

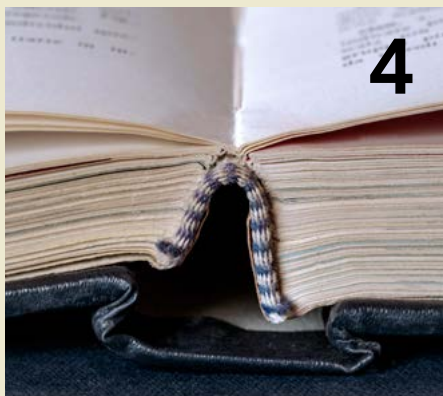
Vontobel

Investors' Outlook

Si volta pagina

Dicembre 2025

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Un capitolo volatile per i mercati

6 Mercato in sintesi

Multipolarismo – Il nuovo ordine mondiale

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 29 gennaio 2026)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
3 dicembre 2025

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 17

Si volta pagina



—
Dan Scott
 Head Multi Asset,
 Chief Investment Officer,
 Vontobel

Gentili lettori,

siamo giunti all'ultimo capitolo dell'anno e i mercati si avviano alla chiusura con un approccio cauto e riflessivo, prima di ripartire per il 2026.

Il mese scorso il dibattito sulle valutazioni dei titoli tecnologici si è intensificato, con un certo nervosismo sui mercati riguardo alle infrastrutture per l'intelligenza artificiale (IA) e al ritmo sostenuto degli investimenti. Gli utili del terzo trimestre e l'outlook robusto di Nvidia hanno allentato in parte le preoccupazioni.

Il modo in cui gli operatori del mercato paragonano gli sviluppi nel settore dell'IA con il periodo della bolla dot-com mostra un approccio particolarmente vigile: il timore di un ciclo di capex guidato dall'hype – che potrebbe portare a un eccesso di investimenti e alla svalutazione degli asset – sta influenzando il comportamento degli investitori, ancor prima che la bolla si formi. A ogni modo, riteniamo che questo allontanamento dalla cieca euforia nei confronti dell'IA sia positivo e abbia consentito ai multipli del settore tech di consolidarsi.

È inoltre incoraggiante che il mercato non sia più ossessionato da banche centrali, inflazione e politica monetaria. L'inflazione e i timori correlati sembrano perlopiù sotto controllo e le banche centrali del mondo sviluppato stanno tagliando i tassi d'interesse. La US Federal Reserve (Fed) continua ad allentare la politica, pur se con un ritmo potenzialmente più lento, ma la direzione di marcia è ormai chiara.

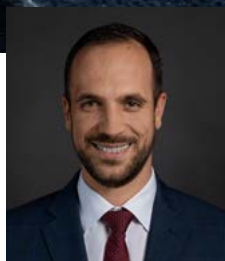
Gli investitori hanno esaminato gli ultimi verbali della Fed e il report posticipato sull'occupazione di settembre, cercando anticipazioni sulla prossima decisione sui tassi. Le aspettative di un taglio dei tassi hanno oscillato bruscamente, scendendo sotto il 50% prima di tornare a salire, mentre un taglio dei tassi veniva nuovamente scontato dal mercato¹. I verbali della riunione di ottobre mostrano opinioni divergenti sulla possibilità di tenere fermi i tassi a dicembre. A settembre, la crescita dell'occupazione ha superato le attese mentre il tasso di disoccupazione è aumentato. A nostro avviso, non è particolarmente rilevante se la Fed taglierà i tassi a dicembre o all'inizio del 2026; riteniamo invece importante che i mercati ricevano indicazioni sui tassi neutrali.

L'attenzione sta tornando agli utili societari, in particolare alle implicazioni per la salute complessiva del mercato. Riteniamo che questo sarà l'approccio più comune con l'avvio del 2026.

In questo Investors' Outlook, troverete un approfondimento della Multi Asset Boutique sul mondo multipolare di oggi – utile a comprendere come l'attuale contesto geopolitico possa influenzare gli investimenti – un'analisi sul mercato della soia e alcune riflessioni sull'IA.

La pubblicazione tornerà con l'edizione di febbraio. Nel frattempo, vi ringraziamo per la vostra fiducia e collaborazione. Continueremo a seguire la narrazione del mercato, pronti a cogliere eventuali sorprese.

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 19



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

Un capitolo volatile per i mercati

Novembre è stato un mese volatile: il miglioramento dei rapporti commerciali e la fine del più lungo shutdown della storia americana hanno coinciso con il calo della fiducia nell'IA e nelle criptovalute.

I rapporti commerciali sono migliorati, con concessioni reciproche tra USA e Cina. Washington ha inoltre ridotto i dazi su oltre 200 prodotti alimentari e bevande, e ha raggiunto un accordo preliminare per ridurre quelli applicati alla Svizzera, segnalando un possibile allentamento delle tensioni globali in futuro. Secondo i sondaggi, le preoccupazioni legate all'accessibilità economica hanno pesato sul tasso di gradimento di Trump e penalizzato i candidati Repubblicani alle recenti elezioni².

I 43 giorni di shutdown del governo USA si sono conclusi con un pacchetto di finanziamenti che garantirà l'operatività fino al 30 gennaio. Gli istituti di statistica avevano sospeso l'attività, ritardando l'uscita dei dati di settembre e interrompendo la raccolta di quelli di ottobre. Con il ritorno alla normalità i mercati saranno inondati di nuove informazioni nelle prossime settimane, ma gli investitori

potrebbero metterne in dubbio l'attendibilità. Questi sviluppi sono stati in parte adombrati dal crescente scetticismo degli investitori sui titoli legati all'IA, il cui rally potrebbe concludersi con una bolla. Le criptovalute hanno registrato un sell-off di USD 1'000 miliardi.

La politica monetaria potrebbe restare accomodante il prossimo anno, e i leader adotteranno un approccio pro-crescita impegnandosi a ridurre l'incertezza politica. Mentre gli investitori discutono un possibile taglio dei tassi da parte della Fed a dicembre, noi ci concentriamo soprattutto sul fatto che le autorità segnalino un impegno duraturo a proseguire con i tagli. Con l'avvicinarsi delle elezioni di metà mandato, prevediamo un maggiore sforzo per mitigare le incertezze – già evidente dal ritiro dei dazi sugli alimentari da parte di Trump, dal suo tono più conciliante verso partner come Cina e Svizzera e dalla sua rara ammissione di un calo del tasso di gradimento³.

Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO ⁴		NEUTRALE ⁵	SOVRAPPEO ⁶		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Rimaniamo neutrali sulla liquidità e siamo pronti a impiegarla al presentarsi di nuove opportunità.
2 Obbligazioni		→				Nel reddito fisso, favoriamo titoli di Stato e obbligazioni dei mercati emergenti (ME) mantenendo un posizionamento neutrale. Restiamo sottopesati sulle obbligazioni corporate investment grade (IG): con la compressione degli spread dal Liberation Day, i rendimenti attuali offrono una remunerazione insufficiente rispetto al passato, soprattutto considerando i rischi e la volatilità di mercato. Per ragioni analoghe, restiamo sottopesati anche sulle obbligazioni high yield.
3 Azioni				→		Se saranno confermate le nostre ipotesi di base – politiche monetarie e fiscali globali di supporto e un orientamento politico pro-crescita – le azioni continueranno probabilmente a sovraperformare le obbligazioni. Di conseguenza, manteniamo una posizione di sovrappeso sull'azionario. Pur riconoscendo che alcune valutazioni azionarie, soprattutto negli Stati Uniti, appaiono elevate, le nostre preferenze regionali (azioni di Eurozona e ME) trattano a livelli più interessanti. Oltre alle valutazioni favorevoli, riteniamo che queste due regioni beneficerebbero di un deprezzamento del dollaro USA e delle misure di stimolo domestiche. Manteniamo una posizione neutrale sulle azioni svizzere, statunitensi e giapponesi.
4 Oro			→			La nostra view sull'oro è neutrale. Il metallo giallo tratta attorno a USD 4'200 per oncia, con un rialzo di circa il 60% da inizio anno (in USD). Tuttavia, l'oro sembra entrato in una fase più volatile, in cui oscillazioni di prezzo marcate, al rialzo o al ribasso, stanno diventando la nuova normalità. Anche se i driver di lungo periodo – timori legati all'indebitamento, rischi di debaseamento valutario e tentativi di «de-dollarizzazione» da parte delle banche centrali – restano intatti, gli investitori, soprattutto quelli che trattano fondi negoziati in borsa, sembrano attendere un nuovo catalizzatore. Nel breve termine, rischi come un rimbalzo del dollaro e un rallentamento nel ritmo dei tagli dei tassi stanno tornando al centro dell'attenzione.
5 Materie prime			→			Manteniamo un posizionamento neutrale sulle materie prime. L'economia globale ha registrato una crescita inferiore al potenziale per gran parte del 2025, frenata dalle guerre commerciali e dall'incertezza politica. Se le nostre ipotesi economiche si riveleranno corrette, questa asset class ciclica potrebbe muoversi al rialzo. Tuttavia, prima di passare a una posizione di sovrappeso, preferiremmo osservare una riduzione dell'eccesso di offerta nei mercati petroliferi globali.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e l'immobiliare.

Nota: Le opinioni sono aggiornate a novembre 2025. Soggette a modifiche senza preavviso.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

Multipolarismo – Il nuovo ordine mondiale

Mentre emergono nuove potenze e le vecchie alleanze vengono messe alla prova, il mondo si trova a un bivio.





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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Per secoli, l'ordine globale è stato plasmato dall'ascesa e dal declino delle grandi potenze, determinati dalla supremazia economica, dalle rivoluzioni industriali e dai cambiamenti nelle alleanze geopolitiche. Il XIX secolo è stato definito dalla Pax Britannica (1815–1914), un periodo di relativa stabilità garantito dal primato navale ed economico del Regno Unito, sostenuto dalla Rivoluzione Industriale e dall'espansione coloniale. Questo ordine ha iniziato a sgretolarsi agli inizi del XX secolo, quando il caos delle due guerre mondiali ha sconvolto confini, economie e alleanze. Il dopoguerra ha lasciato spazio alla Guerra Fredda (1947–1991), un periodo dominato dalla rivalità

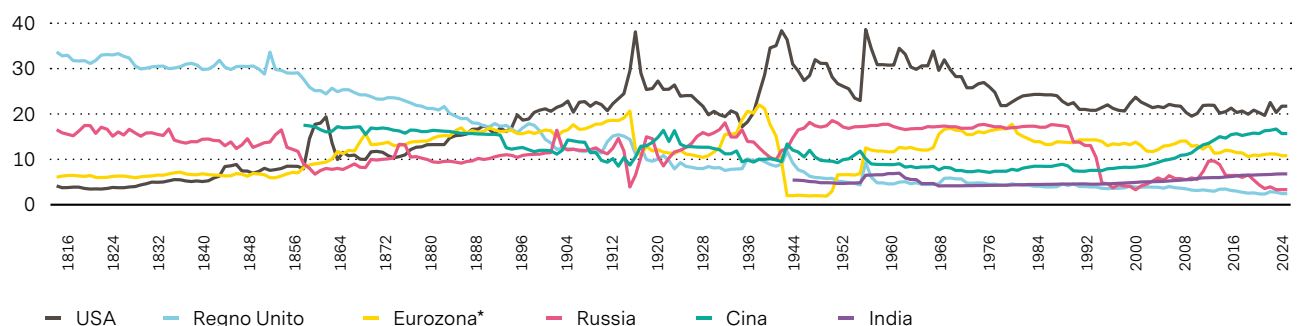
ideologica e militare tra Stati Uniti e Unione Sovietica. Con la caduta del Muro di Berlino, gli Stati Uniti sono emersi come potenza globale incontrastata, inaugurando la Pax Americana, un periodo di globalizzazione e integrazione economica guidato da Washington (grafico 1).

Dai primi anni 2000, tuttavia, la Pax Americana ha mostrato segnali di tensione. Sul fronte commerciale, uno dei primi cambiamenti significativi si è verificato nel 2001, quando la Cina è entrata nell'Organizzazione Mondiale del Commercio, accelerando la sua ascesa a potenza economica globale e sfidando la supremazia statunitense negli scambi internazionali. La Belt and Road Initiative⁷, lanciata nel 2013, ha ampliato la portata economica e geopolitica di Pechino attraverso il finanziamento di progetti infrastrutturali, soprattutto nei mercati emergenti.

L'erosione graduale della Pax Americana è evidente nei dati. La Cina è diventata la seconda economia mondiale, con un'entità ormai paragonabile a quella dell'intera Unione Europea. Gli Stati Uniti rimangono la prima economia globale, ma la loro supremazia si è ridotta in alcuni ambiti chiave: la loro quota della catena del valore manifatturiera globale è scesa dal 25% nel 2000 al 17% nel 2023, mentre la quota della spesa militare mondiale è scesa dal 53% al 43% circa nello stesso periodo.

Dalla Pax Britannica (1815 – 1914) al caos delle Guerre Mondiali (1914 – 1945), alla Guerra Fredda (1945 – 1991) alla Pax Americana (fino al 2008)

Indice del potere geopolitico

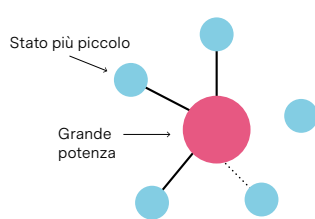


*Eurozona comprende Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi.

Nota: i dati precedenti al 1990 si basano sull'indice di capacità nazionale, i dati successivi al 1990 sono calcolati in base alla popolazione totale e urbana, al prodotto interno lordo (PIL), alle importazioni, alle spese militari, alle esportazioni di armi e al consumo di energia primaria.

Grafico 2: Tre tipi di ordine mondiale

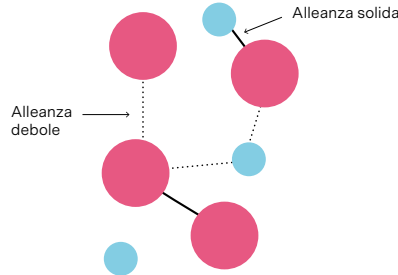
Unipolarismo



Una superpotenza domina l'ordine globale, senza altri Stati in grado di metterne in discussione lo status

Esempio:
Pax Americana (1991 – 2008)

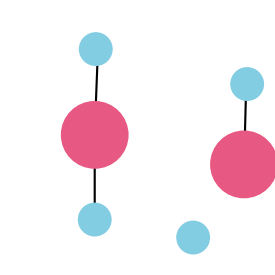
Multipolarismo



Tre o più grandi potenze competono per il dominio globale, senza una singola potenza egemone

Esempio:
Gran parte dei periodi storici

Bipolarismo



Due grandi superpotenze competono per il dominio, forzando gli altri a prendere posizione

Esempio:
Guerra Fredda (1945 – 1991)

Fonte: The Tragedy of Great Power Politics (John Mearsheimer), Vontobel; dati al 3 dicembre 2025.

