

Vontobel

Investors' Outlook

Dolci opportunità e
qualche trabocchetto



Novembre 2025

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Fuori dalla nebbia

6 Mercato in sintesi

Si chiude un anno di dolcetti e scherzetti...
ma il 2026 sarà altrettanto sorprendente

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 4 dicembre 2025)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
5 novembre 2025

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 17

Dolci opportunità e qualche trabocchetto



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

Gentili lettori,

nell'ultimo mese, gli investitori che si sono affacciati ai mercati hanno nuovamente ottenuto dei benefici. Riteniamo ancora valida la narrativa legata a massa monetaria, politica fiscale e allentamento da parte delle banche centrali, trovando invece difficile costruire uno scenario ribassista in questo contesto.

Nonostante qualche episodio di volatilità, gli asset rischiosi hanno continuato a salire. L'oro ha perso un po' del suo splendore, poiché i prezzi sono scesi dai massimi storici, mentre le azioni e i titoli del Tesoro statunitensi hanno continuato a salire.

Gli investitori hanno mostrato qualche timore in vista di Halloween. Le banche regionali USA hanno momentaneamente agitato i mercati dopo che Zions Bancorp e Western Alliance Bancorp hanno segnalato crediti in sofferenza legati a fondi esposti a mutui commerciali in difficoltà. Insieme ai recenti fallimenti di Tricolor Holdings e del fornitore auto First Brands, i titoli bancari hanno subito un calo per il timore di ulteriori problemi di credito nascosti.

Anche i dati macro hanno alimentato la suspense. Il Giappone si è unito al trend globale di stimolo: la nuova premier, Sanae Takaichi, nei primi discorsi pubblici ha annunciato maggiore spesa pubblica, inserendo il Paese tra le grandi economie che adottano politiche fiscali espansive. In Cina, la crescita del PIL è rallentata al 4,8%, in lieve miglioramento rispetto all'atteso 4,7%, sebbene la crescita da inizio anno del 5,2% tenga comunque Pechino in linea con il suo target del 5%, quest'anno. Riteniamo che le valutazioni delle azioni cinesi siano ridotte e crediamo che possano offrire diversificazione rispetto all'esposizione concentrata sull'intelligenza artificiale (IA).

A proposito di IA, molti investitori si chiedono se non stia formando una bolla. Riteniamo valga la pena dare uno sguardo al manuale degli anni Novanta: prima della bolla delle dotcom¹, i multipli azionari avevano raggiunto quasi 100 volte gli utili, un livello da cui oggi siamo ben lontani; inoltre, la maggior parte delle società protagoniste dell'era Internet non era redditizia, mentre i colossi tecnologici odierni generano profitti elevati. La maggior parte delle aziende ha anche una posizione di liquidità netta. Pertanto, prima di parlare di bolle, preferiamo analizzare attività come leveraged buyouts, emissioni di nuove azioni o massicci programmi di buyback. I primi segnali emergono, ad esempio, dall'esame da parte della SEC USA di un prodotto NASDAQ con leva 5x², indicano che tra gli investitori retail esiste un interesse verso l'utilizzo della leva, anche se è ancora presto per trarre conclusioni.

In questo Investors' Outlook troverete le prospettive 2026 della Multi Asset Boutique, un approfondimento sui prezzi del cacao e la nostra view sui titoli azionari.

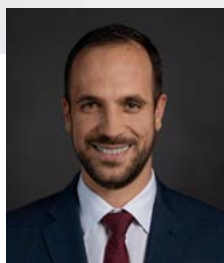
Alcuni titoli possono spaventare i mercati; il vero trabocchetto sta nella diversificazione, e noi vogliamo aiutare i nostri clienti a individuare tante dolci opportunità.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 19

4 Strategia di investimento



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Fuori dalla nebbia

Ottobre è iniziato con lo shutdown del governo statunitense, il ventesimo dal 1976, che ha messo in congedo non retribuito migliaia di lavoratori federali e sospeso importanti report economici, interrompendo le attività di raccolta e di pubblicazione dei dati del Bureau of Labor Statistics, del Bureau of Economic Analysis e del Census Bureau, con alcune eccezioni.

Gli operatori del mercato hanno quindi dovuto attingere a fonti alternative per valutare lo stato dell'economia, trovandosi però di fronte a un quadro contrastante. I dati sull'occupazione privata di ADP³ indicavano una perdita di circa 32'000 posti di lavoro a settembre, mentre le informazioni sulle carte di credito e altri indicatori di spesa ad alta frequenza segnalavano un indebolimento dell'attività dei consumatori. Gli investitori sembravano giungere alla conclusione che il mercato del lavoro, un tempo molto attivo, si fosse raffreddato, con le aziende caute nelle assunzioni, anche se i licenziamenti su larga scala non si erano ancora riflessi nei dati.

La mancanza di dati ufficiali non ha però impedito alla Federal Reserve USA (Fed) di tagliare i tassi di interesse a ottobre, con i policymaker che hanno espresso preoccupazione per l'andamento del mercato del lavoro. Sembra esserci disaccordo sull'opportunità di un nuovo taglio entro fine anno, e resta da vedere se la Fed procederà con un altro taglio nella riunione del 9–10 dicembre.

A quel punto, nella fase finale dell'anno, la nostra attenzione sarà già rivolta al 2026. Quali sono le nostre prospettive? Restiamo costruttivi sulla crescita globale, alla luce della prospettiva di politiche monetarie accomodanti e di misure a sostegno dello sviluppo. Non prevediamo un nuovo balzo dell'inflazione come nel 2021–2022; inoltre, poiché il 2026 sarà un anno di elezioni di metà mandato, il Presidente Trump avrà probabilmente interesse a ridurre l'incertezza. Pertanto, l'Investment Committee della Multi Asset Boutique di Vontobel ha deciso di mantenere invariata l'attuale allocazione degli asset. Maggiori dettagli a pagina 5 e l'outlook completo per il 2026 a partire da pagina 7.

