

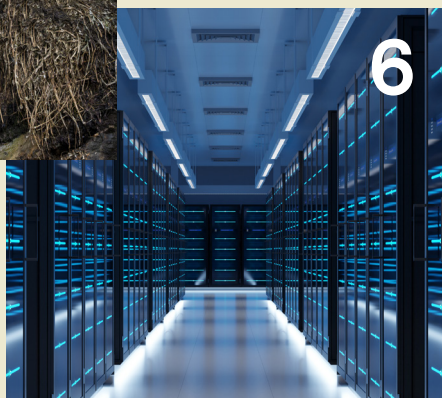
Vontobel

# Investors' Outlook

Tempi movimentati

Febbraio 2026

## 2 Indice



### 3 Editoriale

### 4 Strategia d'investimento

Oltre il rumore di fondo

### 6 Mercato in sintesi

L'euforia dell'IA potrebbe esaurire la memoria?

### 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 5 marzo 2026)

**Concept**  
MetaDesign AG

**Grafica e realizzazione**  
Vontobel

**Immagini**  
Gettyimages,  
Vontobel

**Termine ultimo per questa edizione**  
29 gennaio 2026

**Commenti**  
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 17

# Tempi movimentati



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

Gentili lettori,

l'anno si è aperto a tutto volume. Le notizie geopolitiche hanno dominato i titoli, mentre la volatilità si è fatta strada a ondate e gli investitori cercavano di assimilare il flusso di informazioni.

La retorica dell'amministrazione USA si è fatta più dura, attaccando la Federal Reserve (Fed) e la sua leadership. Questo alimenta, il rischio a lungo termine di un'erosione della fiducia nei presidi istituzionali e nella loro credibilità, timore che già si riflette nel calo del dollaro e nel rialzo dell'oro. La situazione è aggravata dalla retorica sul controllo della Groenlandia, che ha indotto gli investitori a rivalutare norme e alleanze consolidate. La situazione è poi degenerata con nuove minacce tariffarie contro i Paesi europei contrari a questa ipotesi, scuotendo i mercati. In seguito, tuttavia, tali minacce sono state attenuate alla luce di un possibile accordo futuro, favorendo un rimbalzo dei mercati.

Anche se la volatilità geopolitica può essere destabilizzante, di rado penalizza i rendimenti degli asset nel lungo periodo. Gli eventi in Venezuela, ad esempio, hanno avuto scarso impatto sul mercato. Invece di un trigger che farà deragliare i mercati, vanno forse interpretati come parte di un riallineamento geopolitico più ampio, in termini di blocchi e sfere di influenza regionale, politica ed economica<sup>1</sup>. La solidità dell'oro e delle materie prime conferma queste dinamiche. Le principali banche centrali dei mercati emergenti continueranno a incrementare le partecipazioni in oro e a ridurre gradualmente i dollari USA, anche alla luce della situazione geopolitica in corso.

Rimaniamo ottimisti, poiché le condizioni macroeconomiche appaiono nel complesso favorevoli, anche se il rumore geopolitico si è intensificato. Stiamo assistendo a un'ondata di stimoli positiva per gli asset rischiosi: allentamento monetario, ampio supporto fiscale, dall'OBBBA<sup>2</sup> alle misure di stimolo in Eurozona, Giappone e Cina, e capex nell'intelligenza artificiale (IA). In un contesto simile, è difficile adottare una view ribassista.

L'economia USA procede senza intoppi, con una robusta spesa al consumo. Prevediamo un contesto positivo per la crescita, con un'inflazione gestibile. Stiamo monitorando il mercato del lavoro, ma un ulteriore indebolimento darebbe alla Fed un motivo per ridurre i tassi. A nostro avviso, la Fed taglierà altri 50 punti base (pb) quest'anno, i primi 25 presumibilmente in estate.

L'Investment Committee della Boutique Multi Asset di Vontobel ha assunto una posizione di sovrappeso sulle materie prime, nella convinzione che i prezzi dei metalli industriali saliranno insieme alla domanda di energia per l'IA, e che il petrolio recupererà dai minimi attuali in caso di ripresa dell'attività economica.

In questo Investors' Outlook illustreremo le modifiche dettagliate alla nostra asset allocation, approfondiremo il tema della bolla dell'IA e analizzeremo l'oro.

Con l'avvio del 2026, vogliamo aiutare i clienti a filtrare il rumore di fondo, anche quando il volume si fa assordante.

---

## → Webcast

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

---

<sup>1</sup> Vedere «Glossario e fonti» a pagina 19



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

# Oltre il rumore di fondo

**Gennaio è iniziato a tutto volume, con un raid notturno a Caracas, tensioni in Iran e lo stallo nell'Artico. Ciononostante, i mercati hanno assorbito il rumore geopolitico.**

Negli USA, l'Indice S&P 500 ha superato i 7'000 punti, grazie al boom dell'IA e all'avvio solido della stagione degli utili del quarto trimestre. L'azionario europeo ha segnato un record a metà mese, quando gli investitori hanno preso atto della stabilità economica della regione, cedendo parte dei guadagni dopo la minaccia di dazi legata alla Groenlandia. Le materie prime hanno reagito in modo ancora più deciso. Le tensioni in Iran hanno spinto al rialzo il petrolio: il Brent ha raggiunto i USD 70 al barile dopo il -15% dello scorso anno dovuto all'eccesso di offerta. I metalli si sono uniti al coro, con rame, oro e argento in rialzo. I mercati obbligazionari hanno mostrato qualche segnale di tensione. I rendimenti dei Treasury statunitensi a 10 e 30 anni sono saliti, mentre una vendita di titoli di Stato giapponesi, alimentata da preoccupazioni fiscali, si è estesa ai mercati globali dei tassi. Il calo del dollaro riflette una combinazione di

aspettative sui tassi statunitensi in moderazione, rischio geopolitico e una rivalutazione delle politiche di Trump.

