



Vontobel

Investors' Outlook

Unire i puntini

Settembre 2026



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Giusto in tempo

6 Mercato in sintesi

Con affetto, Kevin

14 Asset class sotto la lente

18 Previsioni

21 Riferimenti

Glossario e fonti

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
Clémence Rusek,
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 1 ottobre 2026)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
2 settembre 2026

Data di pubblicazione
3 settembre 2026

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 19

Unire i puntini



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Gentili lettori,

di ritorno dalla pausa estiva, sono tanti i puntini da unire, anche se non conducono necessariamente tutti alla stessa conclusione.

Prendiamo ad esempio l'economia. Stando al «Dottor Rame»,¹ l'economia sarebbe in forte espansione, sostenuta dalla domanda di data center, reti elettriche e infrastrutture per l'intelligenza artificiale (IA). Da anni, invece, l'indice di fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan ci dice il contrario, preannunciando una recessione che non si è ancora verificata. I consumi hanno tenuto bene, grazie anche a un'economia a forma di K² mentre le famiglie più abbienti hanno continuato a spendere,³ quelle con redditi più bassi hanno risentito molto di più della crisi.

Si sono per ora attenuate diverse altre preoccupazioni degli investitori. A nostro avviso, è improbabile che il credito privato sia la goccia che farà traboccare il vaso. Il mercato rimane vigile mentre il settore assorbe alcuni crediti inesigibili e la domanda da parte dei mutuatari si sposta nuovamente verso le banche e i mercati pubblici. Nello Stretto di Hormuz il traffico ha registrato una leggera ripresa, alleviando in parte i timori per la crescita. Inoltre, sono stati gli utili a rispondere finora alla domanda ricorrente su quanto durerà il boom degli investimenti in IA. I timori di un aumento dei tassi da parte della Federal Reserve (Fed) statunitense alla prossima riunione di settembre si erano dissipati, alla luce di dati più deboli sull'occupazione non agricola e di un'inflazione inferiore alle attese. Ma il discorso più restrittivo del presidente della Fed Kevin Warsh al simposio di Jackson Hole ha riportato sui mercati l'ipotesi di un rialzo dei tassi.

Inoltre, intravediamo alcune nubi all'orizzonte. Le vendite al dettaglio negli Stati Uniti hanno deluso le aspettative per due mesi consecutivi e sebbene ciò non indichi una contrazione, ci fornisce un motivo in più per monitorare i consumi.

L'altro segnale che ci induce a riflettere proviene dal mercato obbligazionario. I rendimenti a lungo termine hanno raggiunto i massimi degli ultimi anni e il segretario al Tesoro statunitense, Scott Bessent, sta cercando di contrastare questa tendenza raddoppiando l'entità dei riacquisti previsti di titoli a più lunga scadenza, al fine di alleviare in parte la pressione. Malgrado ciò, gli investitori chiedono una remunerazione maggiore per detenere titoli a più lungo termine, sulla scia dei timori relativi a deficit ingenti e all'inflazione. Il conseguente aumento del premio a termine⁴ è uno dei motivi per cui stiamo assistendo a un irripidimento ribassista⁵ della curva dei rendimenti, che storicamente non è mai stato un segnale molto positivo per i titoli azionari.

Per ora manteniamo il nostro sovrappeso sulle azioni e vedremo fino a che punto riusciranno a trainare i rendimenti. Riteniamo tuttavia prudente cercare ulteriori asset difensivi per bilanciare i rischi nei portafogli; pertanto, abbiamo rivisto al rialzo la nostra valutazione dell'oro, poiché riteniamo che possa beneficiare di un potenziale indebolimento del dollaro statunitense e che offra una copertura contro il rischio geopolitico.

In questo Investors' Outlook analizziamo la possibile evoluzione della Fed sotto Warsh (che forse farebbe volentieri a meno di una specifica serie di «punti») e illustriamo gli sviluppi nei mercati obbligazionari, nonché le nostre opinioni sull'oro.

Anche se i puntini potrebbero non allinearsi perfettamente, continueremo a unirli per aiutare i clienti a farsi un'idea di ciò che potrebbe accadere.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 21



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel



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

Un'estate crudele

L'estate ha concesso ben poca tregua, sia sul fronte delle temperature che sui mercati. Le tensioni tra Stati Uniti e Iran sono nuovamente esplose, causando l'aumento dei prezzi del petrolio, mentre i dubbi sulla spesa per l'IA hanno pesato sui titoli tecnologici. In seguito, l'incremento degli utili e della domanda di infrastrutture per l'IA ha aiutato le azioni a recuperare terreno. Le obbligazioni sono state meno clementi, con il debito pubblico statunitense superiore a USD 40 miliardi e i timori legati all'elevata emissione di titoli, che ha provocato un aumento dei rendimenti a lungo termine.