	SOTTOPESO ⁴		NEUTRALE ⁵	SOVRAPPESO ⁶		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Restiamo neutrali sulla liquidità, pronti a impiegarla al presentarsi di nuove opportunità.
2 Obbligazioni		→				Nell'universo del reddito fisso, prediligiamo titoli di Stato e obbligazioni dei mercati emergenti (ME) con un posizionamento neutro. Manteniamo invece un sottopeso sui titoli corporate investment grade. Riteniamo che, dopo la contrazione degli spread seguita al Liberation Day, i rendimenti attuali non offrano una compensazione adeguata rispetto ai livelli storici, specie tenendo conto di rischi e volatilità di mercato. Lo stesso vale per le obbligazioni high yield, su cui rimaniamo sottopesati.
3 Azioni				→		Se le nostre ipotesi saranno corrette (vedi pagina 7), le azioni dovrebbero continuare a sovraperformare le obbligazioni. Manteniamo quindi un sovrappeso azionario, concentrato su Eurozona e mercati emergenti, che potrebbero beneficiare del calo del dollaro e di stimoli interni. Restiamo neutrali su azioni svizzere, statunitensi e giapponesi.
4 Oro			→			Manteniamo un posizionamento neutrale anche sull'oro, che a ottobre ha continuato a segnare nuovi record, superando i USD 4'300 per oncia. Tra i principali fattori trainanti, figura la crescente aspettativa che la Fed avrebbe continuato a tagliare i tassi d'interesse, dal momento che tassi più bassi rendono asset privi di rendimento come l'oro più interessanti. La solida domanda di beni rifugio (alimentata da tensioni commerciali, lo shutdown governativo negli Stati Uniti e timori di deprezzamento valutario) ha ulteriormente rafforzato il fascino dell'oro come strumento di copertura. Alcune banche centrali hanno continuato ad aumentare le riserve aurifere, sostenute dai significativi afflussi nei fondi negoziati in borsa. Verso la fine del mese, tuttavia, l'oro ha registrato un'ondata di vendite massicce, con un calo di oltre il 5% in un solo giorno, complice la presa di profitto, il rafforzamento del dollaro e il minore interesse verso gli asset rifugio. Mentre i fondamentali di lungo termine – come i timori legati al debito, al deprezzamento valutario e agli sforzi delle banche centrali per la de-dollarizzazione – restano intatti, il recente sell-off evidenzia che il rapido rally dell'oro potrebbe essere diventato eccessivo.
5 Materie prime			→			Manteniamo un posizionamento neutrale sulle materie prime. Per gran parte del 2025, l'economia globale è cresciuta al di sotto del proprio potenziale, penalizzata dai timori relativi alle guerre commerciali e all'incertezza politica. Guardando al futuro, diverse nostre ipotesi economiche di base supportano questa asset class ciclica, tra cui un atteso miglioramento degli indici globali dei direttori degli acquisti (PMI) nel settore manifatturiero ⁷ e continua debolezza del dollaro USA. Tuttavia, per adottare un outlook più ottimista sarebbe necessario un rafforzamento delle pressioni inflazionistiche e una riduzione dell'eccesso di offerta petrolifera.
6 Strategie alternative			→			Ribadiamo il posizionamento neutrale sui fondi alternativi e sull'immobiliare.

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

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘



Si chiude un anno di dolcetti e scherzetti... ma il 2026 sarà altrettanto sorprendente

A ogni Halloween, i bambini suonano alle porte e fanno la tradizionale richiesta: «Dolcetto o scherzetto?». Nel secondo mandato di Trump, però, a bussare alle porte degli americani non c'erano piccoli in maschera... bensì lo stesso Presidente. Con la sua politica estera e commerciale imprevedibile, il Tycoon ha infatti tenuto i mercati mondiali sulle spine, alimentando tra gli investitori l'incertezza su ciò che sarebbe potuto accadere. Avrebbe fatto uno scherzetto – introducendo dazi, sanzioni o tensioni commerciali – oppure avrebbe regalato un dolcetto, come un accordo commerciale a sorpresa o un rally dei mercati azionari? Nel vero spirito di Halloween, Trump ha anche distribuito occasionalmente dolcetti, premiando gli investitori con improvvisi picchi di ottimismo e guadagni inattesi in mezzo al caos.



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



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

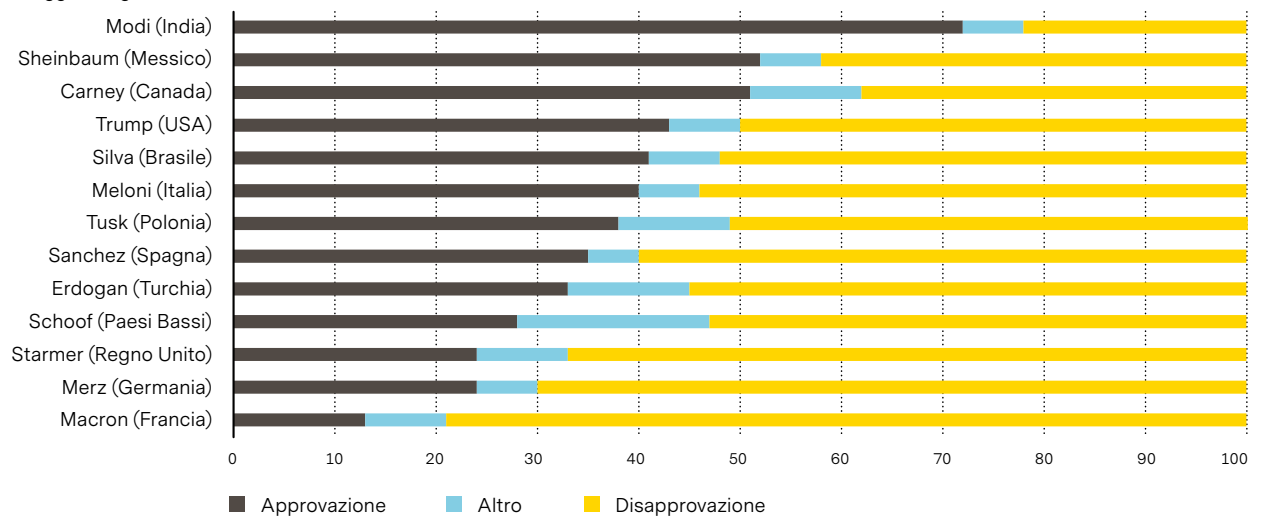
Sul fronte delle guerre commerciali, la raffica di dazi imposti da Trump ha inciso sulle catene di approvvigionamento mondiali, aumentando le preoccupazioni legate ai maggiori costi dei fattori produttivi per le società e, in fin dei conti, anche per i consumatori. I partner commerciali hanno risposto minacciando dazi di ritorsione e/o reindirizzando le proprie merci altrove. Le aziende, in particolare quelle con sede negli Stati Uniti, hanno invece reagito in due modi differenti. Alcune si sono precipitate a fare scorte di merci per muoversi in anticipo⁸ rispetto ai dazi previsti; in questo modo, hanno distorto in maniera significativa diversi indicatori macroeconomici, come i dati mondiali sulle esportazioni e quelli relativi al prodotto interno lordo (PIL) degli Stati Uniti. Altre aziende, invece, hanno posticipato le spese in conto capitale e i piani di assunzione.

Questo atteggiamento ha anche lasciato un segno sul mercato del lavoro USA, un tempo molto attivo e competitivo. Mentre il tasso di disoccupazione resta a uno storico minimo del 4,3%, la creazione di posti di lavoro nel settore privato è rallentata, diventando anche negativa, dall'estate. La pubblicazione di un report mensile particolarmente deludente sull'occupazione ha portato al licenziamento di un alto funzionario del lavoro, sollevando preoccupazioni sull'affidabilità dei dati statunitensi. Nonostante il generale allentamento del mercato del lavoro, alcuni settori, specie quelli basati sulla forza lavoro straniera, restano sotto pressione, soprattutto a causa della linea dura di Trump sull'immigrazione.