Sul fronte del sentiment, la crisi finanziaria del 2008 ha esposto le vulnerabilità del sistema dominato dagli USA, minando la fiducia internazionale nel modello economico americano e spingendo molti governi a diversificare le proprie partnership economiche. L'elezione di Donald Trump nel 2016 – e poi nel 2024 – ha rappresentato un ulteriore punto di svolta: le sue politiche «America First» e il ritiro dagli accordi multilaterali hanno segnalato un passo indietro rispetto al ruolo stabilizzatore che Washington aveva a lungo svolto negli affari globali.

Un recente sondaggio Ipsos⁹ condotto in 29 Paesi nell'aprile 2025 evidenzia il deterioramento della reputazione globale degli Stati Uniti. Alla domanda se gli Stati Uniti esercitino un'influenza positiva sugli affari mondiali, solo il 46% degli intervistati ha risposto affermativamente – un forte calo rispetto al 59% registrato tra settembre e ottobre 2024, poco prima della rielezione di Trump. Il danno reputazionale emerge in modo particolarmente marcato nei Paesi tradizionalmente considerati alleati stretti. In Canada, ad esempio, la quota di intervistati che valutano favorevolmente gli Stati Uniti è crollata dal 52% al 19%.

Ma sembra che anche gli americani stessi siano sempre più stanchi del ruolo di «poliziotto del mondo» degli Stati Uniti. I risultati del World Values Survey¹⁰, condotto tra il 2017 e il 2022, mostrano un significativo divario generazionale sul tema dell'impegno militare. Alla domanda se sarebbero disposti a combattere per il proprio Paese in

caso di guerra, solo il 41% degli americani tra i 15 e i 24 anni ha risposto sì. Questo dato risulta in netto contrasto rispetto al 72% della fascia d'età 55–64 anni, ma anche con la media dei 91 Paesi partecipanti al sondaggio: il 68,5% dei più giovani e il 64% dei più anziani si dichiarano disposti a combattere. In Cina, la disponibilità è ancora più elevata: circa il 90% degli intervistati, in tutte le fasce d'età, ha dichiarato che sarebbe pronto a servire il Paese.

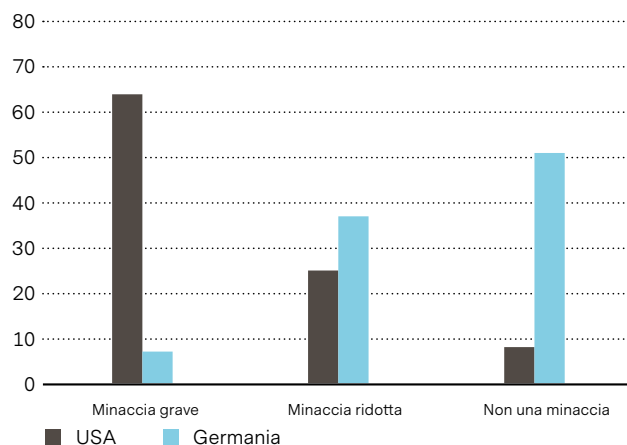
E questo solleva un interrogativo fondamentale: quale sarà il nuovo ordine mondiale negli anni a venire?

Comprendere unipolarismo, bipolarismo e multipolarismo nelle dinamiche del potere globale

I concetti di unipolarismo, bipolarismo e multipolarismo aiutano a spiegare questi cambiamenti nelle dinamiche del potere globale (grafico 2). L'unipolarismo descrive un mondo dominato da una singola superpotenza, come durante l'era della Pax Americana. Il bipolarismo si riferisce a un sistema in cui due potenze o blocchi dominanti competono per l'influenza, come gli Stati Uniti e l'Unione Sovietica durante la Guerra Fredda. Il multipolarismo, invece, è caratterizzato dalla distribuzione del potere tra più Stati o blocchi influenti, che crea un contesto globale più frammentato e competitivo.

Grafico 3: Gli alleati europei non considerano la Cina una minaccia per la sicurezza

Risposte, in %*



*Quota degli intervistati secondo cui la Cina rappresenta una minaccia militare per la sicurezza interna.

Fonte: Sondaggi centro ricerca PEW e Körber Stiftung condotto nell'estate 2022, LSEG, Vontobel; dati al 10 novembre 2025.

Perché multipolarismo e non bipolarismo?

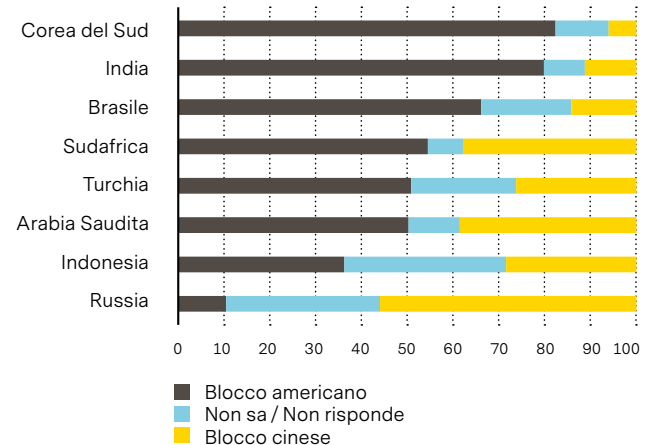
Per alcuni, la crescente rivalità tra Stati Uniti e Cina ha riaperto il ricordo dello scontro ideologico della Guerra Fredda, alimentando il timore di un possibile ritorno a un ordine mondiale bipolare. Tuttavia, riteniamo che il nuovo scenario globale possa essere descritto più accuratamente come un ordine mondiale multipolare.

Perché? In primo luogo, riteniamo che né la Cina né gli Stati Uniti siano realmente pronti per un mondo bipolare. Nel caso della Cina questo risulta particolarmente chiaro se si confronta il peso economico e militare del presunto blocco cinese (Cina, Russia e Iran) rispetto a quello occidentale (Stati Uniti, UE, Regno Unito, Canada, Australia, Giappone e Corea del Sud). In termini di quota del PIL globale, lo schieramento cinese rappresentava circa il 19% nel 2024, mentre quello occidentale deteneva circa il 56%. La conclusione logica, per l'economia cinese fortemente orientata all'export, è che necessita di mercati al di là della propria «alleanza». Una dinamica simile emerge osservando la spesa militare come percentuale della spesa globale: la fazione occidentale rappresenta circa il 57% della spesa militare mondiale, contro appena il 18% di quella cinese.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, a differenza del periodo della Guerra Fredda, potrebbero oggi avere un interesse a mantenere relazioni commerciali con la Cina. Questo risulta particolarmente evidente nel quasi-

Grafico 4: Molte potenze globali minori scelgono alleanze in modo pragmatico, tra economia e sicurezza

Risposte, in %*



*Risposte alla domanda: Se il Suo Paese fosse obbligato a scegliere tra l'essere parte di un blocco americano o di un blocco cinese, quale preferirebbe?

Fonte: LSEG, Vontobel; 10 novembre 2025.

monopolio cinese sulle terre rare, fondamentali per la produzione di componenti come magneti, catalizzatori e fosfori impiegati nelle tecnologie per le energie rinnovabili, nell'elettronica e nella difesa. Si stima che la Cina detenga metà delle riserve globali di terre rare, produca il 69% dell'offerta mineraria mondiale e il 92% della raffinazione. Domina, inoltre, la produzione di magneti, con uno straordinario 98% dell'output globale.

