

Vontobel

Investors' Outlook

Con il fiato sospeso



Aprile 2026

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Quo vadis?

6 Mercato in sintesi

Il Giappone è pronto a rifiorire?

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

19 Riferimenti

Glossario e fonti

Impressum

Pubblicazione a cura di
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

Editor
Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autori*
Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Frequenza
Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione 7 maggio 2026)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
1 aprile 2026

Data di pubblicazione
2 aprile 2026

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 17

Con il fiato sospeso



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Gentili lettori,

L'attenzione degli investitori è concentrata sulla guerra in Iran. Gli interrogativi principali riguardano il livello di escalation, l'impatto su energia e inflazione e la possibilità che lo Stretto di Hormuz diventi un punto di rottura a lungo termine.

Se lo stretto riaprirà, l'outlook per la crescita economica globale e gli utili societari potrebbe restare positivo. In caso contrario, con l'aumento dei prezzi dell'energia e il calo della crescita, emergerebbe il rischio di stagflazione¹. A fronte di queste incognite, i mercati stanno trattenendo il fiato mentre le banche centrali valutano l'impatto della guerra sull'inflazione.

Ad oggi riteniamo probabile una de-escalation che consentirà la riapertura dello stretto, anche in caso di persistenza del conflitto, e manteniamo un outlook macroeconomico positivo. Ma il contesto attuale evidenzia una serie di rischi emergenti. Sebbene molte aziende abbiano una limitata esposizione diretta al Medio Oriente, è necessario ricordare che l'economia globale è interconnessa. Petrolio e gas ne sono un esempio evidente: anche senza esposizione diretta alla regione, permane un'esposizione indiretta tramite i mercati energetici. Inoltre, una crisi economica nel Golfo potrebbe non incidere sulla crescita globale, ma penalizzare i mercati dei capitali, un effetto secondario che non può essere sottovalutato.

Anche il credito privato può diventare un rischio per i mercati. Spesso finanzia società software e tecnologiche (esposte al rischio di disruption dell'IA) tramite prestiti illiquidi e negoziati privatamente, con valutazioni meno trasparenti rispetto al debito quotato, rendendo più complesso valutare la reale qualità creditizia. Un improvviso ritiro della liquidità, soprattutto in sistemi con elevata leva finanziaria, tende a destabilizzare i mercati. Nel credito privato vi sono strutture di «debito su debito»² che possono innescare un effetto domino, costringendo gli investitori a vendere gli asset a fronte di perdite rilevanti. Questo potrebbe divenire un fattore critico per i mercati più ampi, e non è da escludere che siano già emersi i primi segnali di questa dinamica.

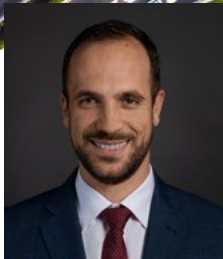
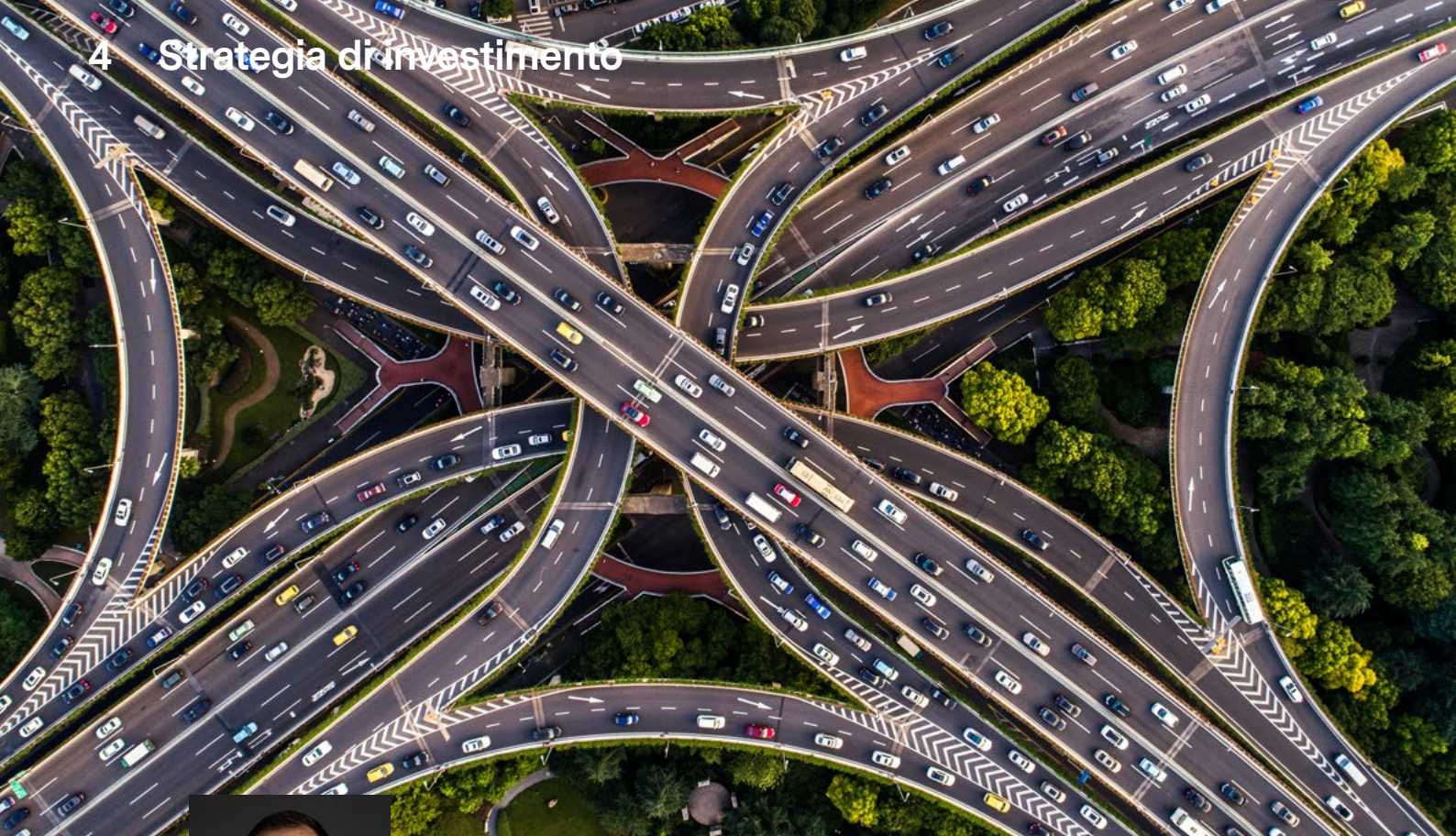
A nostro avviso, il problema emergerà solo se lo Stretto di Hormuz rimarrà chiuso a lungo. Resterebbe comunque aperto alle navi cinesi e iraniane, ma di fatto inaccessibile ai Paesi occidentali. Per i clienti della Boutique Multi Asset forniremo aggiornamenti dedicati e dettagliati sull'evoluzione della situazione in Medio Oriente.

In questo Investors' Outlook analizziamo l'economia giapponese e le sue prospettive sotto la guida della Premier Sanae Takaichi, le conseguenze della guerra in Iran sui prezzi degli alimentari e le difficoltà che stanno affrontando le banche centrali.

→ Webcast

Il nostro webcast sugli ultimi sviluppi dei mercati è disponibile al seguente [indirizzo](#).

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 19



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Quo vadis?







Con la guerra in Iran in corso, ogni giorno che passa solleva nuove domande per gli investitori e rende più incerto il nostro scenario base per il 2026. Lo slancio di crescita si è arrestato e il rialzo di petrolio e gas, con gli attacchi alle infrastrutture energetiche e l'escalation tra USA e Iran, rischia di alimentare l'inflazione. È quindi probabile che le banche centrali rinvieranno i tagli dei tassi.

Ad oggi, lo scenario che riteniamo più probabile è quello di un conflitto relativamente breve. Tra i fattori razionali a supporto di questa tesi vi sono il limitato sostegno dell'opinione pubblica statunitense a una guerra lunga e costosa, il fatto che un conflitto esteso non è nell'interesse dei principali attori regionali come Arabia Saudita e Qatar, la difficoltà di un cambio di regime in Iran e le pressioni sulle grandi economie come la Cina. In tale scenario è più probabile uno stallo della crescita che una contrazione, ma un prolungamento del conflitto aumenta il rischio di rallentamento o recessione. E nonostante le argomentazioni razionali sopra esposte, non vi è alcuna




garanzia che tutti gli attori si comporteranno in modo razionale. Gli USA potrebbero puntare a una de-escalation, ma l'Iran dispone di una forte leva negoziale e difficilmente farà concessioni senza contropartite rilevanti.