Dal suo ritorno allo Studio Ovale, a fine gennaio, Donald Trump ha seguito una fitta agenda: misure commerciali di ampia portata, politiche industriali aggressive, profonda deregolamentazione, e un ampliamento del potere esecutivo. L'interazione tra queste misure, a volte, invece di fornire risposte, ha sollevato più domande – per le aziende, gli investitori e la macroeconomia più in generale.

Grafico 1: I leader globali devono agire in maniera decisa (attraverso misure di sostegno alla crescita) se vogliono assicurarsi la sopravvivenza politica

Monitoraggio del gradimento dei leader mondiali



Fonte: Morning Consult, Vontobel; le date vanno dal 1° ottobre al 7 ottobre 2025.

Le politiche del Presidente americano hanno influenzato anche gli ultimi rapporti sull'inflazione statunitense. Dopo l'attenuazione dei prezzi al consumo a inizio anno, scesi al 2,3% su base annua ad aprile, questi hanno ripreso a crescere in maniera costante, raggiungendo il 3,0% a settembre, con sensibili aumenti nei prezzi di beni e alimentari. Nonostante Trump sostenga che saranno gli esportatori esteri a farsi carico dei costi delle guerre commerciali, l'inflazione resta contenuta in regioni come l'Eurozona (+2,1% a ottobre), Cina (-0,3% a settembre) e Svizzera (+0,1% a ottobre).

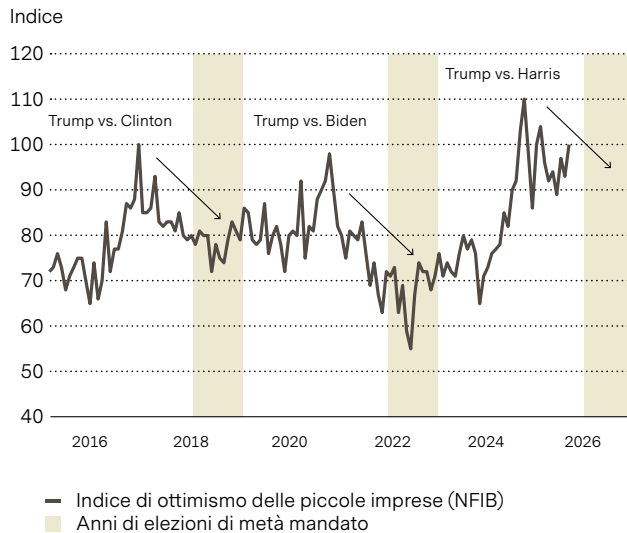
In un contesto di mercato del lavoro debole, tensioni geopolitiche persistenti e prezzi ostinatamente elevati, i consumatori USA hanno sviluppato un crescente pessimismo. Secondo l'Università del Michigan, il sentiment dei consumatori si è raffreddato per il terzo mese consecutivo a ottobre, mentre l'indicatore del Conference Board ha confermato un outlook altrettanto prudente. Questo trend ha spinto alcuni consumatori, specie quelli nelle fasce di reddito medio-basse, a tagliare le spese. Sebbene questo cambiamento non sarà immediatamente visibile nei dati sulle vendite al dettaglio (che non sono corretti per l'inflazione⁹), risulterà più evidente nelle spese legate ai consumi personali, una componente chiave del PIL USA.

La combinazione di rallentamento della crescita, inflazione vischiosa e visibilità limitata ha complicato il percorso verso un taglio dei tassi d'interesse da parte della Fed: nonostante la pressione pubblica esercitata da Trump per abbassare i tassi, il Presidente della Fed Jerome Powell ha infatti giustificato la scelta di non agire citando l'incertezza politica e i rischi di inflazione. Di conseguenza, la Fed ha mantenuto un approccio attendista per diversi mesi prima di decidere di riprendere, alla fine, a tagliare i tassi di interesse a settembre. Altrove, le principali banche centrali hanno continuato il proprio ciclo di allentamento relativamente indisturbate. Diversi membri della Banca centrale europea hanno segnalato che, dopo otto tagli dei tassi, il «ciclo di allentamento è vicino alla fine o è giunto alla fine¹⁰», mentre la Banca Nazionale Svizzera ha ridotto i tassi a zero, indicando che la soglia per introdurre tassi negativi rimane elevata¹¹.

Il nostro scenario economico di base per il 2026: prepararsi a nuovi scherzetti... ma anche a nuovi dolcetti

Ora che ci avviciniamo al 2026, cosa dovremmo attenderci in termini di crescita economica, inflazione e politica monetaria? Sulla crescita economica, il nostro outlook è ottimista – e per diversi motivi. In primo luogo, la maggior parte delle banche centrali mondiali si trova ancora in una fase di taglio dei tassi, piuttosto che in una fase di aumento. Tra queste, anche l'Istituto probabilmente più

Grafico 2: L'incertezza politica è generalmente ai minimi negli anni delle elezioni di metà mandato

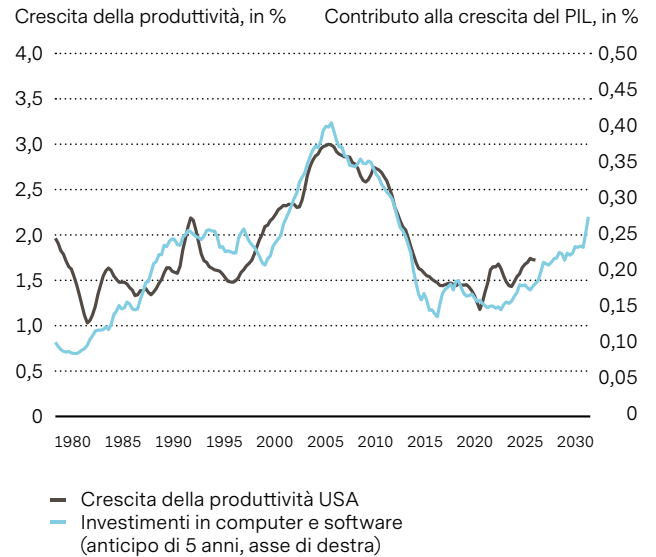


Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 ottobre 2025.

influyente, la Fed, che ha ancora molta strada da fare prima di arrivare in territorio «neutrale». Secondo le proiezioni della stessa Fed, un tasso di riferimento neutrale si aggira attorno al 3%, un valore raggiungibile all'incirca attraverso altri quattro tagli dei tassi. Poiché la politica monetaria in genere influenza l'economia «reale» in ritardo, ci aspettiamo che l'impatto positivo dei tagli dei tassi passati (e futuri) si faccia sentire per gran parte del 2026. Analizzando prestiti e leasing delle banche commerciali statunitensi, emerge che varie banche hanno aumentato i prestiti, trainate da tassi d'interesse inferiori e dalle aspettative di un allentamento regolamentare (dopo la nomina di Michelle Bowman, membro della Fed, a vicepresidente responsabile della supervisione, Bowman ha infatti promosso una revisione delle normative bancarie).