Oltretutto, gli Stati Uniti non sembrano comportarsi come se volessero instaurare un mondo bipolare. Washington ha infatti imposto dazi a un'ampia gamma di Paesi, indipendentemente dal fatto che siano (potenziali) alleati contro la Cina.

A favore di un ordine multipolare vi è anche il fatto che gli alleati europei, ad esempio, hanno una percezione leggermente diversa del rischio che la Cina rappresenti una minaccia alla sicurezza militare (grafico 3). Mentre oltre il 60% degli intervistati statunitensi considera la Cina una minaccia significativa per la sicurezza interna, solo il 7% dei tedeschi condivide questa opinione. Di fatto, il 51% degli intervistati tedeschi ha dichiarato di non considerare la Cina una minaccia militare.

L'attuale ordine mondiale multipolare emerge chiaramente anche analizzando le prospettive delle potenze regionali (grafico 4). Alla domanda su quale blocco il proprio Paese dovrebbe scegliere se costretto tra quello americano e

10 Mercato in sintesi

quello cinese, oltre il 35% degli intervistati indonesiani e più del 33% di quelli russi si è dichiarato indeciso. In Arabia Saudita, circa metà degli intervistati ha favorito il blocco americano, mentre il 38% si è detto più incline ad allinearsi con la Cina. Ciò suggerisce che, anziché aderire ciecamente a un'ideologia, molti Paesi scelgono le proprie alleanze in modo pragmatico, dando priorità agli interessi economici e di sicurezza. Un ulteriore esempio si è verificato nel maggio 2022, quando le Nazioni Unite hanno votato una risoluzione che condannava l'invasione russa dell'Ucraina: la maggioranza ha sostenuto il provvedimento, ma ben 34 Paesi – tra cui attori influenti come India, Vietnam e Sudafrica – si sono astenuti, mentre sei hanno votato contro.

Conseguenze per la sicurezza del nuovo ordine mondiale

L'emergere di un nuovo ordine mondiale multipolare comporta implicazioni per la sicurezza sia a livello globale che nazionale. A livello globale, l'assenza di una singola potenza dominante in grado di garantire stabilità coincide con un aumento del numero di conflitti. Secondo l'Uppsala Conflict Data Program, il numero di conflitti interstatali e di conflitti interni internazionalizzati è salito da valori a cifra singola nei primi anni della Pax Americana a oltre 50 dal 2019¹¹.

Tuttavia, riteniamo che l'aumento del numero di conflitti non implichi l'imminenza di una Terza Guerra Mondiale. La proliferazione di armi nucleari – stimate in circa 4'309 testate per la Russia, 3'700 per gli Stati Uniti e 600 per la Cina – ha modificato la natura delle ostilità, orientandole verso conflitti per procura, in cui le grandi potenze competono indirettamente attraverso alleati regionali, creando ulteriore instabilità nei Paesi più fragili¹².

A livello nazionale, molti Stati – in particolare in Europa – si trovano ad affrontare un aumento del costo della sicurezza, poiché sono chiamati a rafforzare le proprie capacità di difesa in risposta alle minacce crescenti e alle minori garanzie offerte dagli Stati Uniti. Secondo i dati dello Stockholm International Peace Research Institute, negli ultimi dieci anni ogni membro della NATO, a eccezione degli Stati Uniti, ha aumentato la spesa militare in percentuale del PIL¹³. A nostro avviso, le pressioni per incrementare ulteriormente i contributi alla difesa rimarranno elevate.

Anche i Paesi asiatici dovranno probabilmente sostenere costi di sicurezza crescenti. Per decenni gli Stati Uniti hanno mantenuto una forte presenza in Medio Oriente attraverso una rete di basi aeree e navali, garantendo la sicurezza nella regione. Tuttavia, l'evoluzione delle priorità

e dei rapporti con i Paesi ospitanti sta portando a un riposizionamento, geografico e operativo, delle forze statunitensi. Tale cambiamento è particolarmente rilevante considerando che la maggior parte del petrolio medio orientale è oggi destinata all'Asia, con Cina e India come principali acquirenti individuali.

Infine, Taiwan rappresenta una nuova fonte di rischio da monitorare. La rivendicazione cinese sull'isola non è una novità: sebbene Taiwan sia di fatto una democrazia autonoma dal 1949, Pechino continua a considerarla parte integrante del proprio territorio in base al principio di «Una sola Cina¹⁴». Le tensioni si sono però intensificate negli ultimi anni, anche a causa della crescente competizione tecnologica nel settore dei semiconduttori. Il ruolo di Taiwan nella produzione globale è cruciale: l'isola rappresenta oltre il 60% della capacità mondiale di produzione di semiconduttori e più del 90% dei chip più avanzati.

Riteniamo che il rischio di un'azione più assertiva da parte della Cina sia in aumento: più Pechino si rafforza, maggiore diventa la probabilità che tenti di assumere il controllo dell'isola (uno scenario difficilmente ipotizzabile in un mondo unipolare). Per il momento, la Cina è ancora troppo debole e isolata per agire in modo decisivo. Tuttavia, più passa il tempo, più la popolazione taiwanese si allontana dall'identità cinese. Secondo i dati dell'Election Study Center della National Chengchi University¹⁵, oltre il 62% dei partecipanti si identificava come taiwanese nel 2025, rispetto al 17%–20% dei primi anni '90; nello stesso periodo, la quota di chi si identifica come cinese è scesa dal 25% al 2,3%. Questo progressivo distacco si riflette anche nei dati commerciali. Nel 2021, il 30% delle esportazioni taiwanesi era diretto in Cina; alla fine del 2025 la quota era diminuita al 16%. Parallelamente, le esportazioni taiwanesi verso gli Stati Uniti sono aumentate dal 15% del 2021 a oltre il 27%.

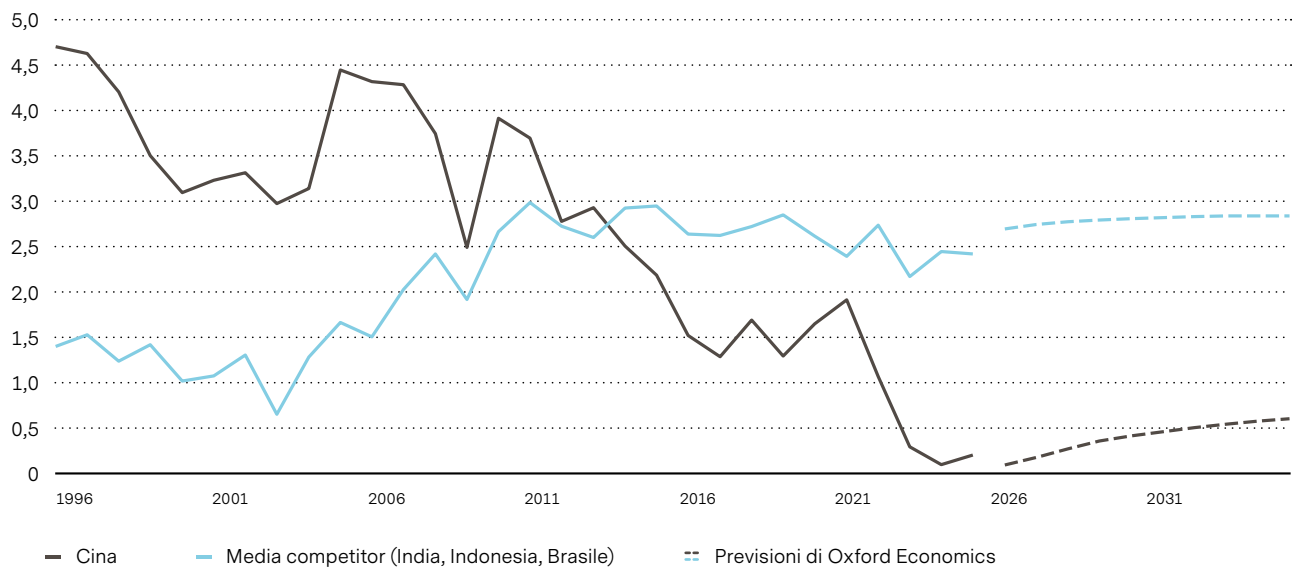
Conseguenze economiche del nuovo ordine mondiale