Il flusso di notizie sembra indicare il contrario, ma riteniamo che in futuro prevarranno politiche più orientate alla crescita. In passato, i Presidenti USA hanno favorito politiche di questo tipo negli anni di elezioni di metà mandato. Migliorerà anche la liquidità, poiché la Fed ha annunciato un ritorno all'espansione di bilancio, che favorirà i mercati e l'economia in generale. Inoltre, non vediamo rischi inflazionistici e prevediamo una politica monetaria più accomodante (soprattutto con il cambio al vertice della Fed), una crescita economica stabile e supply chain globali solide. Altrove, come in Cina e in Svizzera, le pressioni inflazionistiche appaiono contenute. La Svizzera rischia addirittura la deflazione. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO <sup>3</sup>		NEUTRALE <sup>4</sup>	SOVRAPPESO <sup>5</sup>		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
<b>1</b> <b>Liquidità</b>			→			Restiamo neutrali sulla liquidità, pronti a impiegarla al presentarsi di nuove opportunità.
<b>2</b> <b>Obbligazioni</b>		→				Nel reddito fisso, prediligiamo titoli di Stato e obbligazioni dei mercati emergenti (ME) con un posizionamento neutro. Manteniamo inoltre il sottopeso sulle obbligazioni high yield e siamo passati a un forte sottopeso sull'investment grade (IG), dati gli spread poco attraenti e l'aumento delle emissioni. Dopo la compressione degli spread seguita al Liberation Day, favorita dal miglioramento delle notizie sul fronte commerciale, i differenziali di rendimento dell'IG rispetto ai titoli di Stato non offrono più una remunerazione adeguata rispetto ai livelli storici, soprattutto alla luce dei rischi e della volatilità di mercato. Un ulteriore elemento di cautela è l'aumento delle nuove emissioni. Il 2026 si è aperto con un forte afflusso nel corporate USA: oltre 95 miliardi di USD raccolti in 55 deal IG nella prima settimana di gennaio, il miglior avvio d'anno di sempre e il volume settimanale più elevato da metà 2020.
<b>3</b> <b>Azioni</b>				→		Dato il nostro outlook pro-crescita, riteniamo che le azioni continueranno a sovraperformare le obbligazioni e confermiamo il sovrappeso. Restiamo positivi su Eurozona e ME, che dovrebbero beneficiare di crescita, politiche favorevoli, e valutazioni interessanti. I multipli negli USA appaiono elevati, soprattutto nella tecnologia, ma non sono a nostro avviso a rischio bolla. Manteniamo una posizione neutrale su azioni svizzere, statunitensi e giapponesi.
<b>4</b> <b>Oro</b>			→			Dopo un rally storico nel 2025, le metriche di valutazione tradizionali sono passate in secondo piano, ed è più complicato determinare il «fair value» dell'oro. Lo riteniamo ancora interessante a lungo termine, grazie agli acquisti sostenuti dalle banche centrali e ai timori circa il debasement valutario e l'aumento del debito. Le banche centrali rappresentano il floor più affidabile per l'oro e dovrebbero impedirne una discesa sotto i 4'000 USD l'oncia. L'oro ha ancora potenziale di rialzo, ma con un percorso irregolare. Il lieve ritiro degli investitori in ETF e la debolezza della domanda di gioielleria potrebbero aumentare la volatilità dei prezzi. Manteniamo una view neutrale sull'oro.
<b>5</b> <b>Materie prime</b>					↗	Siamo passati da neutrale a un lieve sovrappeso sulle materie prime, con uno scenario base di crescita positiva, stimolo favorevole e indebolimento strutturale del dollaro, che tipicamente favorisce gli asset ciclici negoziati in dollari. Alcuni segmenti delle materie prime potrebbero recuperare, perché gli utili dello scorso anno si concentravano nei metalli preziosi e industriali, mentre l'energia era rimasta indietro. Il prezzo medio annuale del Brent è di 69 USD al barile, il più basso dalla pandemia di Covid-19 (rettificato per l'inflazione), dato il timore di un imminente surplus dell'offerta esacerbato dagli sviluppi in Venezuela. Riteniamo che gran parte della negatività sia già scontata. Senza auspicare un'escalation geopolitica, una maggiore esposizione alle materie prime può anche offrire copertura: in caso di crisi, come un'escalation in Iran, petrolio e oro tenderebbero a salire.
<b>6</b> <b>Strategie alternative</b>			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e sull'immobiliare.

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

Variazioni mensili:      invariato →      in aumento ↗      in calo ↘

# L'euforia dell'IA potrebbe esaurire la memoria?



**Investire nei titoli legati all'intelligenza artificiale (IA) è stato una strategia di successo negli ultimi anni. Da quando ChatGPT di OpenAI ha conquistato il mondo il 30 novembre 2022, gli hyperscaler (società che forniscono servizi di cloud computing di enorme portata e altamente scalabili, consentendo alle imprese di adeguare dinamicamente le risorse per applicazioni quali social media, IA o marketplace online) si sono mossi nettamente al rialzo. Da fine novembre 2022 alla chiusura del 2025, gli hyperscaler statunitensi Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft e Oracle hanno registrato rendimenti a tre cifre, compresi tra oltre il 100% e più del 500%. Una performance superata soltanto da Nvidia che, pur non essendo un hyperscaler, ha cavalcato a sua volta l'onda dell'entusiasmo legato all'IA conseguendo una crescita superiore al 1'000% nello stesso periodo.**



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



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

Con l'avvio del 2026, si potrebbe dire che la posta in gioco per gli investitori, e per l'economia USA, è stata raramente così alta. Cosa intendiamo con questo? Innanzitutto, il rally ha spinto le valutazioni azionarie statunitensi verso livelli che non si vedevano dallo scoppio della bolla dot-com di fine anni Novanta. Il rapporto prezzo/utigli (P/E) di Shiller<sup>6</sup> dell'Indice S&P 500, considerato il parametro di riferimento per la valutazione dei mercati azionari, si attesta oggi intorno a 39, poco al di sotto del massimo storico di 44 registrato a dicembre 1999 (grafico 1). A titolo di riferimento, la sua media di lungo periodo è di circa 18.

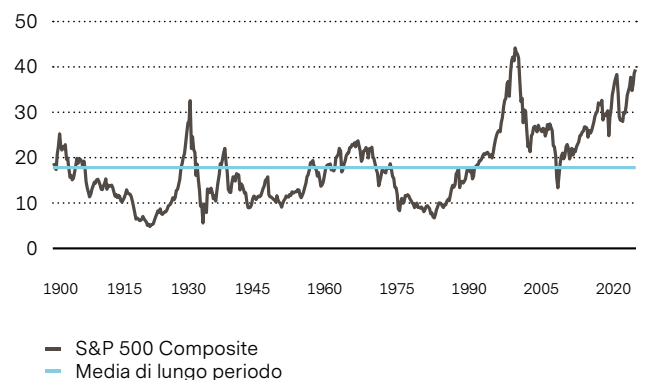
In secondo luogo, il rally ha determinato una forte concentrazione nel mercato azionario statunitense. Oggi, un numero limitato di titoli contribuisce alla maggior parte della performance complessiva: i primi 10 titoli dell'S&P 500 (tutti legati all'IA tranne uno) rappresentano oltre il 40% della capitalizzazione di mercato totale dell'indice. Questo significa che l'investimento passivo negli indici, a lungo considerato un approccio prudente per un portafoglio diversificato, oggi fornisce un falso senso di sicurezza perché di fatto espone gli investitori a una forte concentrazione sul comparto tecnologico.

In terzo luogo, la corsa agli investimenti per l'IA è diventata sempre più rilevante per la crescita dell'economia

USA. Nei primi sei mesi del 2025, la spesa in conto capitale (capex) legata all'IA ha contribuito per l'1,1% alla crescita del prodotto interno lordo (PIL) del Paese, superando la spesa al consumo – un risultato straordinario per un'economia storicamente trainata dai consumi.

### Grafico 1: Il boom dell'IA è cruciale per i mercati azionari

Rapporto prezzo / utigli rettificato per il ciclo (Shiller)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 9 gennaio 2026.