La guerra mette inoltre in difficoltà le banche centrali. Molte erano in fase di allentamento o di pausa nel ciclo di tagli, ma il rincaro dell'energia rende più incerte le mosse future. Secondo il Presidente della Fed Jerome Powell, l'aumento dei prezzi spingerà al rialzo l'inflazione, e nessuno può prevedere l'impatto economico della guerra. La sfida è ancora più complessa per la Banca Centrale Europea, data la dipendenza energetica dell'Europa. L'aumento del petrolio alimenta l'incertezza e genera rischi inflazionistici.

Nella riunione straordinaria di inizio marzo, l'Investment Committee ha chiuso il sovrappeso sulle materie prime, riallocando in liquidità; nella riunione successiva, due settimane dopo, ha mantenuto invariata l'asset allocation. Per i dettagli si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO ³		NEUTRALE ⁴	SOVRAPPESO ⁵		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità						Abbiamo aumentato la nostra posizione di liquidità a leggermente sovrappesata durante una riunione straordinaria dell'Investment Committee all'inizio di marzo. Siamo pronti a riallocare questo capitale man mano che emergono nuove opportunità.
2 Obbligazioni						Confermiamo la nostra view sul reddito fisso, mantenendo invariate le posizioni di sottopeso sulle obbligazioni corporate investment grade (IG) ⁶ e high yield (HY) ⁷ . Nell'IG, le valutazioni appaiono contratte e l'offerta sta diventando un problema: l'aumento delle emissioni legate all'IA alimenta l'offerta di qualità elevata e manterrà sotto pressione gli spread. Nell'HY, non si osserva un netto deterioramento dei fondamentali, ma gli spread sono già contratti e lasciano poco margine per ulteriori compressioni. In caso di aumento dell'offerta e raffreddamento della crescita solo moderato, è più probabile che registrino un ampliamento nel corso dell'anno. Siamo neutrali sulle obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti (ME).
3 Azioni						Manteniamo il sovrappeso sulle azioni, in previsione di un conflitto relativamente breve. Anche se lo shock del petrolio crea difficoltà a breve termine, la solidità del contesto macro pre-conflitto (stimolo fiscale, inflazione contenuta e politica monetaria neutrale e non restrittiva) potrebbe smorzare l'impatto dei rincari. Il ciclo d'investimento in atto nell'IA dovrebbe in parte compensare il freno posto da un leggero indebolimento dell'attività economica. La guerra ha pesato sulle nostre preferenze per le azioni dei ME e dell'Eurozona, considerando la dipendenza delle regioni dalle importazioni di energia. Tuttavia, molti di questi ostacoli a breve termine sembrano già scontati dai mercati.
4 Oro						Manteniamo una view neutrale sull'oro, il quale, dall'avvio della guerra in Iran, è finito sotto pressione, scendendo temporaneamente sotto i USD 4'500 l'oncia. Una certa debolezza a seguito di eventi geopolitici è normale, ma ciò che spicca è l'assenza di una successiva ripresa. Il forte rally segnato dall'oro prima della guerra, insieme al rafforzamento del dollaro e alle preoccupazioni per l'inflazione e per una politica monetaria più aggressiva, sembra aver prevalso sulla tipica domanda di beni rifugio trainata dai rischi geopolitici. Le future mosse della Fed saranno fondamentali per i prezzi dell'oro. Se una crisi prolungata in Medio Oriente spingerà petrolio e inflazione tanto al rialzo da costringere la Fed a non poterli più ignorare, l'oro potrebbe scendere ancora, come nel 2022. È inoltre importante monitorare i flussi negli ETF ⁸ e l'attività delle banche centrali.
5 Materie prime						Abbiamo chiuso la nostra posizione sovrappesata nelle materie prime all'inizio di marzo. L'aumento di gennaio si basava su un outlook pro-crescita, sull'indebolimento del dollaro e sul ruolo delle materie prime come copertura dal rischio geopolitico. Da allora, questi fattori di supporto si sono indeboliti (outlook di crescita e dollaro) o già materializzati. Lo shock geopolitico ha preso forma con il petrolio in rialzo di oltre il 55%. La storia suggerisce che i periodi di prezzi petroliferi molto elevati raramente si concludono positivamente per le materie prime, perché determinano un aumento dell'offerta (es. shale USA) e, con il tempo, una distruzione della domanda.
6 Strategie alternative						Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e sull'immobiliare.

Nota: Le opinioni sono aggiornate a marzo 2026. Soggette a modifiche senza preavviso.

Variazioni mensili: invariato  in aumento  in calo 

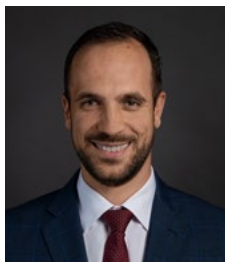
Il Giappone è pronto a rifiorire?

Ogni primavera il Giappone si trasforma con i sakura, una stagione fugace in cui i fiori di ciliegio ricoprono l'arcipelago di delicate sfumature di rosa e bianco. Da secoli, questo fenomeno è molto più di uno spettacolo per gli occhi. È il simbolo culturale del saisei, ovvero il rinnovamento. Nel 2026, rappresenta una metafora quantomai calzante per la situazione macroeconomica del Giappone. Dopo decenni di stagnazione quasi invernale, il panorama politico ed economico si sta risvegliando. Per gli investitori, la domanda non è se il Giappone riuscirà a uscire dal torpore, ma se, sotto la nuova super-maggioranza della Premier Sanae Takaichi, riuscirà finalmente a rifiorire in modo non solo dinamico ma anche sostenibile.





—
Michaela Huber
 Senior Cross-Asset Strategist,
 Multi Asset Boutique, Vontobel



—
Stefan Eppenberger
 Chief Investment Strategist,
 Multi Asset Boutique, Vontobel

Sanae Takaichi sta facendo molto parlare di sé in Giappone. Allieva politica del defunto Shinzo Abe, nel 2025 ha fatto la storia diventando la prima donna a ricoprire la carica di Primo ministro del Paese e ha rapidamente consolidato il suo potere con una vittoria schiacciante a febbraio 2026. Il suo Partito Liberal Democratico detiene ora una super-maggioranza di due terzi alla Camera bassa, il che le conferisce un mandato legislativo per il cambiamento che i suoi predecessori potevano soltanto immaginare. La sua agenda politica, spesso definita Sanaenomics, pone una forte enfasi sull'espansione fiscale⁹. Tra le principali promesse figurano ampi investimenti nella sicurezza economica, soprattutto in settori come semiconduttori, energia da fusione e intelligenza artificiale. Takaichi ha inoltre promosso misure popolari, come la sospensione dell'imposta sui consumi applicata agli alimentari, per alleviare la pressione sulle famiglie. A differenza dei precedenti leader che privilegiavano il bilanciamento del budget, Takaichi sostiene che la priorità debba essere la crescita, nella convinzione che un'economia rivitalizzata riuscirà nel tempo a superare il peso del debito. Il suo orientamento accomodante non si limita alla politica fiscale. È infatti una convinta sostenitrice di una politica monetaria espansiva, e nel 2024 ha persino definito «stupidi» i rialzi dei tassi d'interesse da parte della Bank of Japan (BoJ)¹⁰.



Al di là dell'economia, Takaichi è una convinta sostenitrice di una linea dura in politica estera. Non solo intende raddoppiare la spesa per la difesa fino al 2% del PIL, ma ha anche promosso una modifica della costituzione pacifista del Giappone. In particolare, vuole revocare l'Articolo 9, in base a cui il Giappone rinuncia alla «guerra come diritto sovrano della nazione» e alla «minaccia o all'uso della forza come mezzo di risoluzione delle controversie internazionali» (vietando esplicitamente al Giappone di entrare in guerra)¹¹. Per quanto attiene alla Cina, Takaichi ha già creato scompiglio affermando che un attacco cinese a Taiwan potrebbe «minacciare la sopravvivenza» del Giappone¹², innescando una disputa diplomatica con Pechino. La sua visione di un Giappone forte include anche la promozione di valori sociali tradizionali e l'adozione di una linea dura in materia di immigrazione.