Le conseguenze economiche della nuova realtà multipolare dipendono dal punto di vista adottato. Gli ottimisti sostengono che la competizione tra potenze globali potrebbe stimolare gli investimenti, avviando una sorta di «corsa allo spazio» moderna; inoltre, una maggiore diversificazione ridurrebbe la dipendenza da un'unica economia dominante e la politica estera dovrebbe essere valutata in modo realistico – riconoscendo che gli interessi nazionali prevalgono su amicizie o rivalità permanenti.

Secondo i pessimisti, invece, l'aumento delle incertezze intrinseche in un mondo multipolare indurrà imprese e consumatori a rinviare decisioni, l'inasprimento dei vincoli agli scambi limiterà la crescita e le catene di approvvigio-

Grafico 5: Le potenze regionali emergenti hanno recentemente attirato più IDE a spese della Cina

Investimenti diretti esteri (afflussi), in % del PIL



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 20 novembre 2025.

namento globali diventeranno più vulnerabili in assenza di una singola potenza egemone. Temono inoltre un aumento nel numero di conflitti, inclusi quelli combattuti per procura.

I potenziali beneficiari del nuovo ordine mondiale

A nostro avviso, tre categorie di Paesi sono posizionate per trarre vantaggio da un mondo multipolare.

- **Potenze regionali emergenti.** Un contesto multipolare tende a intensificare la competizione tra le grandi potenze per l'influenza, le partnership commerciali e le opportunità di investimento. Le economie emergenti possono sfruttare questa rivalità per negoziare condizioni più favorevoli, attrarre flussi di investimenti diretti esteri e accedere a tecnologie avanzate (grafico 5). Esempi: India, Brasile e Indonesia.
- **Paesi ricchi di risorse naturali.** I Paesi che vantano abbondanti risorse naturali guadagnano importanza strategica, poiché più attori globali competono per potervi accedere. Questo può tradursi in maggiori entrate e condizioni più vantaggiose per i Paesi esportatori. Esempi: Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Cile.

- **Hub manifatturieri emergenti.** Gli Stati che diversificano i propri rapporti commerciali e riducono la dipendenza da una singola potenza dominante – come Stati Uniti o Cina – possono costruire percorsi di crescita più equilibrati. Inoltre, i Paesi a basso costo possono aumentare la propria quota nella produzione globale, mentre le grandi potenze continuano a competere l'una contro l'altra. Esempi: Vietnam, Bangladesh e Polonia.

Detto ciò, riteniamo che i Paesi intenzionati a cogliere queste opportunità debbano innanzitutto «fare i compiti a casa»: rafforzare i propri assetti nazionali, affrontare le fragilità sistemiche e promuovere uno sviluppo sostenibile. Solo così potranno affermarsi come attori affidabili e credibili sulla scena internazionale.

Leggere tra le righe



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

Lo shutdown del governo USA ha fatto saltare dal calendario alcuni dati chiave – dall’occupazione alla crescita – mentre gli investitori tentano di valutare lo stato di avanzamento del ciclo economico. Senza i consueti punti di riferimento, i mercati si affidano alle news e alle dichiarazioni delle banche centrali, con il rischio di maggiore volatilità anche se i fondamentali restano intatti.

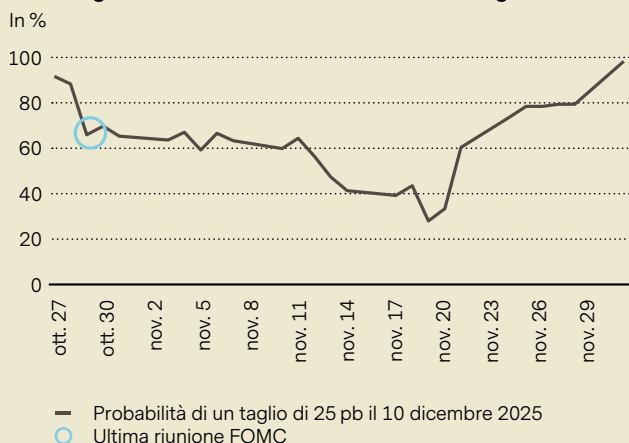
Quali sono le aspettative sulla Fed? Il mercato aveva ridimensionato la probabilità di un terzo taglio dei tassi, poiché i membri più hawkish ritenevano l’inflazione ancora troppo elevata. La probabilità implicita di un taglio di 25 punti base (pb) era scesa da quasi il 70% a circa il 30%. Successivamente, però, il quadro si è nuovamente ribaltato: una serie di commenti più dovish da parte di alcuni esponenti chiave della Fed, che hanno sottolineato segnali di rallentamento nel mercato del lavoro, ha riportato tali aspettative verso l’alto (grafico 1). Che la Fed decida o meno di tagliare a dicembre, Powell dovrà mantenere unito un comitato frammentato, con dati limitati a disposizione.

Il mercato obbligazionario incontra il superciclo dell’IA

Da settembre, Oracle, Microsoft, Meta, Alphabet e Amazon hanno emesso circa USD 88 miliardi di obbligazioni legate all’IA e al cloud. Oracle ha raccolto 18 miliardi a settembre, Meta ne ha emessi 30 nella sua operazione più grande di sempre (con scadenze da 5 a 40 anni), Alphabet ha collocato 25 miliardi a inizio novembre e Amazon ha seguito con 15. Meta ha strutturato un pacchetto di debito privato da USD 27 miliardi per il campus di data center Hyperion, finanziato soprattutto tramite credito privato e fondi obbligazionari in joint venture. La leva resta fuori dal suo bilancio, ma emerge la stessa tendenza: l’infrastruttura IA è sempre più sostenuta da debito a lunga scadenza, non solo da utili o capitale proprio.