## 8 Mercato in sintesi

**Grafico 2: Il boom dell'IA ha raggiunto il suo picco? Una checklist**

		SEGNALI D'ALLARME	STATUS	COMMENTO
MODELLI	1	Calo dei progressi nei modelli di IA		I modelli continuano a migliorare in modo esponenziale
	2	Il tasso di adozione dell'IA cessa di aumentare		Il tasso di adozione continua a salire
CAPEX	3	Fine delle revisioni al rialzo della guidance sul capex degli hyperscaler		Revisioni periodiche al rialzo della guidance sul capex
	4	Il capex nella tecnologia raggiunge livelli insostenibili		Non estremo come in altri cicli di capex
REDDITIVITÀ	5	I flussi di cassa disponibili degli hyperscaler diventano negativi		Ancora positivi (tranne Oracle), ma in calo
	6	La redditività degli hyperscaler peggiora		Livelli elevati, finora relativamente stabile
LEVA FINANZIARIA	7	Gli hyperscaler assumono un indebitamento eccessivo		Debito netto negativo (tranne Oracle)
	8	I mercati guardano con diffidenza la leva degli hyperscaler	x	CDS in aumento, specialmente per Oracle
SENTIMENT	9	Le condizioni finanziarie peggiorano		Il n miglioramento, non in peggioramento
	10	Gli insider tech monetizzano		Una IPO di OpenAI solleverebbe qualche dubbio

Nota: non tutti i segnali devono essere soddisfatti per assistere a un picco nel boom dell'IA; in caso estremo, due o tre sono già sufficienti.  
Fonte: Vontobel; al 29 gennaio 2026.

Riteniamo pertanto che gli investitori debbano monitorare con attenzione il rally dell'IA per individuare eventuali segnali di una bolla di mercato. A tal fine, abbiamo sviluppato una checklist per valutare se il rally abbia già esaurito il suo potenziale (grafico 2). Non è necessario che tutti i segnali siano presenti per identificare un picco del boom dell'IA: in casi estremi, anche solo due o tre indicatori possono essere sufficienti.

I primi due segnali di allerta si riferiscono direttamente ai modelli di IA: un rallentamento nel progresso e nei tassi di adozione. Il progresso dei modelli di IA è cruciale per gli investitori perché incide direttamente sul valore, sul potenziale di crescita e sul vantaggio competitivo delle società che sfruttano l'intelligenza artificiale, e richiede un continuo processo di affinamento, scalabilità e adattabilità. Altrettanto importante è un tasso di adozione sostenuto o in crescita, perché riflette la rilevanza e il valore di una tecnologia.

### Più affollato

Secondo il 2025 Stanford AI Index Report, la portata dei modelli di IA sta aumentando a un ritmo sostenuto: la capacità di calcolo impiegata nell'addestramento raddoppia ogni cinque mesi, i dataset ogni otto mesi e il consumo energetico ogni anno. Tuttavia, i differenziali di performance sembrano ridursi: la differenza di punteggio tra il modello di punta e il decimo classificato è scesa

dall'11,9% al 5,4% nell'arco di un anno, mentre il divario tra i primi due è ora pari a uno scarso 0,7%. In altre parole, il settore appare sempre più competitivo e affollato<sup>7</sup>.

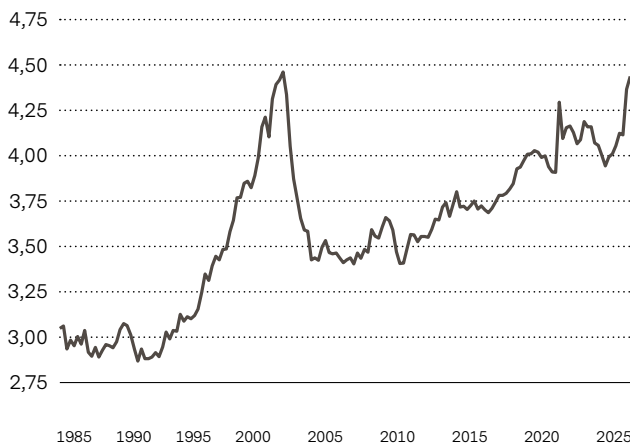
I tassi di adozione tendono ancora al rialzo, ma variano in base al settore e alla dimensione dell'azienda. I dati tratti dal sondaggio Business Trends and Outlook dello US Census Bureau indicano segnali di un temporaneo rallentamento o di una stabilizzazione nel 2025, soprattutto tra le imprese più grandi e consolidate<sup>8</sup>.

Un altro segnale di allarme da considerare è la potenziale interruzione delle revisioni al rialzo delle previsioni sul capex delle aziende. Finora, tutti i principali hyperscaler hanno alzato la guidance sulla spesa in conto capitale per il 2026. Le stime di consensus tra gli analisti di Wall Street per la spesa degli hyperscaler nel 2026 ammontano a USD 527 miliardi, in aumento rispetto ai 465 miliardi all'inizio della stagione degli utili del terzo trimestre. La maggior parte prevede che gli investimenti continueranno a crescere fino a raggiungere un picco nel 2028.

Ciò detto, anche un capex troppo elevato può diventare un segnale d'allarme, ma stabilire il punto in cui una spesa elevata passa da ragionevole a insostenibile non è semplice. Secondo i ribassisti, i livelli attuali di investimento nella tecnologia starebbero per superare i massimi della bolla dot-com; al contrario, gli ottimisti sostengono che

**Grafico 3: Gli investimenti tech sono destinati a superare i massimi del 2000, ma con crescita più lenta**

In % del PIL USA



— Investimenti USA in apparecchiature e software per la gestione delle informazioni

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 9 gennaio 2026.

gli investimenti odierni non solo partono da una base più elevata ma procedono anche a ritmo meno aggressivo rispetto alla fine degli anni Novanta (grafico 3).

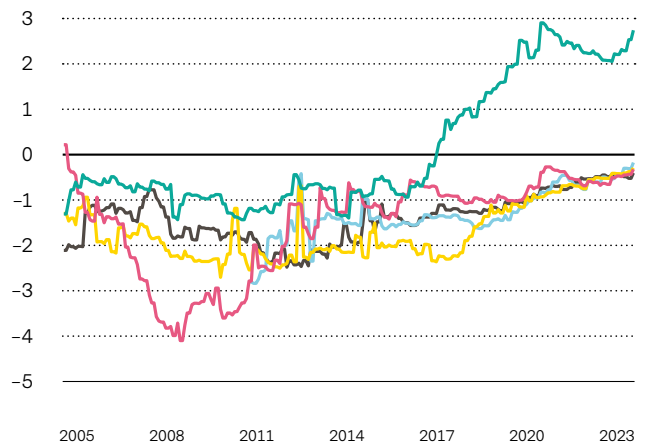
Per quanto attiene alla redditività, gli investitori dovrebbero prestare particolare attenzione all'andamento del flusso di cassa disponibile (free cash flow, FCF). Il FCF misura la liquidità generata da una società al netto del capex necessario a mantenere o ampliare la base di asset. In sostanza, rappresenta il denaro disponibile per la distribuzione agli investitori o da reinvestire nel business. Un FCF positivo indica che la società genera liquidità in eccesso rispetto a quanto necessario per coprire i costi operativi e gli investimenti in capitale – e rappresenta un segnale di solidità finanziaria. Al contrario, un FCF negativo può indicare difficoltà finanziarie o un'intensa fase di investimenti finalizzati alla crescita. A seguito della recente ondata di capex, i flussi di cassa di molti hyperscaler risultano effettivamente in calo, ma hanno ancora segno positivo. Un'eccezione rilevante è rappresentata da Oracle, il cui FCF è già negativo.