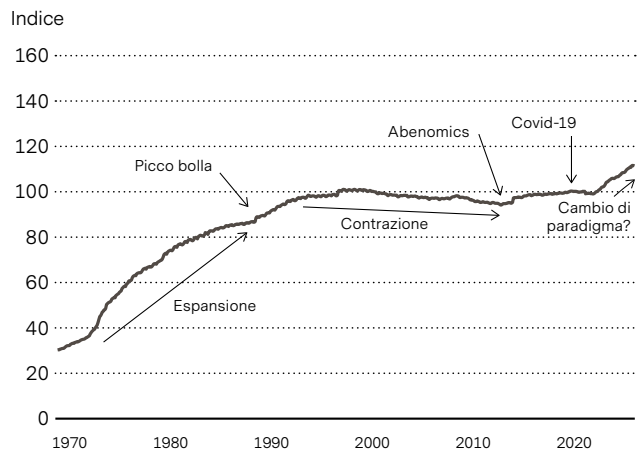
Il lungo inverno del Giappone: decenni di deflazione e sfide demografiche

Per comprendere la rilevanza dell'approccio deciso di Takaichi, è necessario riconoscere il peso della narrazione che sta cercando di ribaltare. Per oltre trent'anni il Giappone è stato un caso emblematico di stagnazione economica, inflazione bassa o negativa e declino demografico. Lo scoppio della bolla dei prezzi degli asset nei primi anni Novanta ha segnato l'inizio dei «Decenni perduti» del Giappone, un lungo periodo di crisi economica. Come prima grande economia sviluppata a confrontarsi con una forza lavoro in contrazione, il Giappone è diventato un monito per gli altri Paesi: l'invecchiamento della popolazione e il calo del tasso di natalità hanno frenato la domanda interna, e lo scoppio della bolla ha creato una mentalità deflazionistica. Segnati dall'incertezza, consumatori e imprese hanno accumulato liquidità anziché spendere o investire, aggravando ulteriormente la stagnazione.

L'era dell'Abenomics¹³, avviata nel 2012 dal Primo ministro Shinzo Abe, ha cercato di interrompere questo ciclo attraverso le «tre frecce»: un'espansione monetaria aggressiva da parte della BoJ per contrastare la deflazione e stimolare l'economia; uno stimolo fiscale flessibile per sostenere la domanda nel breve termine affrontando al contempo le sfide fiscali di lungo periodo; e riforme strutturali volte a rafforzare la competitività dell'economia giapponese. Sebbene l'Abenomics sia riuscito a indebolire lo yen e sostenere i mercati immobiliari e azionari giapponesi, l'obiettivo di inflazione del 2% della BoJ è rimasto a lungo fuori portata, fino alla pandemia (grafico 1).

Gli shock globali dell'offerta nei primi anni 2020 hanno sortito l'effetto che un decennio di stimoli non era riuscito a ottenere: importare inflazione e portare a un aumento delle aspettative di inflazione. Nell'aprile 2022 l'inflazione

Grafico 1: Il Giappone ha vissuto 30 anni di deflazione, che si sono conclusi con la pandemia



— Indice inflazione inerziale giapponese

Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 marzo 2026.

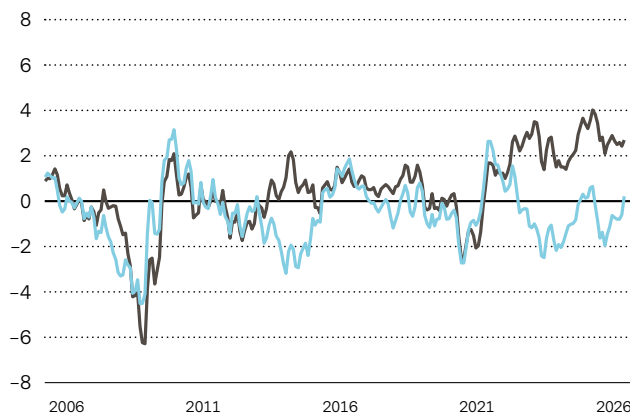
primaria ha superato per la prima volta dopo anni il target della BoJ, mantenendosi al di sopra di tale livello fino a dicembre 2025. Questo cambiamento delle condizioni economiche ha modificato anche le dinamiche delle negoziazioni salariali. Prima dell'aumento dell'inflazione, le grandi imprese erano riluttanti a concedere aumenti retributivi significativi limitando gli incrementi salariali a circa il 2%. Nel 2024 e nel 2025, tuttavia, sono state costrette a offrire aumenti superiori al 5% per tenere il passo con l'inflazione e trattenerne la forza lavoro.

Perché riteniamo che Takaichi debba muoversi con cautela

Anche se le sue dichiarazioni assertive hanno suscitato scalpore, a nostro avviso Takaichi dovrà procedere con cautela nella fase di attuazione. Quello che ha ereditato, infatti, non è più un Giappone «freddo»: con inflazione primaria e inerziale ancora intorno al 2%, la sfida consiste nello stimolare l'economia senza surriscaldarla. L'opinione pubblica giapponese, abituata per una generazione a prezzi stabili, rimane molto sensibile all'aumento del costo della vita. Secondo un sondaggio di Asahi sulle questioni più urgenti per il Paese, l'inflazione occupava il primo posto (con oltre il 60%) a settembre 2025. Questo non ci sorprende, considerando che i salari reali (corretti per l'inflazione) sono rimasti in territorio negativo per anni, tornando solo di recente leggermente positivi (grafico 2).

Grafico 2: La crescita dei salari reali è praticamente inesistente

Variazione % annua



— Crescita salari nominali Giappone
— Crescita salari reali

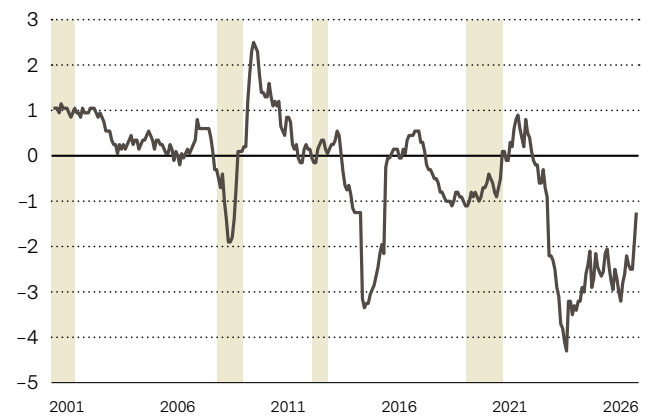
Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 marzo 2026.

Per ridurre il rischio di un potenziale contraccolpo, riteniamo che Takaichi debba dare priorità alle riforme dal lato dell'offerta. Un nodo cruciale è il mercato del lavoro. Con una popolazione in calo e una posizione restrittiva sull'immigrazione che rischia di irrigidire ulteriormente un mercato del lavoro già teso, la crescita economica del Giappone dipende dal miglioramento della produttività. Ciò richiede riforme volte ad aumentare la flessibilità del lavoro, potenzialmente allentando le norme sugli straordinari per consentire ai lavoratori disponibili di guadagnare di più, e un'integrazione più profonda dell'automazione.

Riteniamo inoltre che Takaichi debba muoversi con cautela anche sul fronte della politica monetaria. Se da un lato la Premier propende per tassi di interesse più bassi, la BoJ ha ribadito più volte la necessità di alzarli. Perché la BoJ punta a ulteriori rialzi dei tassi, nonostante l'inflazione abbia recentemente rallentato intorno al 2%? Perché la politica monetaria è ancora espansiva. Anche dopo l'aumento del tasso di riferimento allo 0,75% alla fine del 2025, i tassi di interesse reali (corretti per l'inflazione) restano profondamente negativi (grafico 3). Con un'inflazione ancora relativamente persistente e uno yen debole, la BoJ potrebbe dover alzare i tassi fino a un livello compreso tra l'1,25% e l'1,50%. Ne deriva una tensione tra un governo che vuole aumentare la spesa pubblica e una banca centrale chiamata a normalizzare la politica monetaria.

Grafico 3: Serve un ulteriore inasprimento della politica monetaria

In %



— Rendimenti reali Giappone
(tasso di riferimento BoJ meno inflazione inerziale)
■ Recessioni Giappone

Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 marzo 2026.

Il mercato obbligazionario ha già iniziato a dare voce alle proprie preoccupazioni. A gennaio 2026, i rendimenti dei titoli di Stato giapponesi a 10 anni (JGB) hanno superato il 2,3% e quelli dei titoli a 40 anni hanno oltrepassato il 4% per la prima volta dopo decenni (i rendimenti obbligazionari si muovono inversamente ai prezzi). Le pressioni al rialzo si sono intensificate nuovamente a febbraio, dopo indiscrezioni secondo cui Takaichi avrebbe incontrato il governatore della BoJ, Kazuo Ueda, esprimendo le sue riserve su ulteriori rialzi dei tassi di interesse. Le preoccupazioni dei mercati sono state inoltre aggravate dalla sua decisione di nominare due esponenti «reflazionisti» nel consiglio della BoJ¹⁴.

In breve, gli investitori temono che la sua audacia sotto il profilo fiscale, insieme all'aumento dei tassi d'interesse, possa rendere insostenibile l'enorme rapporto debito/PIL del Giappone (stimato intorno al 235–250% del PIL all'inizio del 2026).