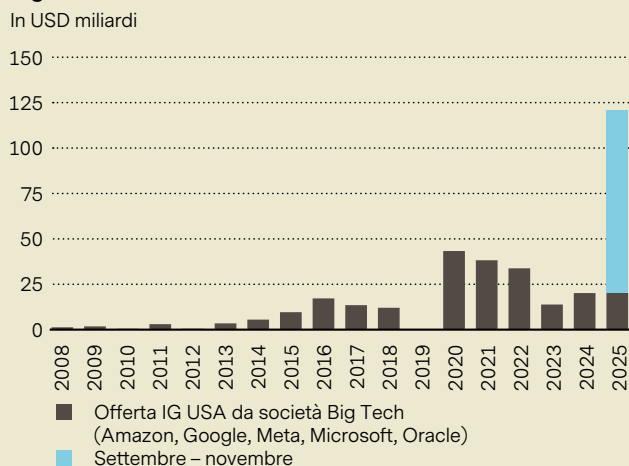
Queste società non effettuano emissioni per mancanza di liquidità. L’IA richiede enormi investimenti in data center, energia, reti e GPU¹⁶, e le obbligazioni a lunga scadenza sono una soluzione perfetta per asset con orizzonti di vita estesi. Con bilanci solidi e leva contenuta, aggiungere debito IG permette di ridurre i costi di finanziamento, preservare liquidità e lasciare spazio per buyback e dividendi. Il risultato è un’ondata di emissioni a lunga scadenza e incentrate sull’IA di emittenti di alta qualità (grafico 2). Sulle scadenze brevi, le obbligazioni hanno un carry molto interessante. Sulle scadenze più lunghe si tratta di una scommessa: il superciclo di capex nell’IA produrrà flussi di cassa in grado di compensare il rischio Big Tech per 30–40 anni con spread ridotti? In definitiva anche gli obbligazionisti, come gli azionisti, devono chiedersi quanto sia sostenibile l’attuale boom di spesa legato all’IA.

Grafico 1: I commenti della Fed mandano le aspettative di un taglio dei tassi a dicembre sulle montagne russe



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 1° dicembre 2025.

Grafico 2: Il mercato del credito inondato da emissioni legate all’IA



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 novembre 2025.

In tensione, ma senza cedimenti



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

Le preoccupazioni per una possibile bolla dell'IA sono aumentate, così come i dubbi sulla monetizzazione e sul finanziamento degli investimenti nel settore, con un ruolo crescente della leva finanziaria.

A inizio novembre, molti elementi del tanto atteso consolidamento di mercato erano già presenti: alcuni segmenti dell'azionario erano ai massimi storici, le valutazioni statunitensi si avvicinavano al record degli ultimi 15 anni e l'ampiezza del mercato restava ridotta. I titoli tecnologici e quelli legati all'IA, soprattutto le mega-cap USA, hanno dominato la performance da inizio anno, rendendo sempre più probabile una correzione.

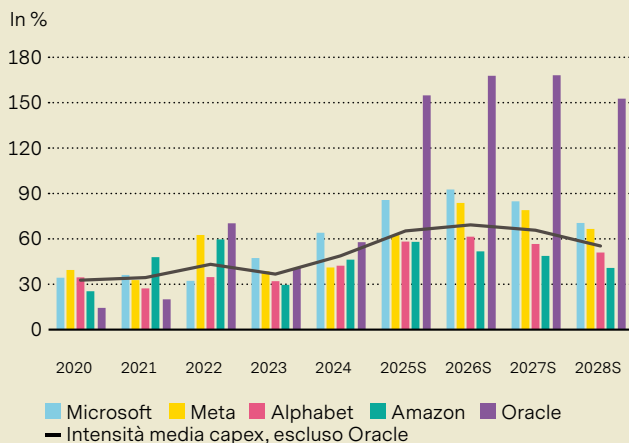
Si è inoltre acceso il dibattito sulla possibile formazione di una bolla. La visibilità sui ricavi generati da una tecnologia ancora emergente resta limitata. Inoltre, il forte aumento del capex nell'IA e le numerose modalità di finanziamento – dall'emissione di debito al venture capital, fino a strutture fuori bilancio più creative – hanno iniziato a suscitare scetticismo. Il nostro punto di vista resta costruttivo.

In termini di ricavi, è importante riconoscere che l'adozione dell'IA è ancora in fase iniziale. Gli investimenti infrastrutturali sono essenziali per garantire la crescita futura, l'uso da parte di consumatori e imprese e la continuità dell'innovazione. Pur con una visibilità ridotta, i ricavi legati all'IA sono già ampi e in rapida crescita, con una penetrazione del mercato stimata inferiore all'1%. Per gran parte degli hyperscaler, la crescita dei ricavi, la struttura dei margini, i flussi di cassa operativi e l'intensità del capex restano solidi (grafico 1) – un'altra chiara differenza rispetto al periodo della bolla dot-com.

Guardando avanti, i circa USD 3'000 miliardi destinati alle infrastrutture IA nei prossimi tre anni dovrebbero essere finanziati in gran parte con risorse interne – flussi di cassa operativi e private equity – e solo il 40% con credito privato o emissioni obbligazionarie (grafico 2). Sebbene l'emissione di debito nel settore tech sia aumentata di recente, soprattutto tra gli hyperscaler, la leva rimane contenuta. Monitoriamo con attenzione i mercati del credito, ma l'attuale pricing dei credit default swap indica livelli di stress moderati in pochi casi isolati, lontani da quelli tipici delle fasi di bolla.

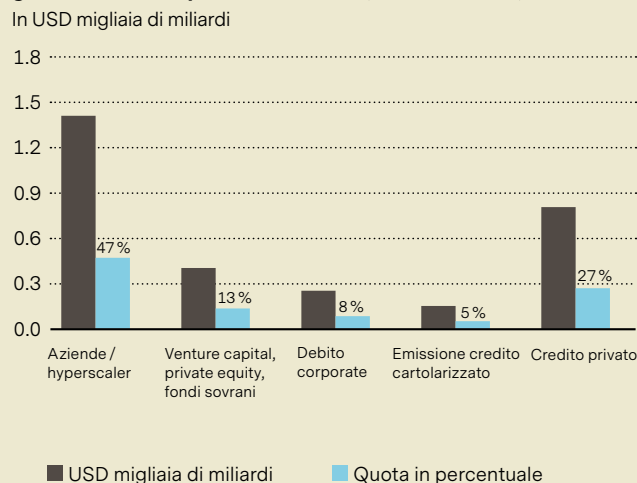
Volatilità a parte, riteniamo che il trend rialzista dei mercati azionari sia ancora intatto. Se il passato può fungere da guida, correzioni del 5%–10% durante i principali cicli di adozione tecnologica rappresentano la norma in un mercato resiliente, e non un segno di deterioramento dei fondamentali.

Grafico 1: Il capex sul flusso di cassa operativo indica una fase di massicci investimenti



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 20 novembre 2025.

Grafico 2: Ripartizione finanziamenti su spesa capex globale stimata per data center (2025 – 2028S)



Fonte: Morgan Stanley, Vontobel; dati al 20 novembre 2025.

Soia: addio alla domanda cinese



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

La soia – elemento base dell’agricoltura americana – si trova oggi al centro di uno scontro ad alta tensione. Nella guerra commerciale sino-statunitense, questo umile legume è diventato simbolo di leva economica. E gli agricoltori ne fanno le spese.

Gli Stati Uniti rappresentano una forza dominante nel mercato della soia. Nel 2024 hanno prodotto circa 118 milioni di tonnellate, risultando il secondo produttore mondiale dopo il Brasile (169 milioni)¹⁷. Poiché negli USA la produzione supera la domanda, circa metà del raccolto viene esportato.

Detto questo, la Cina è una forza ancora più dominante. Alimentata dai settori dell’allevamento (la Cina è il principale produttore mondiale di carne suina) e dell’acquacoltura¹⁸ (al primo posto a livello globale), importa ogni anno oltre 100 milioni di tonnellate di soia. In passato, metà delle esportazioni di soia statunitense era assorbita dalla Cina.