#### Con attenzione alla redditività

A nostro avviso, gli investitori dovrebbero inoltre prestare attenzione a eventuali segnali di deterioramento della redditività, potenziali indicatori di criticità future. Per valutare le azioni, gli analisti utilizzano un ampio ventaglio di indicatori di redditività. Riteniamo particolarmente utile

**Grafico 4: Gli hyperscaler (tranne Oracle) hanno ancora un debito netto negativo a bilancio\***

Debito netto 12 mesi forward, in % del EBITDA\*\*



— Microsoft — Meta — Alphabet — Amazon — Oracle

\*Sempre più debito viene finanziato fuori bilancio, con visibilità inferiore

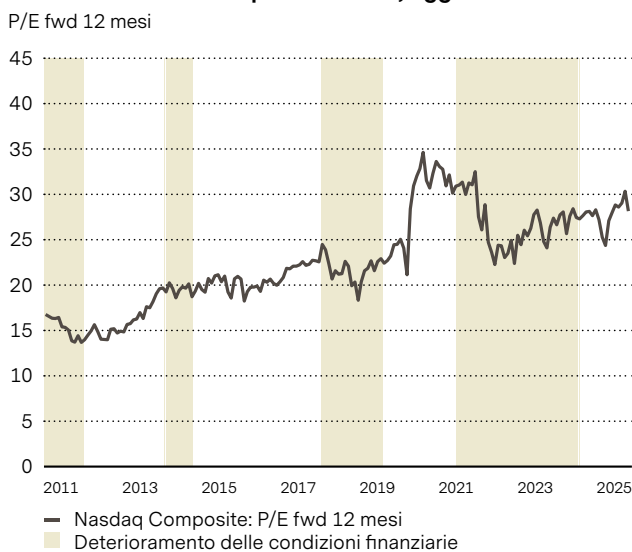
\*\*Lordo di interessi, imposte, ammortamenti e svalutazioni

Fonte: IBES, LSEG, Vontobel; dati al 9 gennaio 2026.

focalizzarsi su indicatori come il rendimento degli asset (ROA) e il rendimento del capitale proprio (ROE)<sup>9</sup>, che forniscono indicazioni sull'efficienza della società nell'impiegare le proprie risorse e generare rendimenti per gli azionisti. Attualmente il ROA prospettico a 12 mesi degli hyperscaler si mantiene vicino ai massimi storici (oltre il 16%), mentre il ROE prospettico a 12 mesi ha registrato una lieve flessione, pur restando su livelli elevati (superiori al 27%)<sup>10</sup>.

Un altro potenziale segnale di allerta è legato a un'eccessiva assunzione di debito da parte degli hyperscaler, che risulterebbe problematica per diverse ragioni. Un debito elevato comporta spesso maggiori oneri finanziari, che possono comprimere i flussi di cassa e ridurre le risorse disponibili per altri investimenti. Può inoltre incidere negativamente sul merito creditizio, rendendo più oneroso o complesso il ricorso a nuovi finanziamenti. Nello scenario peggiore, qualora il debito superasse la capacità di generare sufficiente reddito o flusso di cassa, si può arrivare a situazioni di insolvenza. Ad oggi la maggior parte degli hyperscaler presenta ancora una posizione di debito netto negativa nei propri bilanci (grafico 4). Detto ciò, la valutazione dei livelli di indebitamento di una società potrebbe diventare più complessa in futuro, poiché una quota sempre maggiore del debito viene finanziata fuori bilancio, riducendo la trasparenza.

**Grafico 5: I grandi picchi di mercato richiedono condizioni finanziarie più restrittive, oggi assenti**



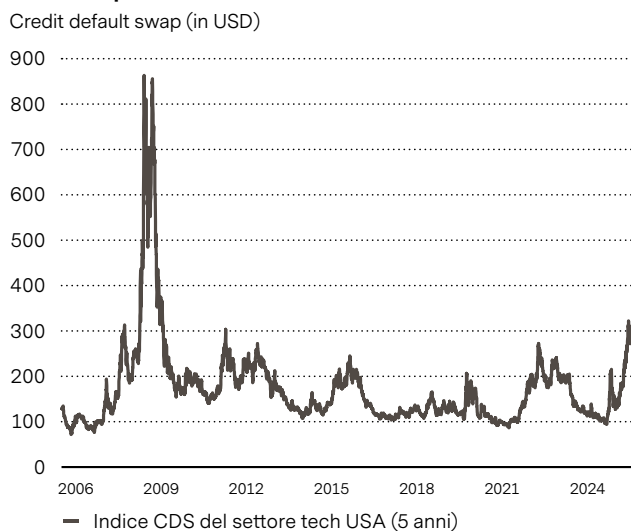
Fonte: IBES, LSEG, Vontobel; dati al 9 gennaio 2026.

## Evitando l'innescò

Passando al sentiment, è fondamentale che le condizioni finanziarie non si irrigidiscano in modo significativo (grafico 5). Che cosa significa? Affinché una bolla scoppi, è generalmente necessario un «innescò» che ne determini la rottura. Nei tre episodi più recenti – la bolla dot-com tra la fine degli anni Novanta e i primi anni Duemila, la crisi dei mutui subprime del 2007 e le tensioni nel settore bancario regionale del 2023 – questo innescò è stato rappresentato da un inasprimento delle condizioni finanziarie determinato da rialzi dei tassi di interesse da parte Fed. Ad oggi non riteniamo probabile che la Fed decida di alzare i tassi di interesse. Anche se l'inflazione resta superiore al target, l'indebolimento del mercato del lavoro depone a favore di una loro riduzione. Crediamo inoltre che il prossimo Presidente della Fed, al termine del mandato di Jerome Powell previsto per maggio, adotterà un approccio più dovish.

Infine, adotteremmo un atteggiamento prudente qualora gli insider (ad esempio, dirigenti tecnologici o fondatori) iniziassero a vendere ampi volumi di azioni. Anche se gli insider possono vendere per ragioni personali, un pattern ricorrente potrebbe segnalare qualche preoccupazione in merito alle prospettive di crescita futura della società. Un pattern di questo tipo si osservò tra settembre 1999 e luglio 2000, quando gli insider delle società dot-com vendettero azioni per un totale di USD 43 miliardi, il doppio