Perché riteniamo improbabile una crisi fiscale

Nonostante il ritorno dei bond vigilantes¹⁵ a Tokyo, non riteniamo particolarmente elevato il rischio di una crisi fiscale in piena regola. Questa convinzione si fonda su diversi fattori. Innanzitutto, poiché il Giappone si finanzia nella propria valuta, è improbabile che possa rimanere senza liquidità (nello scenario più estremo, potrebbe semplicemente stampare più moneta per onorare i propri impegni).

Grafico 4: Il mercato del debito pubblico giapponese è detenuto prevalentemente da investitori nazionali

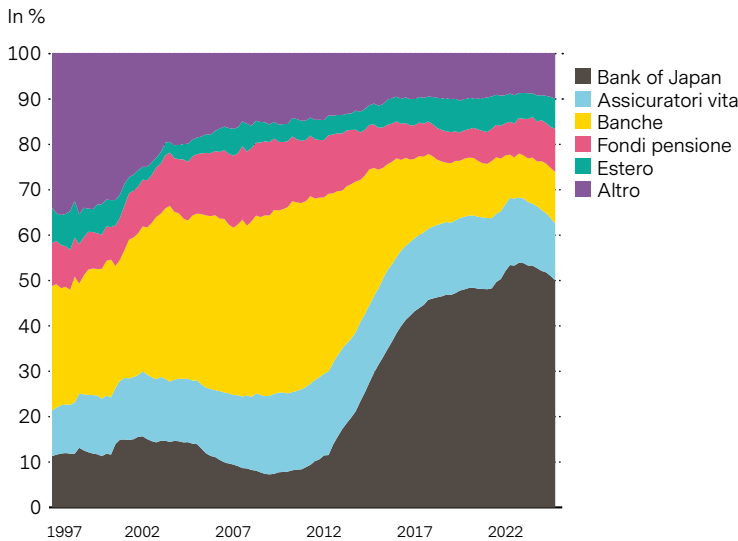
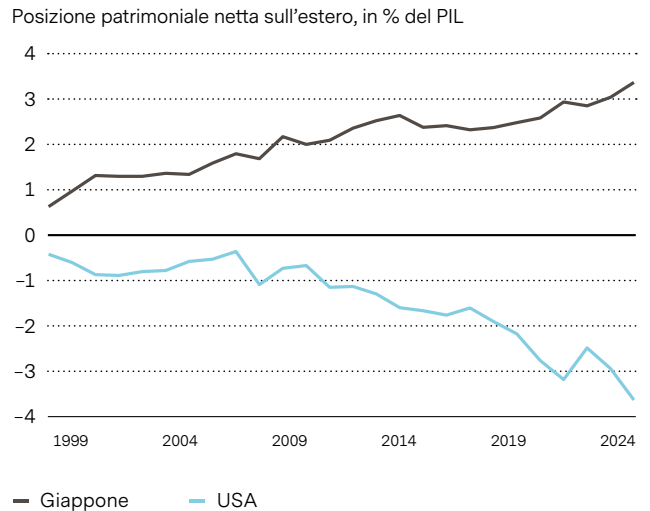


Grafico 5: Il Giappone non fa affidamento sui capitali esteri per finalità di finanziamento



Nota: La posizione patrimoniale netta sull'estero (NIIP) è un indicatore macroeconomico che misura la differenza tra la quantità di attività finanziarie detenute all'estero da un Paese e le sue passività finanziarie verso l'estero. Un NIIP positivo indica che il Paese è un creditore netto, un NIIP negativo indica che il Paese è un debitore netto.

In secondo luogo, il mercato del debito pubblico giapponese è detenuto prevalentemente da investitori domestici: circa il 90% dei JGB è infatti in mano a istituzioni nazionali, tra cui la BoJ, banche e compagnie assicurative (grafico 4). A nostro avviso, queste istituzioni hanno interesse a mantenere la stabilità. Ciò riduce il rischio di una fuga di capitali esteri, spesso uno dei fattori scatenanti dei default sovrani. In terzo luogo, l'analisi della posizione patrimoniale netta sull'estero del Giappone, un indicatore chiave che misura la differenza tra le attività finanziarie detenute all'estero da un Paese e le sue passività verso l'estero, evidenzia come il Giappone sia un creditore netto, con un ampio portafoglio di investimenti internazionali. Ciò significa che il Paese non dipende dalla «benevolenza degli stranieri» (ossia dal capitale estero) per finanziare il proprio deficit (grafico 5). In quarto luogo, gli investitori dovrebbero considerare che il debito lordo del Giappone, oggi pari a circa il 235% del PIL, deve essere corretto per tenere conto degli asset del settore pubblico e delle partecipazioni in titoli di Stato della banca centrale. Al netto delle rettifiche, l'onere del debito scende a un livello netto «solo» pari al 134% del PIL (o al 45% del PIL escludendo le partecipazioni della BoJ). Un altro elemento spesso trascurato è che il Giappone sostiene interessi passivi molto contenuti rispetto alle controparti. Nel 2024 la spesa netta per interessi del governo centrale, in percentuale della spesa totale, si è

attestata intorno all'1%. A titolo di confronto, l'Eurozona ha speso in interessi circa il 3,2%, mentre gli Stati Uniti oltre il 9%.

Infine, l'inflazione, per quanto impopolare, presenta anche un lato positivo. Aumentando il gettito fiscale e il PIL nominale, contribuisce infatti a ridurre automaticamente il peso relativo del debito.

Perché riteniamo probabile un apprezzamento dello yen

Sebbene Takaichi abbia sempre sostenuto uno yen debole per favorire le esportazioni, il cambiamento di regime macroeconomico del 2026 sta creando una combinazione di fattori che prospetta un potenziale apprezzamento. La tesi rialzista sullo yen si basa su diversi argomenti. Innanzitutto, con il USD/JPY scambiato intorno a 159, lo yen rimane sottovalutato secondo i modelli basati sulla parità del potere d'acquisto.

In secondo luogo, abbiamo la compressione dei differenziali di tasso di interesse e il progressivo smantellamento del carry trade sullo yen¹⁶. Per anni lo yen è stato la valuta globale di finanziamento per il carry trade, una strategia in cui gli investitori prendono a prestito capitali a tassi di interesse più bassi per investirli in attività con rendimenti potenzialmente più alti, poiché i tassi in Giappone erano fermi a zero (o addirittura negativi), mentre nel resto del



mondo erano in fase di rialzo. Finché la BoJ aumenta i tassi mentre altre banche centrali li mantengono stabili o iniziano a ridurli, lo svantaggio di rendimento dello yen si sta riducendo. Questo diminuisce l'attrattiva del carry trade sullo yen, che di fatto rappresenta una massiccia posizione corta sulla valuta. Di conseguenza, lo yen sta diventando fondamentalmente più interessante.

In terzo luogo, è probabile un'ondata di rimpatri dei capitali. Nel 2025 il Giappone era la seconda nazione creditrice al mondo dopo la Germania. Con i rendimenti dei JGB decennali che si avvicinano al 2,5% e quelli dei titoli quarantennali che superano il 4%, il rendimento risk free nel Paese sta tornando interessante. Di conseguenza, assicurazioni vita e fondi pensione giapponesi sono incentivati a vendere Treasury USA e bond europei per acquistare JGB. Un massiccio flusso di capitali di ritorno nel Paese potrebbe generare una domanda strutturale di yen, in grado di prevalere anche sulla preferenza retorica di Takaichi per una valuta più debole.

Riteniamo inoltre che lo yen possa ricevere supporto anche dagli interessi esteri. Che cosa significa? Gli Stati Uniti, in particolare sotto la leadership di Trump, hanno chiarito che non tollereranno valute estere eccessivamente deboli, considerate una minaccia per la competitività americana. Il Dipartimento del Tesoro monitora attenta-

mente le politiche valutarie dei principali partner commerciali e pubblica un rapporto semestrale al Congresso. Per essere classificato dagli USA come manipolatore valutario, un Paese deve soddisfare tre criteri: un significativo surplus commerciale bilaterale con gli Stati Uniti, un rilevante surplus delle partite correnti, ed evidenze di interventi persistenti e unilaterali sul mercato valutario finalizzati a indebolire la propria valuta. Sebbene il Giappone non sia stato classificato come manipolatore valutario negli ultimi anni, soddisfa già due dei tre criteri (surplus commerciale e delle partite correnti). Considerata la propensione di Trump a imporre dazi ai Paesi che attirano il suo disappunto, riteniamo che il Giappone non abbia alcun interesse ad essere inserito in tale lista.