Dal punto di vista fiscale, riteniamo che i leader politici mondiali dovrebbero agire per implementare misure a sostegno della crescita se intendono garantire la propria sopravvivenza politica; questo vale soprattutto per i leader europei, che godono di una popolarità tutt'altro che ampia (grafico 1). Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, i deficit fiscali dovrebbero rimanere ampi il prossimo anno, con vari Paesi, come Germania, Cina, India, destinati anche ad aumentarli.

Grafico 3: In passato, gli investimenti tecnologici anticipavano la crescita della produttività



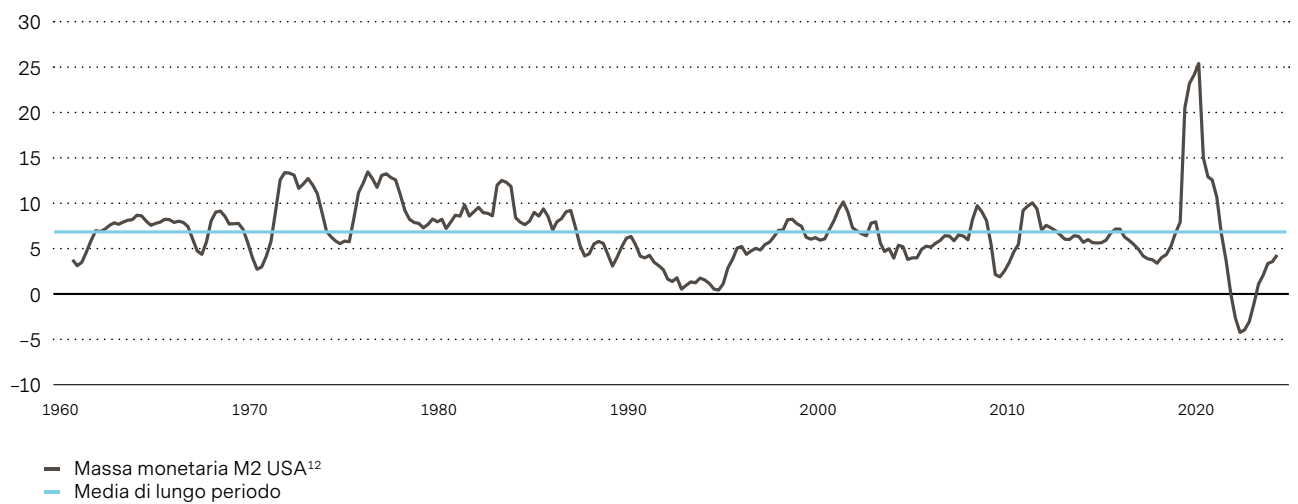
Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 ottobre 2025.

Negli Stati Uniti, a nostro avviso Trump ha forti incentivi per evitare di introdurre eccessiva incertezza, concentrandosi invece sulla sua riduzione. Le prossime elezioni di metà mandato, in programma per il 3 novembre 2026, saranno determinanti per il controllo del Congresso, dove al momento i Repubblicani detengono una risicata maggioranza in entrambe le camere. Come mostrato nel grafico 2, l'incertezza politica ha sempre raggiunto i livelli più bassi negli anni delle elezioni di metà mandato. Questo dato non stupisce, poiché l'incertezza non è generalmente d'aiuto quando si cerca di assicurare una vittoria elettorale. Riteniamo che la prossima revisione congiunta dell'Accordo Stati Uniti-Messico-Canada (USMCA), programmata per luglio 2026, potrebbe offrire a Trump un'opportunità di perseguire quello che lui definirebbe probabilmente un «grande» accordo commerciale.

In ultimo, ravvisiamo un potenziale di aumento della produttività trainato dalla più ampia adozione dell'intelligenza artificiale (IA). Gli anni '90 rappresentano un chiaro esempio di come i progressi tecnologici possano sostenere la crescita economica senza innescare un significativo aumento dell'inflazione (grafico 3). In quel periodo, infatti, l'adozione di computer, internet e altri strumenti digitali ha migliorato la produttività in vari settori, consentendo comunicazioni più rapide, maggiore automazione e migliore efficienza. Una maggiore produttività ha poi

Chart 4: Grafico 3: La massa monetaria negli Stati Uniti è ben al di sotto dei livelli che in precedenza hanno portato a un'inflazione più alta

Variazione % annua



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 ottobre 2025.

consentito alle aziende di pagare salari più alti senza aumentare i prezzi.

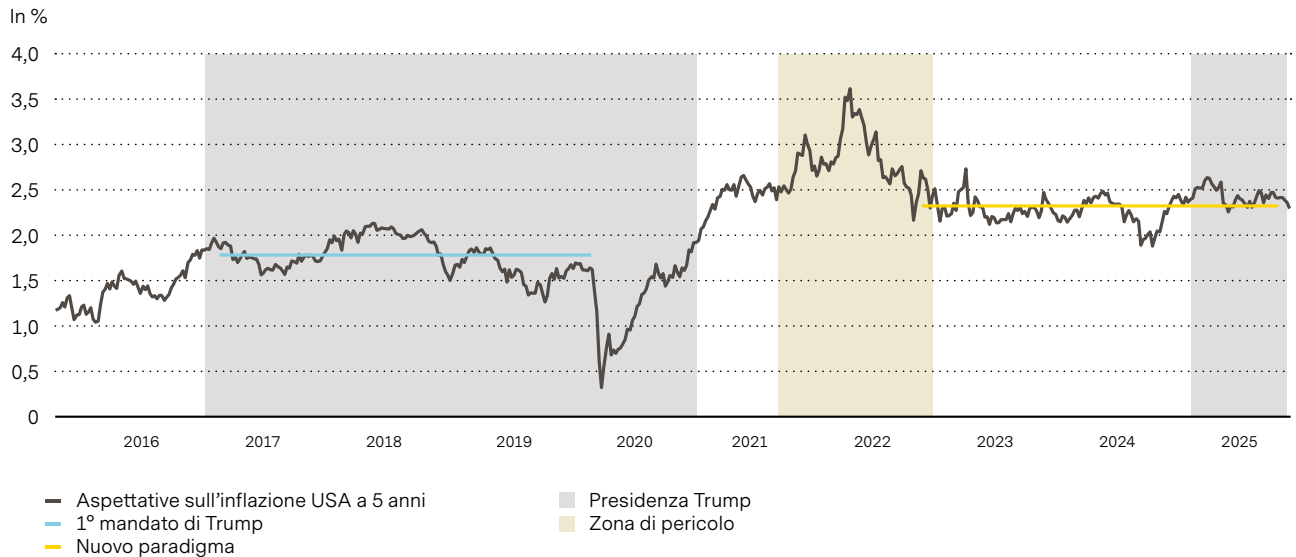
Quali sono le nostre prospettive sull'inflazione? È probabile che i consumatori USA inizieranno ad avvertire le conseguenze dei dazi più elevati nel 2026. Al momento si ritiene che le aziende statunitensi abbiano trasferito ai consumatori solo una parte dei costi legati ai dazi, e ci aspettiamo un ulteriore passaggio di costi nel corso dell'anno. Prevediamo, inoltre, che un indebolimento del dollaro USA possa portare a un aumento dei prezzi dei beni importati. Detto questo, non ci aspettiamo un netto aumento dell'inflazione, come quello verificatosi nel 2021–2022; perché? Per prima cosa, i prezzi dei beni hanno un peso molto minore nel paniere dell'inflazione statunitense rispetto, ad esempio, ai prezzi dei servizi; in secondo luogo, i dazi hanno lo stesso effetto delle imposte sui consumatori, riducendo il reddito disponibile e limitando la spesa; terzo, sebbene attendiamo un taglio dei tassi d'interesse da parte della Fed verso livelli «neutrali» nei prossimi mesi, non prevediamo un movimento in territorio «accomodante» (ovvero stimolativo). Malgrado la massa monetaria negli Stati Uniti sia in aumento, resta ben al di sotto dei livelli che storicamente hanno portato a un'inflazione significativamente più alta (grafico 4). Quarto, con l'indebolimento del mercato del lavoro USA, i lavoratori perdono potere di negoziazione, il che riduce la pressione