**Grafico 6: Il mercato inizia a penalizzare le società che fanno ampio ricorso al debito**

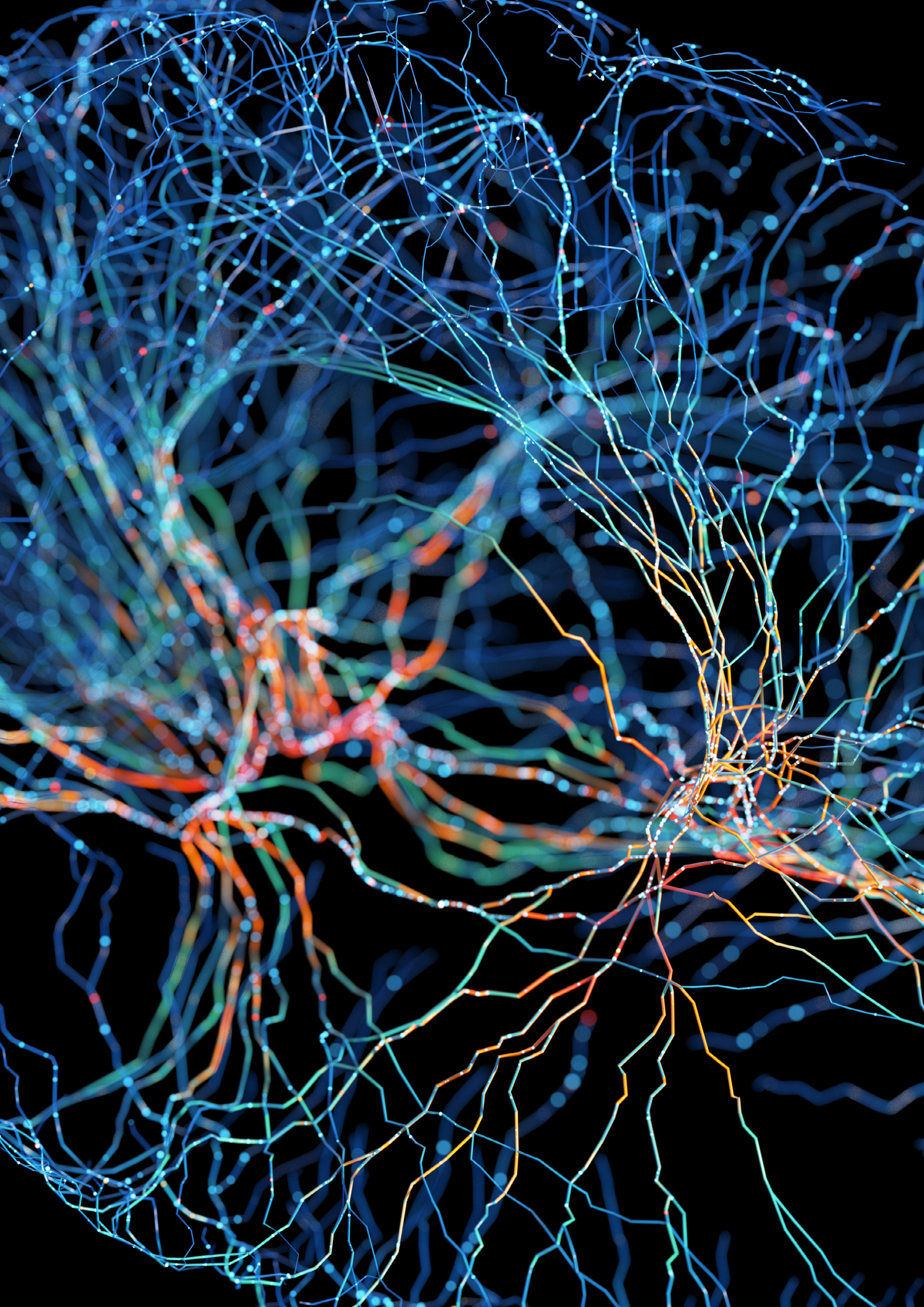


Nota: Un credit default swap (CDS) è un contratto attraverso il quale una parte acquista protezione da un'altra contro il rischio di perdita derivante dal default di un mutuatario, per un periodo di tempo prestabilito.

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 9 gennaio 2026.

rispetto ai livelli registrati nel 1997 e nel 1998<sup>11</sup>. Al momento non emergono segnali evidenti di vendite eccessive da parte degli insider. Un potenziale esempio, tra i molti possibili, è l'eventualità di una quotazione in borsa di OpenAI, che potrebbe sollevare alcuni interrogativi.

Per concludere, la maggior parte dei nostri indicatori non suggerisce che il rally dell'intelligenza artificiale abbia esaurito la sua «capacità di memoria». L'unico segnale già evidente è che i mercati hanno effettivamente iniziato a guardare con diffidenza la leva finanziaria degli hyperscaler. Gli spread dei credit default swap (CDS)<sup>12</sup> per le società tech statunitensi si stanno ampliando, principalmente a causa di Oracle. Questa dinamica riflette le crescenti preoccupazioni degli investitori per l'aumento del debito contratto da queste aziende per finanziare progetti di enorme portata, come le infrastrutture per l'IA (grafico 6).



## Dopo il taglio ci vuole pazienza



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

**La Fed ha lasciato invariati i tassi durante la riunione di gennaio, la prima pausa da luglio 2025, e il presidente Jerome Powell ha segnalato che non c'è alcuna urgenza di continuare a tagliarli, respingendo le pressioni di Trump per costi di finanziamento molto più bassi.**

Questa pausa è significativa perché arriva subito dopo un periodo in cui la Fed aveva allentato la politica monetaria in modo costante. Con un terzo taglio consecutivo, alla riunione di dicembre la Fed ha ridotto l'intervallo target sui Fed Fund di 25 pb. Il tono è rimasto accomodante ma con un chiaro invito alla cautela.

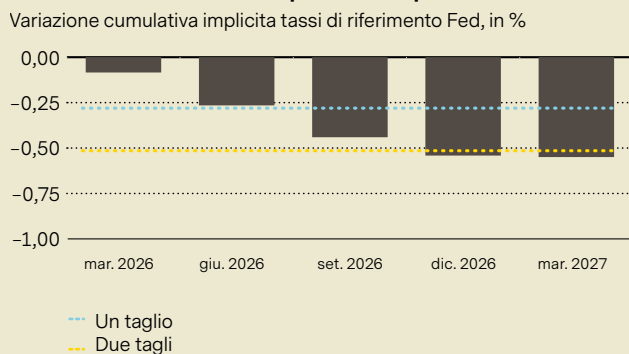
L'elemento dovish è il contesto macro: outlook di crescita più solido e stime d'inflazione in calo, a indicare maggiore fiducia in un soft landing. L'elemento hawkish riguarda la funzione di reazione: comunicato e dichiarazioni di Powell indicano la preferenza per una fase di attesa guidata dai dati, piuttosto che per tagli automatici. Per il 2026, il dot plot implica un solo taglio di 25 pb, contro quasi due attesi dai mercati (grafico 1). Due tagli da 25 pb entro fine anno appaiono lo scenario più probabile. Nonostante l'inflazione

vischiosa, la Fed procederà con gradualità per evitare un eccessivo irrigidimento delle condizioni finanziarie.

In questo contesto, i rendimenti a breve sono attesi in calo, mentre il tratto lungo resterebbe nel range con lieve flessione. In uno scenario di rialzo dei tassi, il peggioramento dei fondamentali porterebbe la Fed a tagli più rapidi, favorendo un forte rally sul breve e rendimenti più bassi sul lungo. In uno scenario opposto, un'inflazione persistente manterrebbe la Fed ferma più a lungo, con il breve ancorato alla politica monetaria e il lungo in possibile risalita per maggiori aspettative d'inflazione e premio a termine.