Infine, è importante ricordare che la BoJ è spesso intervenuta sul mercato dei cambi in seguito a significativi deprezzamenti dello yen. Ad esempio, a settembre 2022 il Ministero delle Finanze giapponese, tramite operazioni eseguite dalla BoJ, è intervenuto vendendo dollari e acquistando yen dopo che la valuta giapponese era scesa al minimo degli ultimi 24 anni (145 contro il dollaro) a causa dell'ampio differenziale di tasso tra Giappone e Stati Uniti. Un ulteriore intervento è stato attuato a ottobre 2022, quando è stata superata la soglia di 150 yen per dollaro. Sebbene sia probabile un apprezzamento dello yen, riteniamo poco plausibile un ritorno ai livelli estremamente solidi (inferiori a 100 JPY / USD) che negli anni 2010 avevano penalizzato gli esportatori. La supermaggioranza di Takaichi rappresenta una sorta di «pavimento politico»: se lo yen dovesse rafforzarsi troppo rapidamente, il governo potrebbe intervenire con ulteriori misure fiscali o indurre la BoJ a una pausa temporanea.

Cosa potrebbe andare storto?

Individuiamo tre rischi principali per il nostro outlook macroeconomico sul Giappone. Innanzitutto, i policymaker giapponesi potrebbero commettere errori significativi. La BoJ potrebbe alzare i tassi troppo aggressivamente, troppo lentamente, oppure non intervenire affatto se la sua indipendenza sarà compromessa da possibili interferenze di Takaichi. In secondo luogo, la sostenibilità fiscale potrebbe rivelarsi più fragile del previsto, soprattutto in caso di errori di policy. Infine, un'escalation geopolitica potrebbe interrompere prematuramente la nuova fase di crescita del Giappone, ad esempio tramite tensioni militari con i Paesi asiatici vicini o shock energetici che spingano l'inflazione al rialzo. A titolo di promemoria, il Giappone dipende dal Medio Oriente per circa il 95% della sua fornitura di petrolio e l'11% delle importazioni di gas naturale liquefatto (GNL), con circa il 70% del petrolio e il 6% del GNL che transitano attraverso lo Stretto di Hormuz.

Rivalutare la situazione



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

La dinamica di allentamento in atto non è più lineare come appariva inizialmente. La Fed è entrata in fase attendista, con il rallentamento della crescita e l'indebolimento del mercato del lavoro, mentre il rialzo del petrolio ha riportato in primo piano i rischi inflazionistici. Questo trade-off ha messo per ora in pausa la politica monetaria.

I mercati hanno già effettuato un re-pricing (grafico 1). Le aspettative di tagli imminenti sono state rinviate e i rendimenti a breve sono saliti. Con i prezzi dell'energia elevati, la Fed ha margini limitati per allentare la politica monetaria senza rischiare di riaccendere l'inflazione. Detto ciò, la direzione resta invariata, cambia solo la tempistica. Se crescita e mercato del lavoro continueranno a indebolirsi, riteniamo che è comunque probabile che la Fed proceda a tagliare, ma con un ciclo di allentamento più tardivo e graduale rispetto alle precedenti aspettative. Per quanto riguarda i tassi, questo a nostro avviso attenua l'argomentazione a favore di una solida posizione di duration nel breve periodo. I rendimenti potrebbero restare elevati e volatili, mentre i mercati bilanciano i rischi inflazionistici con il rallentamento della crescita. La duration continua, tuttavia, a offrire protezione negli scenari di ribasso.

Un contesto più complesso per il credito

Dall'inizio della guerra, il credito ha iniziato a sottoperformare: petrolio più caro, incertezza crescente e re-pricing delle aspettative sui tassi hanno pesato sul sentiment, determinando un ampliamento degli spread.

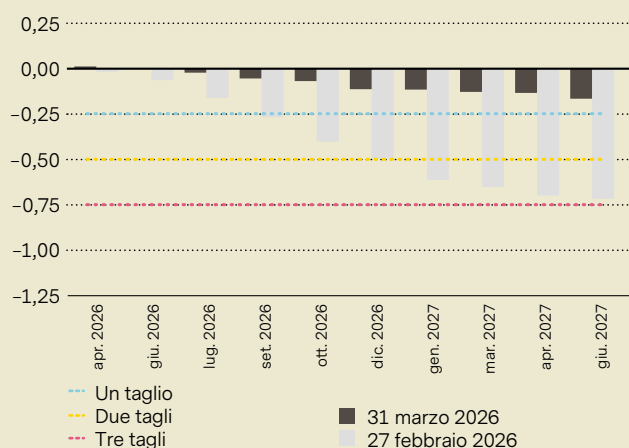
Il rallentamento della crescita, i costi di finanziamento più alti e l'incertezza su inflazione e politiche monetarie rendono il contesto meno favorevole per i prodotti a spread, a nostro avviso: il credito può assorbire singole pressioni, ma non tutte insieme.

Parallelamente, le tensioni nel mercato del credito privato (condizioni di finanziamento più restrittive, minore liquidità o eventi isolati) possono trasmettersi ai mercati quotati, innescando una più ampia rivalutazione del rischio di credito. Anche l'offerta rappresenta un ostacolo (grafico 2). Le emissioni investment grade sono in forte aumento, soprattutto da parte degli hyperscaler per finanziare investimenti nell'IA. L'offerta è stata finora assorbita, ma aggiunge pressione in una fase di maggiore selettività da parte degli investitori. Se resterà sopra la media storica, sarà più difficile ottenere un'ulteriore compressione degli spread, anche se i fondamentali restano ragionevolmente solidi.

Questo significa che il credito è sempre più esposto a pressioni macroeconomiche, rischi strutturali e aumento dell'offerta. Ciò giustifica un posizionamento più prudente.

Grafico 1: L'allentamento della Fed resta scontato, ma con maggiore prudenza

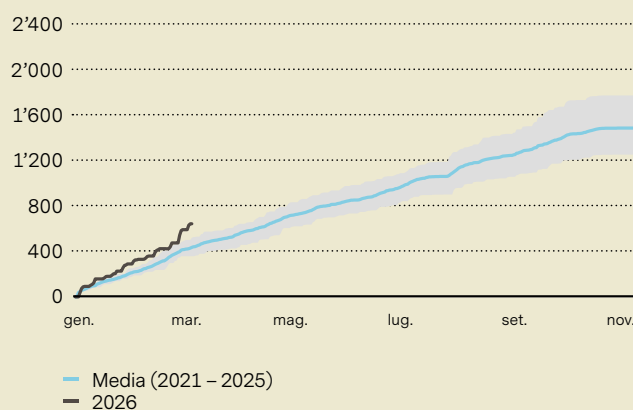
Variazione cumulativa tasso di riferimento Fed implicito, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; al 31 marzo 2026.

Grafico 2: Offerta investment grade sopra la traiettoria degli ultimi cinque anni

In miliardi di USD



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 marzo 2026.

Posizione invariata



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

L'escalation in Medio Oriente ha esercitato ulteriore pressione sui mercati azionari dopo un inizio d'anno già volatile.

A nostro avviso, le incertezze si concentrano su tre variabili principali: la durata del conflitto (settimane o mesi), il periodo di effettiva chiusura o interruzione dello Stretto di Hormuz (con effetti sui prezzi energetici globali) e l'impatto della guerra sulla crescita economica mondiale, con rischi che spaziano dalla stagflazione alla recessione.

Riteniamo possibile uno scenario di conflitto relativamente breve oppure, in alternativa, uno stallo prolungato ma contenuto, con durata di alcune settimane e segnali intermittenti di de-escalation. Anche in caso di stallo moderatamente prolungato, l'impatto su mercati ed economia sarà probabilmente gestibile. Una de-escalation credibile riporterebbe i prezzi del petrolio su livelli più ragionevoli, frenando la crescita solo temporaneamente. La nostra view riflette un'economia globale meno energivora, in cui il petrolio incide meno sull'inflazione rispetto agli anni '70 o al 2022. Anche i livelli iniziali di petrolio e inflazione sono diversi rispetto al passato.

Un altro fattore mitigante è il rilascio delle riserve d'emergenza della International Energy Agency, che fornisce un margine di sicurezza e tempo prezioso ai policymaker.