al rialzo sui salari. Quinto, al momento non ravvisiamo problemi significativi sulla fornitura o sulla catena di approvvigionamento: l'OPEC+ (Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio e relativi alleati) continua a portare greggio sul fino alla fine di dicembre e l'aumento delle scorte dell'OCSE ha tenuto i prezzi nel range di USD 60–65 al barile. Continuiamo inoltre a ritenere che la Cina «esporterà» la deflazione nel mondo a causa di un'importante sovrapproduzione nelle principali industrie, come quella dei veicoli elettrici e dei pannelli solari. In ultimo, siamo convinti che l'ampia adozione dell'IA possa avere un effetto disinflazionistico.

Le nostre previsioni per il 2026: i rischi

Come sempre, le nostre previsioni presentano dei rischi. Un rischio per la crescita è rappresentato – forse senza sorprese – dallo stesso Trump; sebbene a nostro avviso sarebbe opportuno ridurre l'incertezza in un anno di elezioni di metà mandato, non siamo sicuri che il Tycoon sia dello stesso parere. L'aliquota dei dazi USA – calcolata come rapporto tra le entrate doganali e le importazioni di beni durevoli – si attesta attualmente su un massimo pluridecennale di circa il 10%. Ciò non significa necessariamente, però, che non potrà crescere ulteriormente: durante la prima metà del XX secolo, il valore era infatti di circa il doppio. Anche il conflitto tra Russia e Ucraina rappresenta un rischio per il nostro outlook di crescita.

Grafico 5: Lo spazio per gli esperimenti politici senza gravi conseguenze è probabilmente limitato



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 ottobre 2025.

Nonostante la possibilità di un cessate il fuoco resti aperta, il conflitto potrebbe ancora subire un'escalation, innescando un potenziale shock delle quotazioni petrolifere prima di un'eventuale risoluzione. Non dimentichiamo poi i problemi fiscali di varie economie: la Francia è alle prese con deficit elevati e uno stallo politico, mentre gli Stati Uniti con livelli di debito elevati e costi del debito altrettanto alti. Va monitorata, inoltre, la dimensione legale: la Corte Suprema potrebbe infatti dichiarare illegittima la guerra commerciale di Trump. Diverse piccole imprese e Stati a guida democratica stanno infatti contestando i dazi all'importazione, sostenendo che essi costituiscono un aumento fiscale di USD 3'000 miliardi per gli americani e superino i poteri del Presidente. Se il governo americano dovesse essere costretto a restituire i ricavi derivanti dai dazi, ciò potrebbe scatenare una crisi fiscale. Un altro motivo di preoccupazione è la possibilità di un peggioramento della contrazione del credito – si consideri, ad esempio, la recente vicenda fallimentare che ha coinvolto il fornitore di componenti auto First Brands e l'istituto di credito per auto Tricolor, che ha portato il CEO di JPMorgan Chase, Jamie Dimon, a mettere in guardia su «altri scarafaggi» nell'economia statunitense¹³.

Un ulteriore rischio per le nostre prospettive per l'inflazione è rappresentato dal deprezzamento del mercato dei cambi (FX). Il dollaro USA ha subito un deprezzamento di circa il

10% rispetto a un paniere di valute principali nel 2025, e molte delle azioni di Trump, in particolare la potenziale sostituzione del Presidente della Fed Powell con un successore dall'atteggiamento più dovish potrebbe esercitare un'ulteriore pressione al ribasso sul Biglietto Verde. Un dollaro significativamente più debole potrebbe spingere l'inflazione importata a livelli ancor più elevati.

Detto questo, le aspettative di inflazione a lungo termine negli Stati Uniti hanno superato il range in cui erano rimaste durante il primo mandato di Trump. Dopo il picco di circa il 3,5% durante la crisi dell'inflazione del 2022–2023, sono cambiate verso un nuovo e più elevato paradigma. Questo è importante perché, quando le aspettative di inflazione aumentano bruscamente, rischiano di trasformarsi in profezie che si autoavverano, influenzando il comportamento dei consumatori e, di conseguenza, potenzialmente spingendo verso l'alto i livelli di inflazione. Riteniamo che questo lasci ai politici poco spazio per concedersi troppi «scherzetti» senza dover subire gravi conseguenze (grafico 5).

Tono batte trend, nel buio dei dati



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

Lo shutdown del governo USA ha interrotto i dati economici ufficiali, privando i mercati dei punti di riferimento tradizionali. Il flusso costante di dati su occupazione, consumi, prezzi e produzione si è interrotto, lasciando indagini sul sentiment e aneddoti a colmare il vuoto. In questo scenario, il tono prevale sul trend. Gli investitori analizzano attentamente discorsi della Fed, presentazioni dei risultati societari e monitoraggi dei pagamenti con carta di credito alla ricerca di una direzione da seguire; la percezione diventa essa stessa una forza di mercato.

Nell'ultima riunione, la Fed ha tagliato i tassi di 25 punti base, portandoli al 4,00%. Una decisione attesa, ma Jerome Powell ha chiarito che non c'è alcuna garanzia di un nuovo taglio entro fine anno. Il Comitato era diviso: Jeffrey Schmid della Fed di Kansas City voleva mantenere i tassi invariati, mentre Stephen Miran spingeva per un taglio di mezzo punto. Powell ha parlato di opinioni molto diverse sui rischi e sulle prospettive economiche. Powell ha sottolineato la difficoltà di agire senza dati completi: «Quando c'è nebbia, si rallenta¹⁴», ha detto, lasciando intendere che la mancanza di dati potrebbe pesare sulla riunione di dicembre.

Nel 2025 i mercati prevedono tagli dei tassi più ampi rispetto alle indicazioni della Fed (grafico 1), nonostante un lieve indebolimento del lavoro. Non è ancora il momento di ricostruire posizioni ribassiste, dato che restano alte la sensibilità al credito e le tensioni commerciali.

High yield: rendimento sì, ma poca protezione

I titoli high yield offrono ancora rendimento da carry, ma garantiscono una protezione limitata. Riteniamo che il premio sul credito sia esiguo. Gli spread costituiscono all'incirca il 42% del rendimento totale rispetto alla media di lungo periodo di quasi il 66%. Il grafico 2 mostra come la compensazione per il rischio di credito si sia erosa nell'ultimo decennio.

