittimità giuridica emerse poi con la sentenza della Corte Suprema di febbraio 2026. In secondo luogo, la crescita economica globale si è rivelata più resiliente delle attese iniziali, sostenuta dalla domanda interna nelle principali economie e da un allentamento monetario asincrono tra le grandi banche centrali (Fed e BCE in fase di allentamento, Banca del Giappone in fase di normalizzazione). In terzo luogo, sul piano geopolitico, il 2025 ha visto tentativi significativi — seppur non definitivi — di risoluzione dei due principali conflitti in corso (Russia-Ucraina e Gaza), affiancati da un'escalation acuta ma contenuta nel tempo sul fronte Israele-Iran e da nuovi focolai di tensione (Venezuela, Groenlandia, Mar Cinese Meridionale) che indicano un contesto internazionale sempre più multipolare e frammentato, con implicazioni dirette sui mercati delle materie prime, sui tassi di cambio e sulla percezione del rischio da parte degli investitori istituzionali.

7 Performance e analisi della gestione finanziaria

Il rischio di investimento deriva dalla compresenza di una gestione a ripartizione (con un proprio patrimonio di garanzia) e una a capitalizzazione (un comparto bilanciato e una gestione assicurativa garantita).

La gestione a ripartizione beneficia di una Asset Allocation Strategica elaborata con la finalità di massimizzare la probabilità di conseguimento del rendimento minimo utile a finanziare la gestione; la gestione a capitalizzazione (comparto bilanciato) si basa sulle usuali logiche di replicazione del benchmark; la gestione garantita è una GS assicurativa. Sono attivi i presidi di controllo e monitoraggio del rischio. Il rischio residuo è basso.

7.1 Gestione a capitalizzazione (comparto Garantito, comparto Bilanciato)

7.2 Comparto Garantito (polizza AXA-MPS)

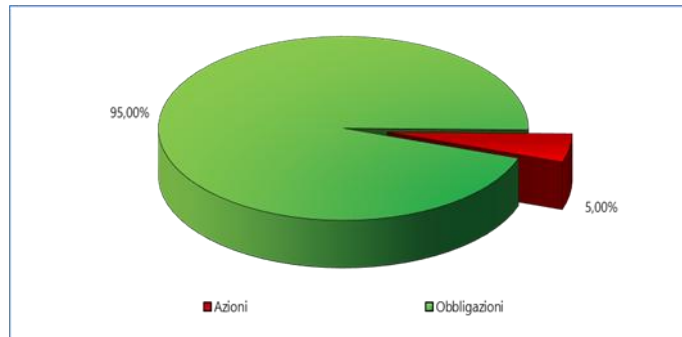
Gli investimenti assicurativi effettuati in gestione diretta sono rappresentati dai contratti di polizze assicurative rivalutabili a capitale garantito legati alla gestione separata di AXA-MPS. Tra le condizioni previste nei contratti

di polizza viene prevista la restituzione del capitale versato nel comparto capitalizzato a un tasso del 2.25% (minimo garantito) su base annua, al netto di eventuali anticipazioni non reintegrate e riscatti parziali. Le polizze presentano una maggiore stabilità dei rendimenti rispetto alla gestione bilanciata che deriva (oltre che dal consolidamento annuale) anche dai differenti principi contabili applicabili dalle gestioni separate nella valutazione degli investimenti. Esse possono infatti valutare gli investimenti al costo di acquisto e, di conseguenza, non risentono delle oscillazioni di valore dei titoli quotati (a meno che non vengano effettivamente venduti). Al contrario, il valore del portafoglio in gestione esterna è esposto a continue oscillazioni perché i titoli ivi contenuti devono essere valutati ai prezzi di mercato.

Nel quarto trimestre 2025 Il tasso annuo di rendimento finanziario, realizzato nell'esercizio 2025 è risultato inferiore al tasso minimo garantito, pertanto è stato attribuito un tasso pari al 2,25% corrispondente al tasso minimo di rivalutazione garantito.