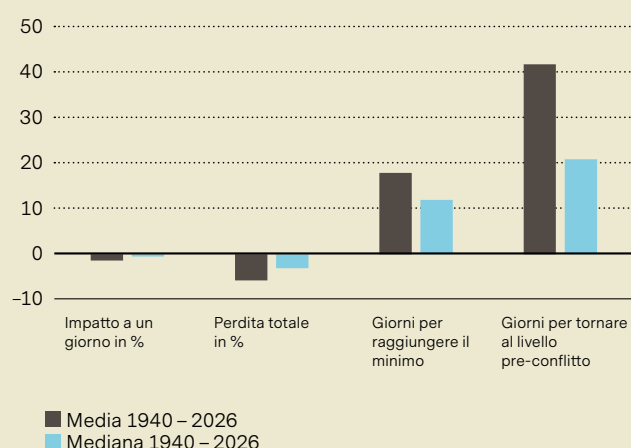
Confermiamo il nostro sovrappeso tattico sull'azionario. Riteniamo che una situazione di de-escalation si riallineerebbe rapidamente al nostro scenario base per il 2026, con una possibile ripresa graduale: pressione nella prima metà dell'anno, soprattutto nel secondo trimestre, con un miglioramento nella seconda parte e confronti anno su anno più favorevoli verso il 2027.

Storicamente, i mercati azionari hanno recuperato in presenza di segnali credibili di de-escalation. Oggi le azioni globali sono calate del 5–10% rispetto ai massimi di inizio anno, in linea con la durata e l'intensità medie delle correzioni osservate negli ultimi 80 anni in contesti di instabilità geopolitica (grafico 1). Alla luce di questo, non abbiamo apportato modifiche all'allocazione azionaria.

I pattern storici indicano che i mercati digeriscono i conflitti geopolitici piuttosto rapidamente, recuperando in genere le perdite iniziali in poche settimane. A tre, sei e nove mesi dalle principali escalation, i rendimenti futuri sono stati generalmente positivi (grafico 2). Continuiamo a monitorare gli sviluppi e modificheremo il posizionamento di conseguenza.

Grafico 1: I mercati azionari hanno assorbito gli shock geopolitici con relativa rapidità

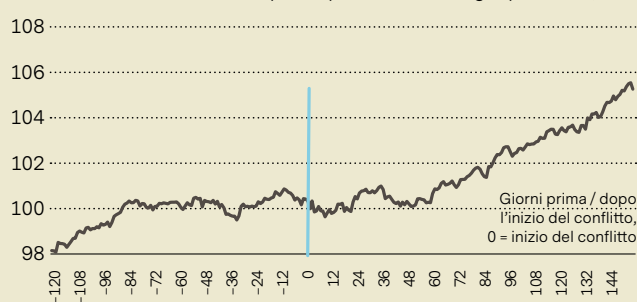
Rendimento S&P 500 dopo shock geopolitici, in % / in giorni



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 marzo 2026.

Grafico 2: Storicamente, dopo un mese dai conflitti geopolitici, i rendimenti medi sono stati positivi

Rendimento medio S&P 500 pre- e post-escalation geopolitiche*, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 marzo 2026.

La food-flation cade su un terreno fertile?



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

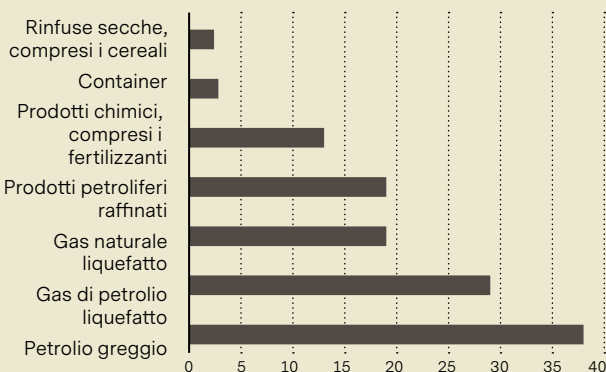
Quando le tensioni geopolitiche in Medio Oriente sfociano in conflitti aperti, l'attenzione mondiale di solito si concentra sull'impatto sui prezzi del petrolio. Ma un rischio spesso trascurato è la seconda ondata di shock che può ripercuotersi fino nei piatti di tutto il mondo.

L'agricoltura è un settore ad alta intensità energetica. Quando i prezzi del petrolio aumentano perché le petroliere sono bloccate o deviate, il costo per far funzionare trattori e mietitrebbie cresce, così come quello per trasportare il cibo dai principali hub di esportazione come il Brasile o gli USA verso il resto del mondo. Tuttavia, il danno più grave avviene attraverso i mercati del gas naturale. I fertilizzanti a base di azoto, come l'urea, che sostengono colture responsabili di circa metà della produzione alimentare mondiale, dipendono dal gas come materia prima principale. Dopo che scioperi hanno costretto il Qatar, un gigante del gas naturale liquefatto¹⁷, a dichiarare la forza maggiore e sospendere le esportazioni, i prezzi del gas sono schizzati alle stelle, facendo salire anche quelli dei fertilizzanti. Il mercato dei fertilizzanti è stato colpito su due fronti. In primo luogo, quando i prezzi del gas aumentano, gli impianti di fertilizzanti spesso sono costretti a ridurre la produzione o a fermarsi completamente, perché

la produzione non è più economicamente sostenibile. In secondo luogo, la chiusura dello Stretto di Hormuz ha lasciato ferme molte esportazioni di fertilizzanti (grafico 1). All'interno del comparto dei cereali, il mais è il più esposto (grafico 2). È una coltura ad alto consumo di fertilizzanti, che rappresentano fino al 40% dei costi di produzione. Per avere un riferimento, il frumento si attesta intorno al 30%, mentre la soia è molto più bassa, al 15%. Sebbene l'aumento dei prezzi dei fertilizzanti possa alla fine contribuire a un rialzo dei prezzi dei cereali (attraverso maggiori costi di produzione), l'impatto più significativo sui prezzi potrebbe derivare da una riduzione dell'offerta. Costi dei fertilizzanti persistentemente elevati possono indurre gli agricoltori a utilizzarne meno, con conseguenti rese inferiori al potenziale. Inoltre, prezzi elevati dei fertilizzanti potrebbero spingere gli agricoltori a destinare meno superfici alle colture ad alta intensità di fertilizzanti, come il mais, a favore di colture meno dipendenti, come la soia. Questo cambiamento potrebbe ridurre l'offerta di mais e farne aumentare i prezzi. In questo contesto, i Paesi relativamente più avvantaggiati sono quelli che dispongono di proprie riserve di energia o minerali. Secondo noi, Russia e USA sono in una posizione relativamente più favorevole, poiché perché possiedono il gas naturale necessario per alimentare la produzione interna. Paesi come il Brasile e l'India si trovano ad affrontare un contesto più difficile. Pur essendo grandi produttori alimentari, dipendono fortemente dai fertilizzanti importati. Alla fine, l'aumento dei prezzi alimentari si rifletterà anche in modo diverso nei dati sull'inflazione. Le economie sviluppate, come gli USA, attribuiscono un peso relativamente basso ai prodotti alimentari nei loro panieri dell'inflazione. Ma nei mercati emergenti, il cibo può rappresentare dal 30 al 50% della spesa media delle famiglie.

Grafico 1: Lo Stretto di Hormuz è un passaggio vitale, non solo per il petrolio

Quota del commercio mondiale che transita attraverso lo Stretto, in %*



*Basato sui flussi medi della settimana precedente l'escalation militare iniziata il 28 febbraio 2026.

Fonte: UN Trade and Development (UNCTAD), basato su dati forniti da Clarkson Research 2026.

Grafico 2: Prezzi più alti dei fertilizzanti, prezzi più alti del mais

Dollari USA per bushel Dollari USA per tonnellata metrica



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 20 marzo 2026.

La ricerca dei beni rifugio



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

L'evoluzione del contesto macro ha messo in dubbio la narrativa ribassista sul dollaro per il 2026: le tensioni geopolitiche e il rialzo del petrolio hanno reintrodotti due importanti fattori di supporto.

Innanzitutto, l'avversione al rischio ha rilanciato l'attrattiva del dollaro come bene rifugio. In secondo luogo, il rincaro dell'energia ha aumentato i rischi inflazionistici e indotto i mercati a ridimensionare le attese di allentamento della Fed. Questo ha sostenuto i rendimenti USA a breve termine e il dollaro (grafico 1) nonostante i segnali di rallentamento della crescita. Se l'incertezza resterà elevata e i prezzi del petrolio sostenuti, la Fed avrà margini limitati per tagliare i tassi, mantenendo intatto il supporto al dollaro.

Ma questo supporto è legato soprattutto al contesto di rischio attuale, non al miglioramento dei fondamentali a lungo termine. Con il calo dei rischi geopolitici e il ritorno del focus sui fondamentali, potrebbero riemergere difficoltà strutturali. La posizione fiscale degli USA resta fragile, l'offerta di Treasury è elevata e i saldi esterni non sono migliorati. Questi fattori tendono ad avere più rilevanza in contesti stabili. Nel breve termine, il dollaro è

sostenuto da fattori di rischio e dai tassi; in futuro, è ancora possibile un indebolimento se l'inflazione si stabilizzerà e la Fed tornerà a tagliare i tassi.