I rendimenti restano vicini ai massimi pluriennali, ma una parte minore proviene dagli spread: gli investitori ottengono soprattutto il tasso privo di rischio, non un vero premio di credito. Il rendimento appare buono e le prospettive accettabili, ma il margine di errore è ridotto, con poca protezione in caso di rallentamento o aumento dei default.

Secondo noi, è rendimento senza rete di sicurezza, con scarse prospettive di guadagno da un restringimento degli spread. L'argomento per un'esposizione ampia al credito è debole: la selettività è quindi essenziale. Preferiamo puntare su qualità, struttura e liquidità, dove la gestione attiva mostra il suo valore.

Grafico 1: Cosa scontano i mercati e cosa segnala la Fed

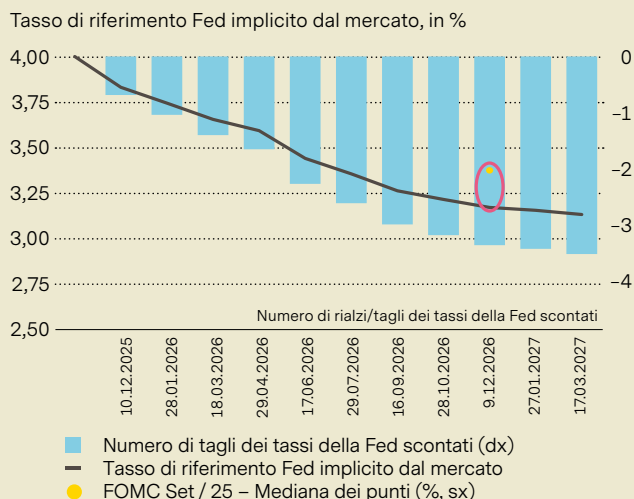
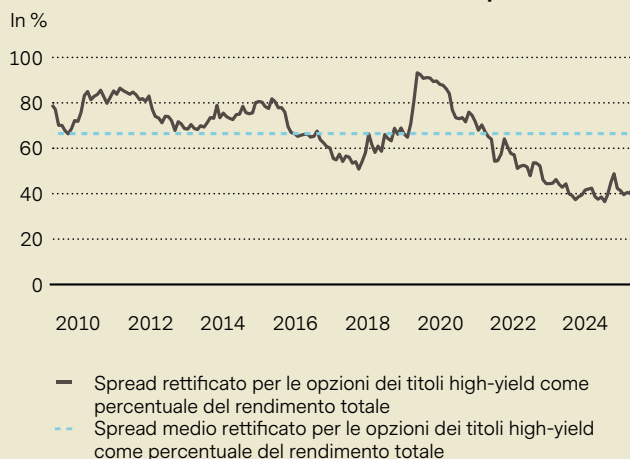


Grafico 2: Carry senza protezione – la quota da spread resta ben al di sotto dei livelli storici di compensazione



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

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 22 ottobre 2025.

IA: boom di spesa o bolla speculativa?



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

Tra ribassisti e rialzisti si è acceso il dibattito sull'aumento degli investimenti legati all'IA, sulle valutazioni elevate delle società esposte a questo trend e sull'ecosistema autosufficiente che si è creato attorno ad esso. Molti si chiedono se non stiamo cavalcando la prossima grande bolla (grafico 1).

Negli ultimi mesi sono aumentati gli allarmi sulla possibilità di una bolla legata all'IA, provenienti sia dagli istituti finanziari sia dai leader stessi di questo megatrend. Pur riconoscendo il potenziale trasformativo dell'IA sul lungo periodo, molti sottolineano la possibilità di battute d'arresto lungo il percorso.

Queste preoccupazioni emergono in un contesto di rally apparentemente inarrestabile nei mercati azionari, guidato soprattutto da poche grandi società tecnologiche USA esposte all'IA e con valutazioni elevate. Persino il governo statunitense ha acquisito partecipazioni in alcune di queste aziende, finanziando importanti iniziative legate all'IA come il progetto Stargate¹⁵, e sollecitando i giganti tecnologici a impegnarsi in investimenti IA domestici per miliardi di dollari nei prossimi anni. La spesa in

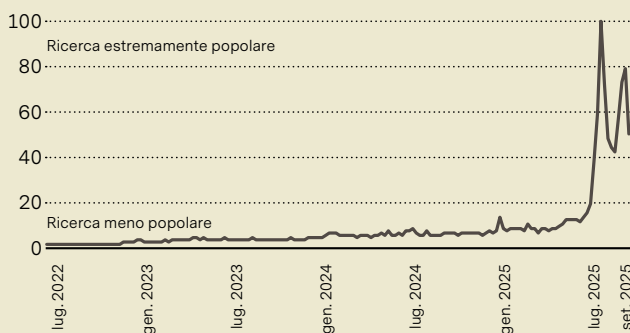
conto capitale per i data center è solo parte della storia: la vera sfida è la domanda di energia, ormai un limite critico. I recenti accordi di OpenAI implicano un fabbisogno di circa 17 gigawatt¹⁶, pari alla capacità di 17 centrali nucleari¹⁷. Questo ha alimentato timori che valutazioni elevate, flussi d'investimento circolari e crescente domanda di energia possano generare un circolo vizioso, senza chiarezza su come le aziende monetizzeranno i rendimenti.

L'impatto degli investimenti legati all'IA sul PIL reale USA è già evidente (grafico 2): con un PIL annuale prossimo a USD 30'000 miliardi, la spesa legata all'IA contribuisce ora per oltre l'1% alla crescita trimestrale, ovvero a circa un terzo dell'espansione totale. In altre parole, l'IA è diventata un motore chiave dell'economia USA; ma ciò basta a rendere questo trend una bolla?

Dalla nostra analisi, che tiene conto di molteplici criteri, confrontando le condizioni attuali con le bolle del passato, emerge un quadro sfaccettato. Alcuni segnali indicano crescenti rischi di surriscaldamento, altri evidenziano invece differenze significative rispetto a episodi speculativi precedenti. Leva più bassa, meno offerte pubbliche iniziali (IPO) non redditizie, valutazioni più ragionevoli e solidi utili dei leader IA all'S&P 500 indicano un contesto più equilibrato, simile alle prime fasi di adozione di passate tecnologie rivoluzionarie. Riteniamo che i titoli tech USA legati all'IA non siano ancora in bolla.