Si riportano di seguito la composizione della gestione separata:

Composizione del comparto Garantito espressa mediante areogrammi per settori circolari



Implicazioni per il Fondo

La gestione del Comparto Garantito è volta a realizzare con elevata probabilità rendimenti che siano almeno pari a quelli del TFR, in un orizzonte temporale pluriennale. La presenza di una garanzia di risultato a un tasso minimo del 2.25% copre il Fondo verso il rischio di rendimenti finanziari negativi da parte del mercato e garantisce un buon rendimento agli iscritti anche in fase di sofferenza dei mercati finanziari. Le tipologie di investimenti presenti nella gestione separata, Titoli di Stato e Obbligazioni, costituiscono la quasi totalità dei titoli mobiliari presenti nel patrimonio della gestione separata, cui fanno riferimento le polizze assicurative rivalutabili. Il loro rischio principale è che la controparte che ha emesso il titolo diventi insolvente e non onori i termini di pagamento previsti dal piano di rimborso, rischio che si presenta in forma bassa e residuale. Il

perdurare di livelli di inflazione alta come stiamo riscontrando dal 2022 nel tempo potrebbe non rendere competitivo il comparto se paragonato al rendimento ottenuto sul TFR da parte degli iscritti. Il fondo TFR, infatti, si rivaluta per legge ad un tasso annuo composto pari all' 1.5% più il 75% del tasso di inflazione. Tuttavia, le dichiarazioni della Banca Centrale Europea e gli *outlook* di mercato definiscono il fenomeno inflattivo di natura temporanea e non di lungo periodo.

Comparto Garantito

Analisi del Rischio:

Rischio finanziario			
	Rischio potenziale	Strumenti di mitigazione	Rischio residuo
Investimento	Basso	Efficaci	Basso
Controparte	Basso	Efficaci	Basso
Rischio specifico	Basso	Efficaci	Basso
Cambio	Basso	Efficaci	Basso
Liquidità	Basso	Efficaci	Basso
Concentrazione	Basso	Efficaci	Basso

7.3 Comparto Bilanciato (gestione Mediobanca)

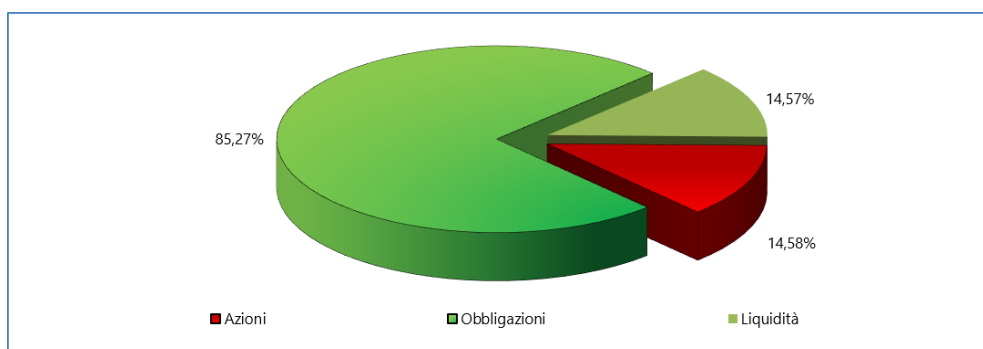
La gestione risponde alle esigenze di un soggetto che privilegia la continuità dei risultati nei singoli esercizi, comunque accettando un'esposizione al rischio moderata. La gestione non presenta una garanzia di rendimento ed è di tipo semi attivo con il perseguimento di un benchmark.

Di seguito gli indici che compongono il benchmark del comparto:

Parametro di Riferimento:

MSCI Daily TR NetEurope \$	15,00%
ICE BofA IceEuro Govt idx	50,00%
ICE BofA Euro Treas Bil	5,00%
MSCIDlyTRNetWorldExEurope	15,00%
ICE BofA EMU Corp Bond	15,00%

Si riporta di seguito la composizione del comparto per tipologia di strumenti finanziari nel quarto trimestre 2025:

**Principali indicatori di rischio e rendimento:**

Tracking Error (TE): esprime lo scostamento medio dei rendimenti del Comparto relativamente al Benchmark. La TE è calcolata sulla serie storica dei differenziali di rendimento mensili tra Comparto e Benchmark da inizio del corrente anno.

Tracking Error Volatility (TEV): esprime la variabilità del Comparto relativamente al Benchmark: il rischio, in questo caso, è inteso come variabilità dei rendimenti del Comparto rispetto al Benchmark. È la volatilità calcolata sulla serie storica dei differenziali di rendimento mensili tra Comparto e Benchmark da inizio del corrente anno, ed è riportata in misura annuale in ipotesi di normalità della distribuzione statistica dei rendimenti

Volatilità: è una misura della variazione percentuale del valore del portafoglio nel corso del tempo. Corrisponde alla deviazione quadratica standard dei tassi di rendimento mensili. Il dato viene calcolato in base alla serie storica dei tassi di rendimento mensili da inizio del corrente anno, riportato in misura annuale in ipotesi di normalità della distribuzione statistica dei rendimenti.