Franco svizzero forte

A nostro avviso, il franco svizzero si distingue per la natura difensiva e fondamentali a lungo termine più solidi, nonostante crescenti resistenze di policy, e condivide il ruolo di bene rifugio del dollaro poggiando su basi più robuste. Durante le crisi è storicamente rimasto forte, e il contesto attuale non fa eccezione.

Il surplus delle partite correnti della Svizzera, la politica fiscale disciplinata e l'inflazione ridotta rendono la Banca Nazionale Svizzera (BNS) più flessibile di altre banche centrali e offrono alla valuta un ancoraggio più solido nel medio termine. Tale forza si accompagna, tuttavia, a un importante vincolo di policy (grafico 2).

La BNS difficilmente accetterà un apprezzamento eccessivo, che inasprirebbe le condizioni finanziarie, rischiando di ridurre ulteriormente l'inflazione. Si è già espressa verbalmente in tal senso, segnalando la disponibilità a intervenire sui cambi in caso di movimenti troppo rapidi o marcati.

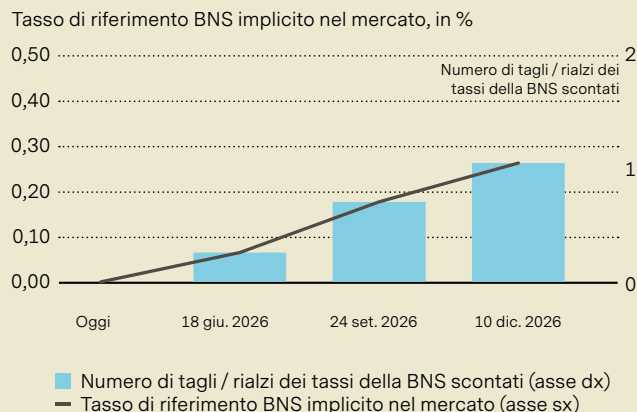
Riteniamo che il franco resterà supportato finché i rischi geopolitici saranno elevati. Nel medio termine i fondamentali restano solidi, ma ulteriori apprezzamenti saranno più difficili da sostenere se la BNS interverrà in modo più attivo.

Grafico 1: Il rally del dollaro può proseguire dopo il rimbalzo dai minimi recenti?



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 marzo 2026.

Grafico 2: Per ora la BNS mantiene i tassi allo 0%, con un franco solido



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 marzo 2026.

Economia e mercati finanziari 2025 – 2027

La lista seguente mostra i valori effettivi, i tassi di cambio e i prezzi del 2025, nonché le previsioni consensuali per il 2026 e il 2027 per il prodotto interno lordo (PIL), l'inflazione/le aspettative inflazionistiche, i tassi di interesse delle principali banche centrali, le obbligazioni governative a 10 anni, i tassi di cambio e le materie prime.

PIL (IN %)	2025¹	ATTUALE¹	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	
Globale (G20)	2,7	2,1	2,8	2,7	
Eurozona	1,4	1,2	1,2	1,5	
USA	2,1	2,0	2,5	2,0	
Giappone	1,2	0,4	0,8	0,9	
Regno Unito	1,4	1,0	1,0	1,4	
Svizzera	1,3	0,5	1,2	1,5	
Australia	2,0	2,6	2,2	2,2	
Cina	5,0	4,5	4,6	4,4	

INFLAZIONE	2025²	ATTUALE²	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 2026³
Eurozona	2,1	1,9	2,0	1,9	→
USA	2,7	2,4	2,7	2,4	→
Svizzera	0,2	0,1	0,4	0,7	→

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2025	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁴
EUR (tasso di deposito)	2,00	2,00	2,00	1,99	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	3,75	3,75	3,63	3,24	→
CHF	-	-	-0,03	0,01	→

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2025	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁴
EUR (Germania)	2,86	2,95	2,87	2,97	→
USD	4,17	4,23	4,14	4,12	→
CHF	0,32	0,36	0,38	0,48	→

TASSI DI CAMBIO	2025	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁴
CHF per EUR	0,93	0,91	0,92	0,94	↑
CHF per USD	0,79	0,79	0,78	0,77	↓
USD per EUR	1,17	1,15	1,18	1,21	↑

MATERIE PRIME	2025	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁴
Brent, USD per barile	61	109	65	66	↑
Oro, USD per oncia troy	4'319	4'862	4'725	4'750	→
Rame, USD per tonnellata metrica	12'423	12'775	12'600	12'000	↓

Nota: Le opinioni sono aggiornate al 18 marzo 2026. Le previsioni e le stime di consenso presentate si basano sulle condizioni di mercato e sulle ipotesi attuali alla data indicata e sono soggette a modifiche senza preavviso. I risultati effettivi possono differire in modo significativo. Queste informazioni sono fornite esclusivamente a scopo illustrativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti né una raccomandazione. Si prega di fare riferimento alla dichiarazione di esclusione di responsabilità completa a pagina 17.

¹ Soggetto a revisioni (ad esempio, potenziali revisioni dei dati del Q4)

² Ultimo trimestre disponibile

³ Soggetto a revisioni

⁴ Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

⁵ ↑ sopra il consenso, → in linea con il consenso, ↓ sotto il consenso

Informativa e disclaimer

1. Disclaimer e fonti

Questo documento pubblicitario è stato prodotto da una o più aziende del Gruppo Vontobel (collettivamente «Vontobel») per distribuzione con clienti privati e istituzionale. Le informazioni, le analisi e le opinioni contenute in questo sito web sono state elaborate da Vontobel Asset Management. Vontobel Asset Management è il marchio che identifica l'attività di gestione patrimoniale di Vontobel Holding AG e delle sue affiliate a livello globale, inclusa Vontobel Asset Management, Inc.

Il presente documento ha scopo puramente informativo e non rappresenta una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di un titolo né alla presentazione di un'offerta di acquisto o sottoscrizione. L'analisi fornita in questo documento non costituisce né dovrebbe essere interpretata come un'approvazione di alcun partito politico.

Il presente materiale può contenere dichiarazioni previsionali, soggette a incertezze e contingenze al di fuori del controllo di Vontobel. I destinatari non devono fare eccessivo affidamento su tali dichiarazioni previsionali. Va notato che esiste il rischio che previsioni, stime, proiezioni e risultati descritti o impliciti in dichiarazioni previsionali possano rivelarsi errati.

La performance storica non è un indicatore della performance corrente o futura. Si avverte che il rendimento può aumentare o diminuire, per esempio a causa delle eventuali oscillazioni del cambio. Il valore del denaro investito può aumentare o diminuire e non esiste alcuna garanzia che sia possibile riscattare l'intero capitale investito o parte dello stesso. Investire comporta dei rischi, inclusa la possibilità di perdere il capitale investito, e i rendimenti positivi, compresi i redditi, non sono garantiti. I riferimenti alle società sono forniti solo a scopo illustrativo. Non si dovrebbe trarre alcuna conclusione sulla redditività o sulla performance di strumenti finanziari a esse associati. Non si dovrebbe presumere che un investimento sia o sarà redditizio. Il valore degli investimenti, come obbligazioni, azioni, valute, materie prime o oro, non è garantito e può variare a causa delle condizioni di mercato, della liquidità o dei tassi di cambio, tra gli altri fattori.

Il sito web di Vontobel Asset Management deve essere utilizzato solo a scopo informativo e non costituisce consulenza in materia di investimenti né un'opinione sulla pertinenza di alcun investimento, né un'offerta, sollecitazione o raccomandazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari, a effettuare transazioni o a concludere qualsiasi atto giuridico. L'adeguatezza delle informazioni fornite deve essere valutata in base ai vostri obiettivi, alla vostra situazione finanziaria e alle vostre esigenze. L'utilizzo delle informazioni qui contenute è a esclusiva discrezione del lettore.