Grafico 1: Netto aumento delle ricerche relative a «Bolla IA» su Google

Google Trends, per l'espressione «Bolla IA»

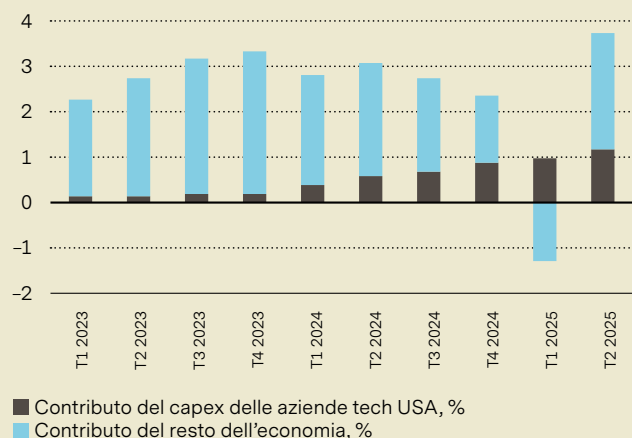


Nota: 100 indica un picco di popolarità per il termine. 50 indica che il termine è popolare per metà rispetto al valore massimo. 0 indica che non ci sono abbastanza dati per il termine in questione.

Fonte: Google Trends, Vontobel; al 23 ottobre 2025.

Grafico 2: Come gli investimenti tecnologici e in IA guidano la crescita del PIL trimestrale USA

Crescita trimestrale del PIL reale USA, %



Fonte: Bloomberg, Vontobel, dati al 23 ottobre 2025.

Un dolce dal retrogusto amaro



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

Un tempo protagonista dell'ascesa dei prezzi delle materie prime, il cacao ha iniziato a tornare a livelli più normali, lasciando commercianti e produttori di fronte a un mercato che, da ricco e succulento, è ora diventato leggermente amaro.

Per anni, i prezzi del cacao hanno seguito una sola traiettoria – quella al rialzo. Lo scorso anno, il cacao in grani ha superato i USD 12'000 per tonnellata metrica. A oggi, però, i prezzi si negoziano intorno ai USD 6'000 (grafico 1).

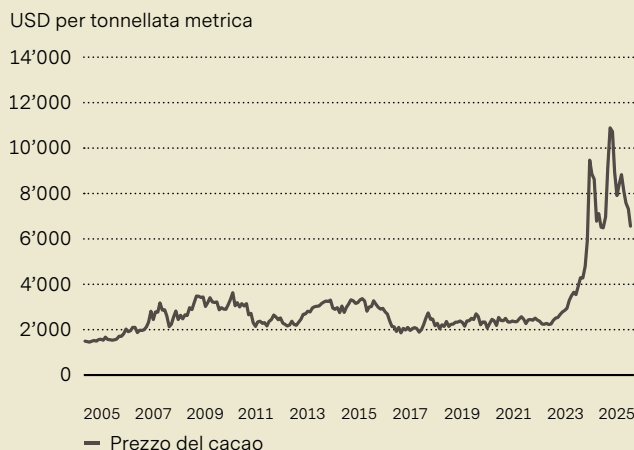
Diversi fattori hanno contribuito all'inversione di tendenza, in particolare il miglioramento delle prospettive di fornitura globale dopo varie stagioni di perturbazioni meteorologiche. Le condizioni in Africa occidentale, dove cresce il 70% del cacao mondiale, si sono stabilizzate: le piogge in Costa d'Avorio, il principale Paese produttore, hanno ridotto le pressioni sull'offerta, mentre il Ghana, il secondo maggiore produttore di cacao, ha anticipato di due mesi la stagione di raccolta 2024/2025, contribuendo ad attenuare i timori legati alla disponibilità del prodotto. Nel frattempo, l'UE ha proposto di posticipare di un anno l'entrata in vigore della legge anti-deforestazione, scelta che

potrebbe temporaneamente attenuare l'aumento dei costi e la complessità produttiva, dato che l'Europa rappresenta il 36% della domanda globale di cacao.

Al contempo, gli indicatori della domanda si sono indeboliti (grafico 2): nel terzo trimestre, la macinazione del cacao, metrica chiave per il settore cioccolatiero, è calata del 4,8% su base annua in Europa e del 3,4% in Asia. Con prezzi ancora alti rispetto alla media storica, i produttori hanno ridotto gli acquisti o modificato le formulazioni, contribuendo a una pressione ribassista. Anche il posizionamento speculativo si è mosso in senso opposto: gli hedge fund e gli altri investitori che avevano scelto il cacao nel 2024 hanno iniziato a liquidare aggressivamente le posizioni all'inizio del 2025, accelerando la flessione. I governi dei Paesi produttori hanno reagito al nuovo scenario: a ottobre, la Costa d'Avorio ha portato il prezzo di produzione a un record di XOF 2'800/kg per la raccolta 2025–2026, per sostenere gli agricoltori e incentivarli a vendere i grani invece di trattenerli per far salire i prezzi.

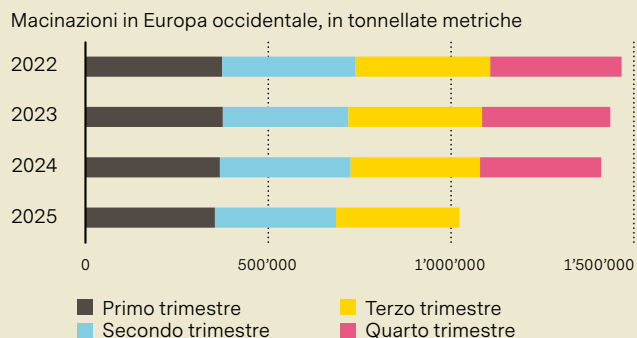
A ottobre, il mercato del cacao appare stabilizzato, con prezzi più bassi e meno volatili. Sebbene non si possa escludere un nuovo picco in caso di raccolti deludenti o di un aumento inatteso della domanda, i massimi del 2024 sembrano lontani. Gli operatori seguono con attenzione i dati su macinazioni e raccolti in Africa occidentale. Al momento, il cacao si muove secondo dinamiche più legate ai fondamentali.

Grafico 1: Un inizio anno amaro



Fonte: Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO), Vontobel; al 20 ottobre 2025.

Grafico 2: La domanda dei produttori di cioccolato è in calo



Nota: Le macinazioni di cacao in Europa occidentale indicano la domanda di cacao e prodotti al cioccolato da parte dei produttori di cioccolato. Un aumento delle macinazioni indica una domanda più solida, mentre un calo suggerisce un indebolimento della domanda causato, ad esempio, da prezzi elevati, problemi lungo la catena di approvvigionamento o diverse abitudini di spesa dei consumatori.

Fonte: StatSer (Statistic Services), Leusden, Paesi Bassi; al T3 2025.

Niente paura per il dollaro USA, il franco svizzero fa magie



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

Lo shutdown del governo USA iniziata il 1° ottobre ha finora avuto pochi effetti immediati sul dollaro americano, proprio come nei precedenti shutdown, incluso quello del 2018–2019, quando la valuta rimase relativamente stabile. Tuttavia, se la chiusura dovesse protrarsi, il suo impatto potrebbe diventare più evidente, con possibili ripercussioni sulla crescita del PIL e sulla spesa dei consumatori.