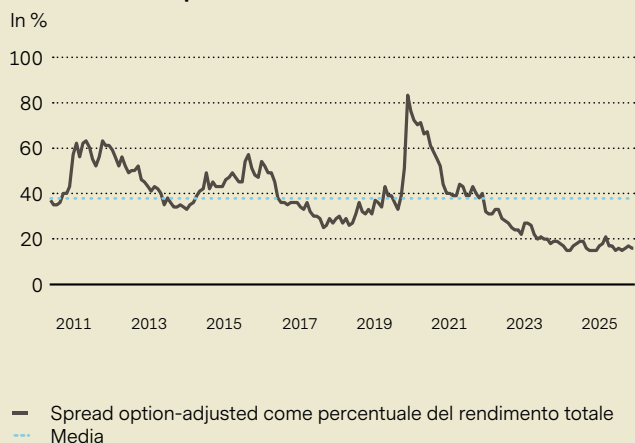
Un tema centrale è il nuovo debito del settore tech, soprattutto hyperscaler e IA. Già da fine 2025 la direzione è chiara, quando il core group (Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Oracle) ha raccolto importi record tramite bond IG e strutture come JV e SPV. La questione riguarda la scelta delle fonti, non il fabbisogno: pur potendo autofinanziare gran parte del capex, le obbligazioni resteranno parte del mix con l'aumento degli investimenti in IA. Un'offerta più elevata implica maggiori concessioni nelle fasi di emissione più intense. La domanda di credito tech liquido e di alta qualità compensa in parte, ma nel complesso una pipeline IA più pesante indica spread più ampi. Questo è rilevante, in un mercato guidato dai tassi: oggi gli spread rappresentano solo il 16% del rendimento contro circa il 38% degli ultimi 15 anni (grafico 2), rendendo il cuscinetto creditizio sottile e i rendimenti più sensibili a eventuali ampliamenti.

**Grafico 1: Entro settembre 2026, la Fed dovrebbe ridurre i tassi di interesse di complessivi 50 pb**



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 15 gennaio 2026.

**Grafico 2: Gli spread rappresentano solo il 16% del rendimento totale rispetto a una media su 15 anni del 38%**



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 15 gennaio 2026.

# Il 2025 ha dettato il tono per un mercato più ampio nel 2026



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

**Dalla leadership dell'IA all'ampliamento dei mercati: ripercorrendo il 2025, vediamo perché il 2026 potrebbe essere l'anno della diversificazione, dell'Europa e delle azioni dei mercati emergenti (ME).**

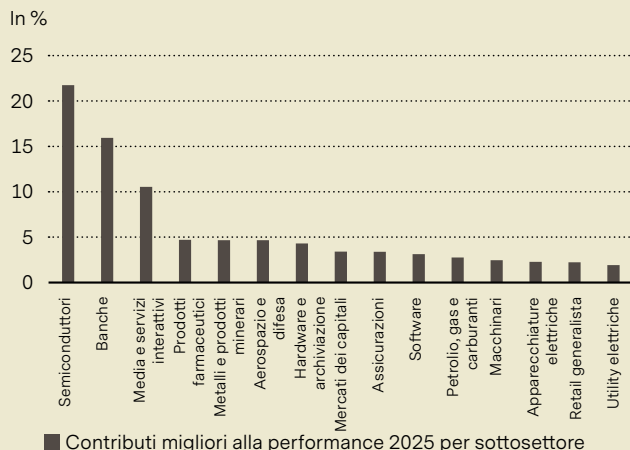
Nonostante l'inizio volatile, i mercati azionari globali hanno chiuso il 2025 con segno positivo, dimostrando una buona capacità di assorbire shock macroeconomici, geopolitici e di politica monetaria. L'analisi dell'attribuzione settoriale globale (grafico 1) evidenzia i principali temi d'investimento. Innanzitutto, il capex trainato dall'IA. I semiconduttori restano il punto di partenza, ma i driver della performance hanno abbracciato l'intera catena del valore. Il maggiore fabbisogno energetico legato all'IA ha favorito le apparecchiature elettriche e alcune nicchie industriali. È emerso anche il settore della difesa, soprattutto in Europa, in un contesto geopolitico più complesso e di maggiore visibilità sulla spesa pubblica. Il comparto finanziario segue a poca distanza: le banche hanno beneficiato di margini ancora elevati e di una qualità degli asset più resiliente del previsto. Nella top five anche il settore farmaceutico, in rialzo verso fine anno.

A questo punto gli investitori si sono interrogati sull'«economia circolare» dell'IA, inclusi l'aumento della leva finanziaria, la limitata visibilità sulla monetizzazione e l'accelerazione del capex negli ultimi mesi dell'anno. I progressi di Alphabet con Gemini 3<sup>13</sup> e le alternative alle GPU di Nvidia hanno contribuito a modificare la leadership nel complesso dell'IA e delle Mag 7, mentre i mercati hanno avviato una fase di de-risking, passando a settori più difensivi e ampliando i contributi alla performance (grafico 2).

Il 2026 sarà un anno strutturalmente favorevole per le azioni, complice una combinazione di forze macroeconomiche, politiche e industriali che potrebbero creare un contesto più costruttivo per la crescita e gli utili societari. Restiamo convinti che i timori legati a una possibile bolla tecnologica siano eccessivi, ma si continuerà probabilmente a parlarne. Al contempo, le dinamiche osservate negli ultimi mesi del 2025 dovrebbero sostenere un ulteriore ampliamento della performance di mercato.

Con l'anno nuovo favoriamo un approccio più selettivo e diversificato agli investimenti nell'IA e nella tecnologia. A livello regionale, questo contesto potrebbe favorire le azioni europee e dei ME, soprattutto se l'ulteriore indebolimento del dollaro fornirà un supporto aggiuntivo attraverso condizioni finanziarie migliori e valutazioni relative più attraenti.

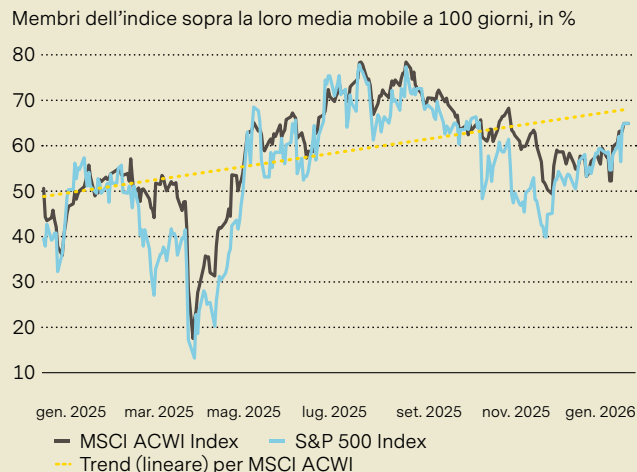
**Grafico 1: Una gamma più ampia di sotto-settori ha contribuito alla performance dell'azionario nel 2025\***



\*Attribuzione rendimento complessivo MSCI ACWI

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 gennaio 2026.

**Grafico 2: L'ampiezza del mercato è migliorata nell'ultimo trimestre 2025, gettando le basi per il 2026**



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 gennaio 2026.