Pur ritenendo che le informazioni ivi contenute provengano da fonti attendibili, Vontobel non può assumersi alcuna responsabilità in merito alla loro qualità, correttezza, attualità o completezza. Fatta eccezione per i casi consentiti dalla legge in vigore sui diritti d'autore, è fatto divieto di riprodurre, adattare, caricare su parti terze, collegare, inquadrare, pubblicare, distribuire o trasmettere queste informazioni in qualsiasi forma con qualsiasi processo senza lo specifico consenso scritto di Vontobel. Nella misura massima consentita dalla legge, Vontobel non sarà resa responsabile in alcun modo per eventuali perdite o danni subiti in seguito all'utilizzo o all'accesso a queste informazioni o a causa di un errore di Vontobel nel fornire queste informazioni. La nostra responsabilità per omissioni, violazioni contrattuali o infrazioni di qualsiasi legge come conseguenza di un nostro errore nel fornire queste informazioni o parte di esse, ovvero per qualsiasi problema connesso con queste informazioni, che non sia possibile escludere legittimamente, è limitata a nostra discrezione e nella misura massima consentita dalla legge, alla sostituzione delle presenti informazioni o parte di esse o al pagamento a voi per la sostituzione di queste informazioni o parti di esse. È vietata la distribuzione del presente documento o di copie dello stesso in giurisdizioni che non ne consentano legalmente la distribuzione. Le persone che ricevono il presente documento dovrebbero essere consapevoli di rispettare tali limitazioni. **In particolare il presente documento non deve essere distribuito o consegnato a US Persons e non deve essere distribuito negli Stati Uniti.**

Gli indici sono mostrati a solo scopo illustrativo, non sono gestiti e non tengono conto delle condizioni di mercato né dei costi associati agli investimenti. Inoltre, la strategia della società può impiegare tecniche e strumenti di investimento non utilizzati per generare la performance degli indici. Per questo motivo, la performance della società e quella degli indici non sono direttamente comparabili.

I dati MSCI sono solo per uso interno e non possono essere ridistribuiti o utilizzati in relazione alla creazione o all'offerta di cartolarizzazioni, prodotti finanziari o indici. Né MSCI né altre terze parti coinvolte o correlate alla compilazione, elaborazione o creazione

18 Informazioni legali

dei dati MSCI (le «Parti MSCI») forniscono garanzie o dichiarazioni esplicite o implicite in relazione a tali dati (o ai risultati da ottenere con l'utilizzo degli stessi), e le Parti MSCI declinano espressamente ogni garanzia di originalità, accuratezza, completezza, commerciabilità o idoneità per un particolare scopo rispetto a tali dati. Senza limitazione di quanto sopra, in nessun caso nessuna delle Parti MSCI potrà essere ritenuta responsabile per danni diretti, indiretti, speciali, speciali, punitivi, consequenziali o altri danni (compreso il lucro cessante) anche se notificati della possibilità di tali danni.

«BLOOMBERG®» e gli indici Bloomberg qui elencati (gli «Indici») sono marchi di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue affiliate, inclusa Bloomberg Index Services Limited («BISL»), l'amministratrice degli Indici (collettivamente, «Bloomberg») e sono stati concessi in licenza d'uso per determinati scopi dal distributore del presente documento (il «Licenziatario»). Bloomberg non è affiliata al Licenziatario e Bloomberg non approva, avalla, rivede o raccomanda i prodotti finanziari qui indicati (i «Prodotti»). Bloomberg non garantisce la tempestività, l'accuratezza o la completezza dei dati o delle informazioni relative ai Prodotti.

2. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

La distribuzione e la pubblicazione del presente documento e gli investimenti in esso descritti possono essere soggetti a limitazioni in alcune giurisdizioni, dovute alle leggi e alle normative locali. Questo documento e le informazioni in esso contenute possono essere distribuiti solamente nei Paesi in cui il produttore o il distributore è in possesso delle opportune licenze. Salvo indicato altrimenti nel presente documento, non si potrà presumere che il produttore o il distributore disponga delle licenze applicabili in un determinato Paese. Si noti che le seguenti informazioni specifiche per Paese devono essere rigorosamente osservate. Ad eccezione dei seguenti canali di distribuzione, la presente relazione di ricerca si riterrà distribuita dalla società indicata in copertina.

Information for German clients

This publication prepared by Bank Vontobel AG is distributed by Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

Informazione per investitori italiani

Il presente documento è redatto da Bank Vontobel AG e distribuito secondo la norma UE 2016/958 da Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano, autorizzata e regolata da Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glossario e fonti

¹ Una situazione in cui un'economia registra una crescita bassa o nulla, un'inflazione elevata e, spesso, un contemporaneo aumento della disoccupazione.

² L'uso di nuovi finanziamenti per sostenere o rifinanziare il debito in essere.

³ "Sottopeso" significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee attribuisce una preferenza inferiore a una classe di attivi o a una sotto-classe di attivi. Ciò riflette la convinzione che la classe di attivi sia meno attraente rispetto ad altre nell'attuale contesto di mercato. Non si tratta di una raccomandazione ad evitare completamente l'attivo, ma di un'indicazione a ridurne l'allocazione.

⁴ "Neutrale" significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee non attribuisce né una preferenza superiore né inferiore a una classe di attivi o a una sotto-classe di attivi. Ciò riflette una visione equilibrata, secondo la quale ci si attende che la classe di attivi performi in linea con la sua performance storica o con la media di mercato. Non si tratta di una raccomandazione ad agire, ma di un'indicazione a mantenere l'attuale allocazione.

⁵ "Sovrappeso" significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee attribuisce una preferenza superiore a una classe di attivi o a una sotto-classe di attivi. Ciò riflette la convinzione che la classe di attivi sia più attraente rispetto ad altre nell'attuale contesto di mercato. Non si tratta di una raccomandazione a investire massicciamente, ma di un'indicazione ad aumentare l'allocazione.

Le classificazioni "Sottopeso", "Neutrale" e "Sovrappeso" rappresentano valutazioni interne del comitato di investimento e non devono essere intese come raccomandazioni per i singoli investitori né come un invito all'azione. Riflettono semplicemente la visione di Vontobel sullo sviluppo atteso del valore di una specifica classe di attivi. Queste valutazioni vengono diffuse esclusivamente a scopo informativo a un pubblico più ampio e non sono adattate a un determinato gruppo di clienti.

⁶ Si riferisce a obbligazioni emesse da aziende con una solida salute finanziaria e un basso rischio di insolvenza. Offrono tassi di interesse più bassi perché sono considerate più sicure.

⁷ Si riferisce a obbligazioni emesse da aziende con profili di credito più deboli e un rischio di insolvenza più elevato. Offrono tassi di interesse più alti per compensare gli investitori per il maggiore rischio.

⁸ Si riferisce a fondi di investimento che detengono un paniere di attività, come azioni o obbligazioni, e che sono negoziati in borsa come singole azioni.

⁹ La politica di un governo volta ad aumentare la spesa pubblica o ridurre le imposte (o entrambe) per stimolare la crescita economica. Questo approccio viene generalmente utilizzato nei periodi di rallentamento economico o recessione per rafforzare la domanda aggregata, creare posti di lavoro e incoraggiare la spesa di famiglie e imprese. L'espansione fiscale è uno strumento chiave della politica di bilancio ed è spesso contrapposta alla restrizione fiscale, ossia la riduzione della spesa pubblica o l'aumento delle imposte per raffreddare un'economia surriscaldata.

¹⁰ Fonte: articolo CNBC pubblicato il 30 ottobre 2025. www.cnbc.com/2025/10/30/bank-of-japan-holds-rates-in-first-meeting-after-abenomics-proponent-takaichi-took-power.html

¹¹ L'Articolo 9 prevede: «Aspirando sinceramente a una pace internazionale fondata sulla giustizia e sull'ordine, il popolo giapponese rinuncia per sempre alla guerra, quale diritto sovrano della Nazione, e alla minaccia o all'uso della forza quale mezzo per risolvere le controversie internazionali. Per conseguire l'obiettivo di cui al comma precedente, non saranno mantenute forze di terra, del mare e dell'aria, e nemmeno altri mezzi bellici. Il diritto di belligeranza dello Stato non sarà riconosciuto.», cfr. [japan.kantei.go.jp/constitution_and_government_of_japan/constitution_e.html](https://www.kantei.go.jp/constitution_and_government_of_japan/constitution_e.html)

¹² Fonte: articolo Kyodo News pubblicato il 7 novembre 2025. english.kyodonews.net/articles/-/64475

¹³ Con Abenomics si intendono le politiche economiche implementate dall'ex Primo ministro giapponese Shinzo Abe, in carica dal 2012 al 2020. Il termine è una combinazione di «Abe» ed «economics». L'Abenomics mirava a rivitalizzare l'economia stagnante del Giappone, che per decenni ha fatto i conti con la deflazione, una crescita scarsa e un debito pubblico elevato.

¹⁴ Fonte: articolo Japan Times pubblicato il 25 febbraio 2026. www.japantimes.co.jp/business/2026/02/25/economy/new-boj-board-members/

¹⁵ Il termine si riferisce agli investitori che vendono titoli di Stato per protestare o punire politiche pubbliche ritenute irresponsabili, soprattutto quando tali politiche potrebbero aumentare inflazione o debito.

¹⁶ Una strategia di investimento in cui gli investitori prendono a prestito yen a tassi molto bassi e li investono in asset o valute con tassi d'interesse più elevati per guadagnare la differenza.

¹⁷ Il Qatar rappresenta per il 20 per cento della produzione globale di gas naturale.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