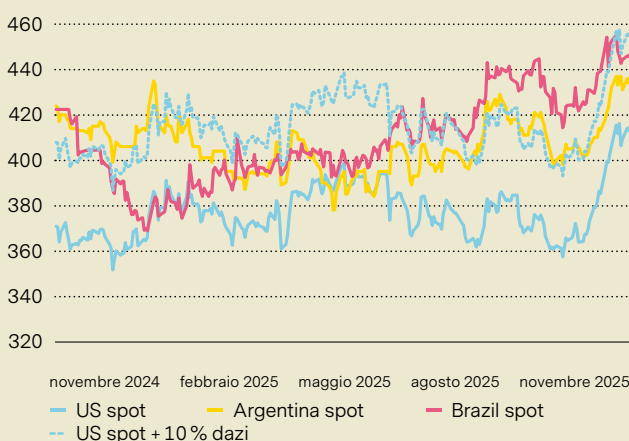
Ma i tempi sono cambiati. Con l’escalation delle tensioni commerciali, Pechino ha imposto dazi sui prodotti agricoli statunitensi, rendendo la soia americana meno competitiva per gli acquirenti cinesi rispetto, ad esempio, a quella brasiliana (grafico 1). A maggio, la Cina ha ordinato ai propri importatori di interrompere gli acquisti di soia dagli USA e a settembre le importazioni erano pari a zero¹⁹. Un duro colpo per gli agricoltori americani – una base elettorale repubblicana chiave, già alle prese con i costi di produzione elevati²⁰.

La soia è arrivata persino nell’agenda dell’incontro tra Donald Trump e Xi Jinping in Corea del Sud. In vista del vertice, i prezzi della soia erano saliti dell’8,8%, ma l’ottimismo si è affievolito quando la Casa Bianca ha annunciato che la Cina avrebbe acquistato solo 12 milioni di tonnellate entro fine anno (2024: 21 milioni). Sebbene Pechino abbia poi ordinato alcuni carichi, dubitiamo che aumenterà significativamente gli acquisti. Dopo aver incrementato nettamente le importazioni dal Sud America, le scorte cinesi di soia hanno raggiunto un record di 10,3 milioni di tonnellate a inizio novembre, determinando un surplus di farina di soia, utilizzata per l’alimentazione animale. Di conseguenza, gli addetti cinesi alla macinazione della soia registrano margini negativi da agosto (grafico 2).

In futuro, il mercato potrebbe riflettere questa nuova normalità: la Cina continuerà a comprare solo il necessario, al prezzo più basso possibile, e gli agricoltori statunitensi non potranno contare su un ritorno ai precedenti volumi di importazione senza un significativo cambiamento nelle politiche commerciali. E gli esportatori sudamericani saranno ben felici di colmare il vuoto.

Grafico 1: La soia USA sarebbe competitiva ... se non fosse per i dazi

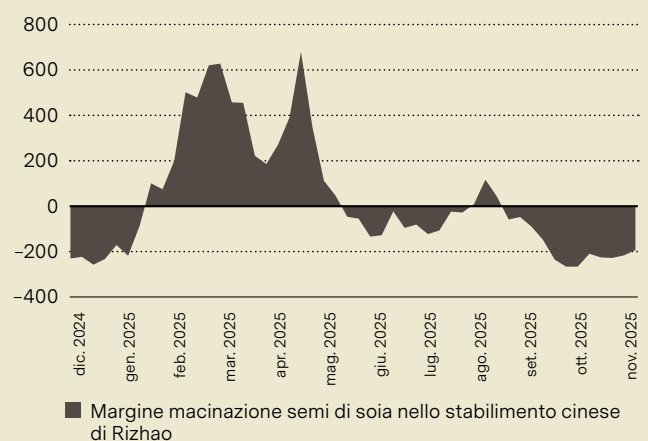
Prezzi regionali soia (modello semplificato) in USD per tonnellata



Fonte: Bloomberg, Vontobel; novembre 2025.

Grafico 2: La lavorazione dei semi di soia non è più redditizia per gli operatori cinesi

Yuan cinesi per tonnellata



Fonte: LSEG, Vontobel; novembre 2025.

La solidità del franco continua a comprimere l'inflazione



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

L'inflazione resta su livelli poco rassicuranti, ma non sufficientemente debole da spingere la Banca Nazionale Svizzera (BNS) a interventi drastici. Finché i prezzi restano quasi fermi e il franco è forte ma stabile, lo scenario più probabile è un mantenimento dei tassi allo 0%, con la BNS che sottolinea cautela e dipendenza dai dati. Un ritorno ai tassi negativi richiederebbe una chiara e persistente deflazione, mentre un rialzo moderato e tardivo presupporrebbe un contesto globale più solido e un'inflazione superiore alle stime. Nel nostro scenario di base, la BNS resta ferma.

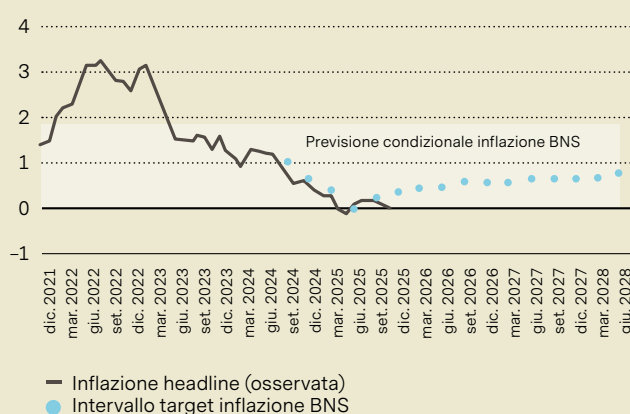
L'inflazione svizzera è tornata allo zero, esercitando pressioni sulla BNS affinché contrasti la forza del franco e sostenga una ripresa dei prezzi. Il CPI²¹ headline è rimasto invariato a novembre, attestandosi allo 0,0% su base annua, contro attese di un aumento dello 0,1%. L'inflazione core è scesa dallo 0,5% allo 0,4%. Il franco, grazie al suo ruolo di bene rifugio, si è avvicinato ai massimi decennali contro euro e dollaro, riducendo i prezzi all'importazione e frenando l'inflazione.

Notizie negative per la BNS, che sperava in un aumento dell'inflazione verso fine anno e nel 2026 (grafico 1). A settembre, i policymaker avevano indicato che un taglio allo zero avrebbe favorito un recupero graduale dell'inflazione. Le opzioni della BNS sono poche e tutte rischiose: intervenire sul mercato FX gonfierebbe il bilancio e potrebbe irritare gli USA; tornare ai tassi negativi metterebbe sotto pressione il sistema finanziario, riaccendendo dubbi sulla redditività bancaria e sul sostegno pubblico. Il Presidente Schlegel ha ribadito che la soglia per reintrodurre tassi negativi è molto più alta rispetto a un normale taglio.

La BNS vorrà probabilmente attendere prove più chiare di un calo dei prezzi, rendendo probabile il mantenimento dei tassi allo 0% per tutto il prossimo anno, monitorando il franco e i dati in arrivo. I rischi sono bilaterali. Al ribasso, un calo delle esportazioni, un franco più forte e mesi di inflazione negativa che spingano le previsioni sotto zero potrebbero portare a un temporaneo ritorno ai tassi negativi per contrastare rischi deflazionistici. Al contrario, una ripresa globale più rapida, un franco più debole e un'inflazione sopra le stime potrebbero giustificare un rialzo di 25 pb, per evitare tassi reali troppo negativi e ricostruire margine di manovra. L'inasprimento sarebbe comunque graduale e reversibile. Al momento, resta uno scenario poco probabile (grafico 2).