# L'oro brilla davvero



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

**Se i mercati delle materie prime organizzassero i loro Grammy Awards, nel 2025 l'oro avrebbe vinto molti premi. Ha infatti registrato un +65% lo scorso anno, con un ulteriore rialzo all'inizio del 2026.**

Gli acquisti sostenuti dalle banche centrali, insieme alle preoccupazioni legate al debaseamento valutario e all'aumento del debito, hanno reso l'oro molto attraente nel 2025. A gennaio 2026, dopo il tentativo di Trump di incriminare il Presidente Powell, si sono riaccesi i timori legati all'indipendenza della Fed, che insieme al rumore geopolitico proveniente da Venezuela, Iran e persino dall'Artico, hanno spinto il bene rifugio oltre i 5'500 USD l'oncia. Ad oggi, le metriche di valutazione tradizionali sembrano poco utili, rendendo più complesso individuare il «fair value» dell'oro.

È probabile che l'oro si muoverà ancora al rialzo, ma la traiettoria difficilmente sarà lineare. Cosa intendiamo con questo? Da un lato, le banche centrali restano incentivate a diversificare le riserve riducendo l'esposizione al dollaro. Anche se la recente ondata di acquisti ha portato le riserve auree ufficiali a quasi il 20% circa del totale,

si tratta di un livello ben inferiore alle medie storiche (grafico 1). I mercati emergenti, in particolare, come la Cina, potrebbero avere ancora margine di recupero. Le riserve auree ufficiali cinesi rappresentano circa l'8% del totale<sup>14</sup>, a fronte di oltre il 70% in Paesi come la Germania. Nel complesso, la domanda relativamente anelastica delle banche centrali dovrebbe creare un limite minimo per i prezzi. Pur potendo rallentare gli acquisti in caso di prezzi elevati, gli obiettivi di lungo periodo rendono improbabile una discesa dell'oro al di sotto dei 4'000 USD l'oncia.

Altrove, la domanda è meno rigida. I flussi negli ETF, driver fondamentale nel 2025, si sono raffreddati verso la fine dell'anno, forse a causa di una combinazione di prese di profitto e timori legati a una Fed più restrittiva. Anche se la Fed ha tagliato i tassi tre volte nella seconda metà del 2025, alcuni funzionari hanno dichiarato che il ciclo di allentamento potrebbe presto rallentare o concludersi, penalizzando un asset privo di rendimento come l'oro, che beneficia di tassi più bassi.

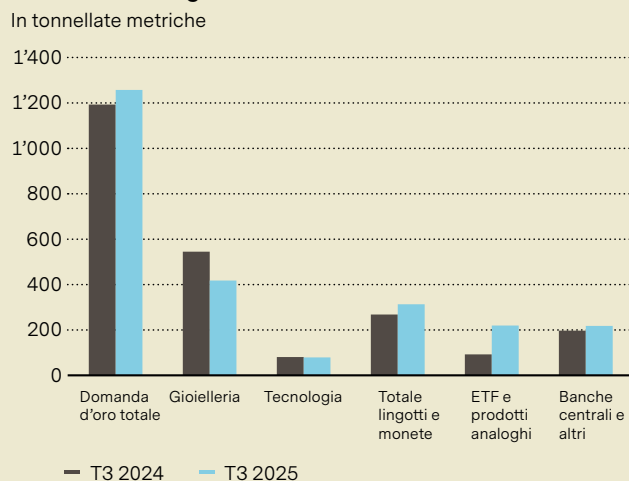
Si osserva inoltre una distruzione della domanda nella gioielleria, con consumi in calo del 23% su base annua nel terzo trimestre 2025 (grafico 2). Alcuni stanno preferendo il platino, altri si orientano verso l'oro a 14 carati (anziché i tradizionali 18) o nel caso della Cina – acquirente chiave – verso l'oro a 22-24 carati<sup>15</sup>.

**Grafico 1: Oro – sottovalutato ma oggetto di investimenti limitati?**



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 29 gennaio 2026.

**Grafico 2: La domanda d'oro totale è salita, nonostante il calo nel settore gioielleria**



Fonte: Metals Focus, World Gold Council; dati al 30 settembre 2025.

# La lunga attesa della Svizzera e il minore supporto al dollaro



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

**La narrativa ribassista sul dollaro si fonda sulla divergenza delle aspettative sui tassi nelle economie G-10<sup>16</sup>, con un pattern che sfavorisce la valuta. I mercati continuano a ritenere che la Fed abbia il più ampio margine per tagliare. La percezione che i tassi USA sarebbero rimasti stabilmente al di sopra degli altri ha favorito per anni il biglietto verde, ma se gli Stati Uniti tagliano i tassi mentre gli altri Paesi li tengono perlopiù invariati, questo vantaggio inizia a ridursi. Le politiche del G-10 dovrebbero restare invariate a breve, con un lieve bias restrittivo per il futuro. Questo mix – stabilità a breve e rischio di irrigidimento più avanti – contribuisce a orientare lo scenario dei tassi a sfavore del dollaro (grafico 1).**

In Svizzera, l'inflazione sembra aver toccato un minimo (grafico 2). Dicembre ha visto un lieve rialzo nei dati headline e core, soprattutto nei servizi, con rincari evidenti in ristorazione e hotel. Al contempo, l'inflazione importata è rimasta molto debole, complice il precedente rafforzamento del franco che ha ridotto i prezzi dei beni esteri.

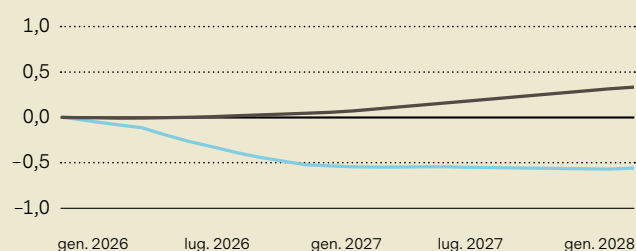
Un eventuale rallentamento del franco attenuerà l'impulso disinflazionistico delle importazioni più economiche. Questo, insieme a effetti energetici più stabili, indica che l'inflazione rimarrà molto bassa nell'immediato per poi risalire lentamente durante l'anno. La direzione è rialzista, ma i rischi restano orientati al ribasso.

I verbali della Banca Nazionale Svizzera (BNS) sono coerenti con questo quadro. A dicembre ha prevalso un approccio attendista, ma il dibattito è stato più bilanciato rispetto a settembre. La BNS non ha fretta di agire e mantiene alta la soglia per scendere sotto lo zero, dati i potenziali costi a carico del sistema finanziario. Appare inoltre meno preoccupata per un eventuale shock globale che sosterebbe la domanda del franco come bene rifugio, e nota una sua leggera svalutazione dall'estate, poiché i differenziali di tasso sono divenuti meno favorevoli.

Il caso base è dunque una fase prolungata di attesa. La BNS può tollerare un'inflazione bassa e contenuta, purché resti nel target e tenda al rialzo. Il prossimo «vero» cambiamento sarà forse legato alla ricostituzione dello spazio di manovra una volta stabilizzato l'outlook, quindi la prossima mossa appare come una questione più di medio periodo piuttosto che qualcosa di imminente. Il franco dovrebbe restare solido. Con la BNS in attesa e i rialzi spostati più avanti, sarà sostenuto soprattutto dalla domanda difensiva: stabile nei mercati tranquilli e in rapido rafforzamento nelle fasi di avversione al rischio.