Indice di Sharpe: un indicatore di performance corretto per il rischio; individua il maggiore (o minore) rendimento registrato dal fondo rispetto all'investimento privo di rischio.

Information Ratio: consente di valutare la capacità del gestore di sovraperformare il benchmark, in relazione al rischio assunto. E' calcolato rapportando il differenziale di rendimento tra fondo e indice di riferimento, alla Tracking Error Volatility.

Analisi del Patrimonio in Gestione al 31/12/2025

Conto n°: 03671LA

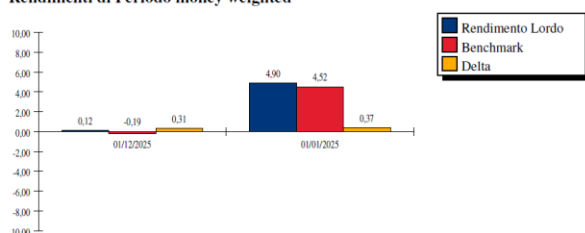
Rendimento money-weighted

Decorrenza	01/12/2025 ⁽⁴⁾	01/01/2025 ⁽¹⁾
% Rendimento Netto	0,12	4,90
% Rendimento Lordo ⁽²⁾	0,12	4,90
Variazione % del Parametro di Riferimento (Benchmark)	-0,19	4,52
Scostamento % tra Rendimento Lordo e Parametro di Riferimento (Delta)	0,31	0,37

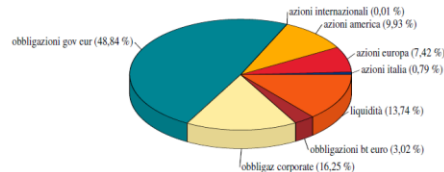
Rendimento time-weighted

Decorrenza	01/12/2025 ⁽⁴⁾	01/01/2025 ⁽¹⁾
% Rendimento Netto	0,12	4,93
% Rendimento Lordo ⁽²⁾	0,12	4,93
Variazione % del Parametro di Riferimento (Benchmark)	-0,19	4,56
Scostamento % tra Rendimento Lordo e Parametro di Riferimento (Delta)	0,31	0,38

Rendimenti di Periodo money weighted



Scomposizione patrimonio per asset class



Scomposizione Patrimonio al 31/12/2025

	Euro	% peso
azioni italia	61.651,09	0,79%
azioni europa	576.192,71	7,42%
azioni america	770.768,75	9,93%
azioni internazionali	762,89	0,01%
obbligazioni gov eur	3.790.196,22	48,84%
obbligaz corporate	1.260.953,70	16,25%
obbligazioni bt euro	234.470,48	3,02%
liquidità	1.065.727,09	13,74%
Totale ⁽⁵⁾	7.760.722,93	100,00%

NOTE:

- (1) Valori calcolati da Inizio Anno o, se successiva, dalla Data di Inizio Rapporto.
- (2) Calcolato al lordo di commissioni ed effetti fiscali.
- (3) Valori calcolati da inizio periodo o, se successiva, dalla data ultimo cambio linea.
- (4) Valori calcolati da inizio periodo.
- (5) Vedi Schema E

Implicazioni per il Fondo

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovranazionali denominati in Euro la cui duration è stata ulteriormente marginalmente aumentata e riavvicinata al rispettivo benchmark nel corso del secondo semestre dell'anno, coerentemente con il repricing sulle curve dei tassi e dell'inflazione che ha mantenuto i rendimenti reali a livelli interessanti dopo anni di "financial repression" che avevano azzerato l'attrattività dell'asset class fixed income globale.

Comparto Bilanciato

Analisi del Rischio:

Rischio finanziario			
	Rischio potenziale	Strumenti di mitigazione	Rischio residuo
Investimento	Medio-Alto	Necessario monitoraggio	Medio-Alto
Controparte	Medio	Necessario monitoraggio	Basso
Rischio specifico	Medio	Efficaci	Basso
Cambio	Basso	Efficaci	Basso
Liquidità	Medio	Necessario monitoraggio	Basso
Concentrazione	Basso	Efficaci	Basso

Conclusioni

Il quarto trimestre 2025 conferma un sostanziale trend positivo dei mercati finanziari rintracciato nonostante le difficoltà dovute alle componenti volatilità dei costi energetici, diversi per aree geografiche per le politiche interne, come anche l'inflazione e le conseguenti variazioni dei tassi di interesse. Per entrambi i comparti Solidarietà e Bilanciato si è generato, un rendimento positivo. Il rischio di investimento sia potenziale che residuo rimane a livello Medio/Alto.