Scott Bessent, Segretario al tesoro USA, ha avvertito che lo shutdown potrebbe costare USD 15 miliardi a settimana¹⁸ all'economia del Paese, riducendo potenzialmente la crescita del PIL di 0,1–0,2 punti percentuali ogni sette giorni. Anche il Council of Economic Advisers stima un calo di USD 30 miliardi nella spesa dei consumatori durante uno shutdown di un mese¹⁹. I principali disagi economici riguardano gli stipendi non pagati, soprattutto per dipendenti federali e contractor. Mentre i primi ricevono di norma gli arretrati, i secondi non hanno la stessa tutela, con rischi di tensioni finanziarie e minore spesa dei consumatori, che può pesare su fiducia e vendite al dettaglio. Nonostante questi sviluppi, però, lo US Dollar Index è aumentato dell'1,3% dall'1 al 23 ottobre (grafico 1).

Grafico 1: Resilienza del dollaro USA nonostante l'incertezza dello shutdown



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 ottobre 2025.

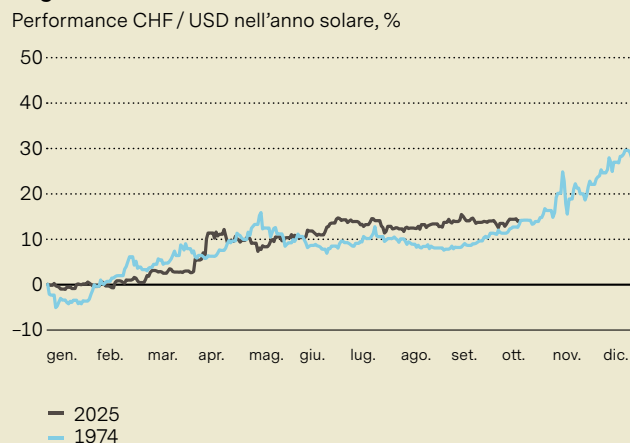
Guadagni record per il franco svizzero

Il franco svizzero è destinato a registrare guadagni record nel 2025. Il successo del franco svizzero si basa su fattori strutturali come stabilità fiscale, debito sostenibile e surplus esterni, che lo pongono in vantaggio rispetto alle altre valute del G-10. Analizzando la performance del franco rispetto al dollaro (CHF/USD) a partire dal 1971, l'anno di maggiore apprezzamento si registra nel 1974 (grafico 2).

Il 2025, tuttavia, si prospetta come uno dei migliori avvisi della storia recente, con il franco svizzero che ha guadagnato significativo terreno rispetto al dollaro USA. Se lo slancio attuale dovesse protrarsi, questo potrebbe rivelarsi un anno di guadagni senza precedenti per la valuta della Confederazione. Le incertezze globali e i solidi fondamentali svizzeri (bassa disoccupazione, stabilità politica) hanno rafforzato la domanda del franco come valuta rifugio.

Il fascino del franco svizzero resterà forte, poiché stabilità fiscale, debito sostenibile e solidi legami esterni diventano sempre più rilevanti per le valute del G-10²⁰. Le monete con finanze solide e surplus esterni tenderanno a sovraperformare.

Grafico 2: Il franco svizzero ha registrato il migliore avvio dagli anni '70



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 22 ottobre 2025.

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	1,3	1,3	1,1	
USA	2,8	2,1	1,9	1,8	
Giappone	0,1	1,7	1,1	0,7	
Regno Unito	0,9	1,4	1,4	1,2	
Svizzera	1,4	1,3	1,1	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 2025⁵
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	0,6	→

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	1,93	1,95	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	4,50	4,00	3,61	3,26	→
CHF	0,50	0,00	-0,03	0,00	→

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	2,65	2,85	2,97	↓
USD	4,57	4,09	4,10	4,07	→
CHF	0,33	0,12	0,42	0,59	→

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	0,96	↑
CHF per USD	0,91	0,81	0,80	0,81	↓
USD per EUR	1,04	1,15	1,19	1,21	↑

MATERIE PRIME	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵
Brent, USD per barile	75	65	62	63	↑
Oro, USD per oncia troy	2'625	3'963	3'800	3'925	→
Rame, USD per tonnellata metrica	8'768	10'664	9'935	10'250	→

Nota: Le opinioni sono aggiornate al 5 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 Periodo di crescita speculativa del mercato azionario alla fine degli anni '90, quando gli investitori investirono in società basate su Internet spesso nuove, non redditizie e sopravvalutate. La bolla scoppiò tra il 2000 e il 2001.
- ² Fonte: articolo Reuters pubblicato il 17 ottobre 2025. reuters.com/legal/government/sec-says-unclear-if-proposed-3x-5x-leveraged-etfs-would-be-approved-2025-10-16/
- ³ ADP è un'azienda che monitora e riporta mensilmente quante persone vengono assunte o pagate negli Stati Uniti, offrendo una visione anticipata delle tendenze occupazionali rispetto ai dati ufficiali del governo.
- 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 adatte a un determinato gruppo di clienti.
- ⁷ Indicatori economici basati su sondaggi tra dirigenti aziendali che misurano la salute di un settore. Un PMI sopra 50 indica crescita, sotto 50 contrazione.
- ⁸ Aziende che agiscono in anticipo per ottenere vantaggi, ad esempio acquistando merci prima di nuovi dazi o regolamenti.
- ⁹ Le vendite al dettaglio nominali misurano il valore totale delle vendite senza tenere conto dell'inflazione.
- ¹⁰ Fonte: articolo CNBC pubblicato il 16 ottobre 2025. cnbc.com/2025/10/16/top-ecb-board-members-see-sticky-inflation-but-clear-rate-path.html
- ¹¹ Fonte: articolo Swissinfo pubblicato il 8 settembre 2025. swissinfo.ch/eng/snb-has-high-bar-for-next-rate-cut%2C-schlegel-tells-migros-magazin/89964365
- ¹² M2 è la quantità totale di denaro contante, conti correnti e risparmi facilmente accessibili negli Stati Uniti.
- ¹³ Fonte: articolo CNN pubblicato il 16 ottobre 2025. edition.cnn.com/2025/10/16/business/jamie-dimon-us-economy-cockroaches
- ¹⁴ Fonte: Trascrizione della Federal Reserve statunitense, pubblicata il 29 ottobre 2025. federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpre-sconf20251029.pdf
- ¹⁵ Iniziativa statunitense su larga scala per costruire infrastrutture fisiche e digitali a supporto dei sistemi di IA avanzata.
- ¹⁶ Fonte: articolo Computing pubblicato il 26 settembre 2025. computing.co.uk/news/2025/ai/sam-altman-s-planned-ai-datacentres-will-consume-more-power-than-entire-countries
- ¹⁷ Fonte: Dipartimento dell'Energia USA, 31 marzo 2021. energy.gov/ne/articles/infographic-how-much-power-does-nuclear-reactor-produce
- ¹⁸ Fonte: articolo Reuters pubblicato il 15 ottobre 2025. reuters.com/world/us/us-investment-boom-is-sustainable-bessent-says-2025-10-15/
- ¹⁹ Fonte: Council of Economic Advisers, ottobre 2025. whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/10/Economic-Consequences-of-a-Government-Shutdown-4.pdf
- ²⁰ Il G-10 è un gruppo di principali paesi sviluppati che coordinano le politiche economiche e finanziarie globali.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