Grafico 1: Il ritmo dell'inflazione in Svizzera rallenta ai minimi da inizio estate

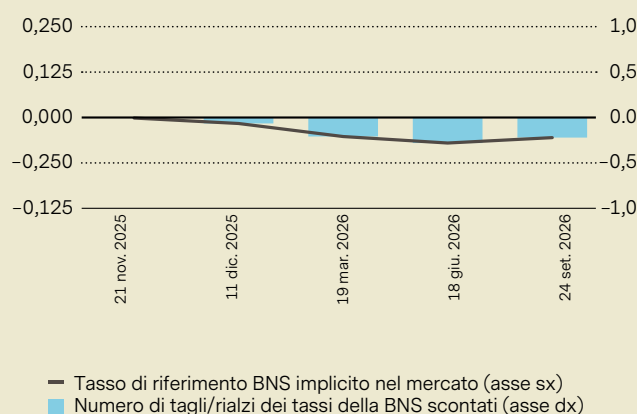
Variazione su base annua, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 3 dicembre 2025.

Grafico 2: La view di mercato sulla traiettoria della BNS

Tasso di riferimento BNS implicito nel mercato, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 novembre 2025.

16 Previsioni

Economia e mercati finanziari 2024 – 2026

La seguente lista mostra i valori effettivi, i tassi di cambio e i prezzi del 2024, nonché le previsioni consensuali per il 2025 e il 2026 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 %)	2024¹	ATTUALE¹	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Globale (G20)	3,0	3,3	2,4	2,5	
Eurozona	0,9	1,4	1,4	1,1	
USA	2,8	2,1	1,9	1,8	
Giappone	0,1	1,1	1,1	0,7	
Regno Unito	0,9	1,3	1,4	1,1	
Svizzera	1,4	1,3	1,2	1,2	
Australia	1,0	1,8	1,8	2,2	
Cina	5,0	4,8	4,9	4,3	

INFLAZIONE	2024²	ATTUALE²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	PROSPETTIVE VONTABEL IN 2026⁵
Eurozona	2,4	2,1	2,1	1,8	→
USA	3,0	3,0	2,8	2,9	↓
Svizzera	1,1	0,1	0,2	0,5	→

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵
EUR (tasso di deposito)	3,00	2,00	1,96	1,97	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	4,50	4,00	3,62	3,26	→
CHF	0,50	0,00	-0,01	-0,01	→

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵
EUR (Germania)	2,37	2,69	2,77	2,93	↓
USD	4,57	4,11	4,10	4,08	→
CHF	0,33	0,18	0,34	0,50	→

TASSI DEI CAMBI	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵
CHF per EUR	0,94	0,93	0,94	0,95	↑
CHF per USD	0,91	0,80	0,79	0,81	↓
USD per EUR	1,04	1,16	1,19	1,22	↑

MATERIE PRIME	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵
Brent, USD per barile	75	63	61	62	↑
Oro, USD per oncia troy	2'625	4'105	4'000	4'150	→
Rame, USD per tonnellata metrica	8'768	10'720	10'500	10'600	→

Nota: Le opinioni sono aggiornate al 19 novembre 2025. Le previsioni si basano sulle condizioni di mercato e sulle ipotesi attuali. Soggette a modifiche senza preavviso. Non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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 Fonte: articolo Bloomberg Barron pubblicato il 25 novembre 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-11-25/traders-crowd-into-fed-futures-targeting-a-december-rate-cut](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-25/traders-crowd-into-fed-futures-targeting-a-december-rate-cut)
- ² Fonte: articolo Bloomberg pubblicato il 7 novembre 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-11-07/government-shutdown-mamdani-win-show-us-politics-is-about-affordability](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-07/government-shutdown-mamdani-win-show-us-politics-is-about-affordability) e
- ³ Fonte: articolo Reuters pubblicato il 19 novembre 2025. [reuters.com/world/us/trump-says-his-approval-ratings-are-down-except-wi-th-smart-people-2025-11-19/](https://www.reuters.com/world/us/trump-says-his-approval-ratings-are-down-except-wi-th-smart-people-2025-11-19/)
- ⁴ “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 ridurre l’allocazione.
- ⁵ “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.
- ⁶ “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.
- ⁷ Progetto globale di sviluppo economico e infrastrutturale lanciato dalla Cina per la costruzione di strade, ferrovie, porti e altri collegamenti volti a rafforzare il commercio e gli investimenti tra la Cina e il resto del mondo.
- ⁸ Approccio politico che pone gli interessi, la sicurezza e il benessere economico degli Stati Uniti al di sopra di quelli degli altri Paesi. In generale promuove il protezionismo commerciale, un minore coinvolgimento nei conflitti esteri e controlli più rigidi alle frontiere.
- ⁹ Fonte: comunicato stampa Ipsos pubblicato il 23 maggio 2025. [ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2025-05/Ipsos%20Press%20Release_Consumer%20Confidence%20and%20Impact%20on%20U.S.%20Reputation_230525.pdf](https://www.ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2025-05/Ipsos%20Press%20Release_Consumer%20Confidence%20and%20Impact%20on%20U.S.%20Reputation_230525.pdf)
- ¹⁰ Fonte: World Values Survey 2017-2022, [worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV7.jsp](https://www.worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV7.jsp)
- ¹¹ Fonte: Uppsala Conflict Data Program, calcoli Vontobel.
- ¹² Fonte: Kristensen, Korda, Johns, Knight-Boyle (2025), fas.org/initiative/status-world-nuclear-forces/
- ¹³ Fonte: Dati Stockholm International Peace Research Institute tratti da LSEG, calcoli Vontobel.
- ¹⁴ Idea secondo cui i Paesi riconoscono un unico governo cinese (la Repubblica Popolare Cinese) e non riconoscono ufficialmente Taiwan come stato indipendente.
- ¹⁵ Fonte: Election Study Center, National Chengchi University, pubblicato il 7 luglio 2025. esc.nccu.edu.tw/upload/44/doc/6961/People202506.png
- ¹⁶ Unità di elaborazione grafica, un circuito elettronico usato nell’elaborazione dell’immagine digitale.
- ¹⁷ Fonte: US Department of Agriculture (USDA), 17 novembre 2025. fas.usda.gov/data/production/commodity/2222000
- ¹⁸ L’acquacoltura è l’allevamento controllato di organismi acquatici – pesci, molluschi, piante – per scopi alimentari, di ripristino degli habitat o ricostituzione delle specie.
- ¹⁹ Fonte: articolo Reuters pubblicato il 20 ottobre 2025. [reuters.com/world/china/china-imports-no-us-soybeans-september-first-time-seven-years-2025-10-20/](https://www.reuters.com/world/china/china-imports-no-us-soybeans-september-first-time-seven-years-2025-10-20/)
- ²⁰ Fonte: articolo Reuters pubblicato il 3 ottobre 2025. [reuters.com/world/china/us-soybean-farmers-deserted-by-big-buyer-china-scramble-other-importers-2025-10-03/](https://www.reuters.com/world/china/us-soybean-farmers-deserted-by-big-buyer-china-scramble-other-importers-2025-10-03/)
- ²¹ Indice dei prezzi al consumo che monitora le variazioni medie nel tempo nei prezzi pagati dai consumatori per beni e servizi.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