**Grafico 1: Le aspettative sui rendimenti delle banche centrali indicano difficoltà per il dollaro**

Variazione implicita cumulativa tasso di riferimento, in %

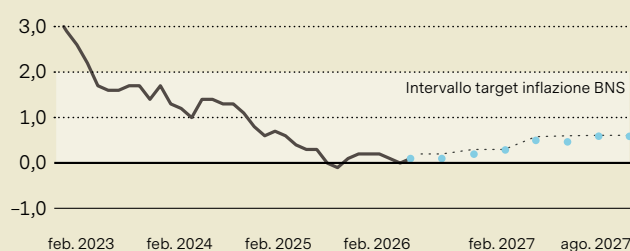


— USA  
— G-10 esclusi USA (media)

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 15 gennaio 2026.

**Grafico 2: L'inflazione svizzera risale, la ripresa appare lenta**

Variazione annua, in %



— Indice dei prezzi di consumo Svizzera (tutte le componenti)  
--- Consenso  
• Previsione BNS

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 15 gennaio 2026.

## Economia e mercati finanziari 2025 – 2027

La seguente lista 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.

<b>PIL (IN %)</b>	<b>2025<sup>1</sup></b>	<b>ATTUALE<sup>1</sup></b>	<b>CONSENSUS 2026</b>	<b>CONSENSUS 2027</b>	
Globale (G20)	2,4	3,3	2,7	2,7	
Eurozona	1,4	1,4	1,2	1,4	
USA	2,0	2,3	2,1	2,0	
Giappone	1,2	0,6	0,8	0,9	
Regno Unito	1,4	1,3	1,1	1,4	
Svizzera	1,2	0,5	1,25	1,5	
Australia	1,9	2,1	2,2	2,3	
Cina	4,9	4,5	4,5	4,3	

<b>INFLAZIONE</b>	<b>2025<sup>2</sup></b>	<b>ATTUALE<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2026</b>	<b>CONSENSUS 2027</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 2026<sup>5</sup></b>
Eurozona	2,1	2,0	1,8	2,0	→
USA	2,7	2,7	2,8	2,4	↓
Svizzera	0,2	0,1	0,4	0,7	→

<b>TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)</b>	<b>2025</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI<sup>5</sup></b>
EUR (tasso di deposito)	2,00	2,00	1,97	1,97	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	3,75	3,75	3,44	3,22	→
CHF	0,00	0,00	-0,01	0,06	→

<b>RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)</b>	<b>2025</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI<sup>5</sup></b>
EUR (Germania)	2,86	2,84	2,82	2,91	→
USD	4,17	4,22	4,1	4,07	→
CHF	0,32	0,25	0,35	0,61	→

<b>TASSI DEI CAMBI</b>	<b>2025</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI<sup>5</sup></b>
CHF per EUR	0,93	0,93	0,94	0,95	↑
CHF per USD	0,79	0,80	0,80	0,80	↓
USD per EUR	1,17	1,16	1,19	1,20	↑

<b>MATERIE PRIME</b>	<b>2025</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI<sup>5</sup></b>
Brent, USD per barile	61	64	60	60	↑
Oro, USD per oncia troy	4'319	4'676	4'400	4'290	↑
Rame, USD per tonnellata metrica	12'423	12'803	11'622	11'565	→

Nota: Le opinioni sono aggiornate al 19 gennaio 2026. Le previsioni si basano sulle condizioni di mercato e sulle ipotesi attuali. Soggette a modifiche senza preavviso. Non costituiscono garanzia di risultati futuri.

<sup>1</sup> Soggetto a revisioni (ad esempio, potenziali revisioni dei dati del Q4)

<sup>2</sup> Ultimo trimestre disponibile

<sup>3</sup> Soggetto a revisioni

<sup>4</sup> Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

<sup>5</sup> ↑ 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

- <sup>1</sup> Fonte: articolo Time pubblicato il 9 gennaio 2026. [time.com/7344540/trump-venezuela-maduro-sphere-of-influence/](https://time.com/7344540/trump-venezuela-maduro-sphere-of-influence/)
- <sup>2</sup> Il «One Big Beautiful Bill Act» statunitense combina diversi grandi cambiamenti politici a livello di imposte, investimenti, sicurezza alle frontiere e normative.
- <sup>3</sup> «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.
- <sup>4</sup> «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.
- <sup>5</sup> «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 adatte a un determinato gruppo di clienti.

- <sup>6</sup> Il rapporto prezzo/utigli (PE) di Shiller è uno strumento di valutazione del mercato azionario che divide il prezzo corrente di mercato per la media degli utigli corretti per l'inflazione degli ultimi 10 anni, attenuando le fluttuazioni del ciclo economico, per indicare il valore a lungo termine e prevedere rendimenti futuri, utile a valutare se un mercato è sopravvalutato o sottovalutato.
- <sup>7</sup> Fonte: 2025 AI Index Report, Stanford Human-Centered Artificial Intelligence (HAI) Institute. [hai.stanford.edu/ai-index/2025-ai-index-report](https://hai.stanford.edu/ai-index/2025-ai-index-report)
- <sup>8</sup> Fonte: articolo Fortune pubblicato il 10 settembre 2025. [fortune.com/2025/09/10/ai-adoption-declines-big-companies-human-skills-premium-education-gen-z/](https://fortune.com/2025/09/10/ai-adoption-declines-big-companies-human-skills-premium-education-gen-z/)
- <sup>9</sup> Il ROA misura l'efficienza con cui una società impiega i propri asset per generare profitti. Il ROE misura l'efficacia con cui una società impiega il capitale degli azionisti per generare profitti.
- <sup>10</sup> Hyperscaler USA, esclusa Oracle.
- <sup>11</sup> Fonte: articolo Ted pubblicato il 4 dicembre 2018. [ideas.ted.com/an-eye-opening-look-at-the-dot-com-bubble-of-2000-and-how-it-shapes-our-lives-today/](https://ideas.ted.com/an-eye-opening-look-at-the-dot-com-bubble-of-2000-and-how-it-shapes-our-lives-today/)
- <sup>12</sup> Un credit default swap (CDS) è un contratto attraverso il quale una parte acquista protezione da un'altra contro il rischio di perdita derivante dal default di un mutuatario, per un periodo di tempo prestabilito.
- <sup>13</sup> La commercializzazione di una generazione più avanzata del modello di IA Gemini, con capacità di ragionamento migliorate, prestazioni multimodali ed efficienza superiore.
- <sup>14</sup> La Cina sembrerebbe disporre di consistenti riserve auree non ufficiali; pertanto, è difficile determinare le disponibilità complessive. Le stime non ufficiali indicano riserve auree fino a 5'500 tonnellate, oltre il doppio rispetto ai dati ufficiali.
- <sup>15</sup> La cultura cinese attribuisce un valore elevato alla purezza dell'oro, con una forte preferenza per il 24 carati, simbolo di ricchezza e prosperità; è diffuso anche il 22 carati (91,6% di oro), soprattutto nella gioielleria nuziale e nell'uso quotidiano, poiché combina la purezza con una maggiore resistenza.
- <sup>16</sup> Gruppo di 10 economie sviluppate le cui valute e tassi d'interesse sono ampiamente negoziati nei mercati finanziari globali.

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurigo  
Svizzera  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