L'economia mondiale, e quella statunitense in particolare, ha resistito bene. Riteniamo che, da qui in avanti, la crescita perderà parte del suo slancio, a causa del minore sostegno delle banche centrali rispetto all'inizio dell'anno, del margine limitato per ulteriori stimoli fiscali e del protrarsi delle tensioni geopolitiche. Tuttavia, non ci aspettiamo che il rallentamento sia sufficiente a spingere l'economia in recessione.

Secondo noi, l'inflazione è destinata a scendere, nonostante la pressione sui prezzi dell'energia durante l'estate. Prevediamo un'ulteriore moderazione dell'inflazione dei beni negli Stati Uniti, temporaneamente spinta al rialzo

dai dazi. È inoltre probabile che l'impatto dello shock petrolifero si attenui, man mano che una quantità maggiore di greggio viene reindirizzata per aggirare le interruzioni nello Stretto di Hormuz. Pertanto, nonostante l'inflazione sia ancora superiore al target sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, prevediamo che le recenti pressioni lato offerta si allenteranno nei prossimi mesi.

Ciò dovrebbe consentire alle banche centrali di adottare un approccio più paziente nei confronti di ulteriori inasprimenti. Per gran parte dell'estate, gli investitori si sono concentrati su petrolio e inflazione, mentre il mercato del lavoro USA mostrava segnali di indebolimento. Considerando il duplice mandato della Fed, un'inflazione più contenuta e un mercato del lavoro in rallentamento potrebbero fornire buone ragioni per non effettuare variazioni. A nostro avviso, l'asticella per ulteriori rialzi dei tassi è alta.

L'Investment Committee della Boutique Multi Asset di Vontobel ha deciso di ridurre l'esposizione ai titoli di Stato, passando da neutrale a sottopesata, e di aumentare quella sull'oro, passando da neutrale a sovrappesata. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO*		NEUTRALE*	SOVRAPPESO*		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Restiamo neutrali sulla liquidità, pronti a cogliere le opportunità.
2 Obbligazioni	↘					Abbiamo ridotto l'esposizione ai titoli di Stato da neutrale a sottopeso, portando il nostro posizionamento complessivo sull'obbligazionario a un significativo sottopeso. In assenza di una recessione, che non prevediamo nel prossimo futuro, la tesi d'investimento a favore dei titoli di Stato ci appare meno convincente. La resilienza della crescita economica, la persistente incertezza sull'inflazione, la prospettiva di premi a termine più elevati sotto la guida di Warsh alla Fed e le crescenti preoccupazioni relative alla sostenibilità fiscale e all'elevato volume di emissioni di debito continuano a penalizzare questa asset class. Continuiamo a mantenere un sovrappeso sulle obbligazioni high yield. I rendimenti complessivi restano sopra la media decennale, mentre la duration più breve rende l'asset class meno sensibile all'inflazione e al rialzo dei tassi.
3 Azioni				→		Il nostro sovrappeso sull'azionario resta intatto, espresso principalmente attraverso l'esposizione ai titoli dei mercati emergenti. I mercati azionari hanno ampiamente assorbito la volatilità estiva legata alla situazione geopolitica e all'IA. Valutazioni interessanti, continue revisioni al rialzo degli utili e una domanda sostenuta legata all'IA rafforzano la nostra view positiva sui mercati emergenti. Il contesto macroeconomico continua a mostrarsi resiliente, sostenuto da un forte slancio degli utili, dal perdurare del sostegno fiscale e dal protrarsi degli investimenti legati all'IA, principali fattori trainanti della propensione al rischio.
4 Oro				↗		Abbiamo aumentato l'esposizione all'oro, passando da neutrale a sovrappeso, poiché riteniamo che il profilo rischio-rendimento sia ora più appetibile. Dopo un ottimo inizio d'anno, i prezzi hanno subito pressioni al ribasso per effetto del conflitto con l'Iran, che ha spinto al rialzo il petrolio e il dollaro statunitense, riaccendendo i timori sull'inflazione e sull'inasprimento della politica monetaria. Questo sell-off ha eliminato gran parte degli eccessi speculativi presenti sul mercato. Da allora, dati più deboli sull'economia statunitense hanno attenuato i timori legati a un orientamento della Fed più restrittivo, mentre le preoccupazioni sulla sostenibilità fiscale e sull'andamento del debito contribuiscono a sostenere la tesi d'investimento a favore dell'oro. La domanda da parte delle banche centrali rimane robusta e anche gli ETF sull'oro hanno ripreso a registrare afflussi. Se la Fed dovesse mantenere i tassi invariati prima di tornare eventualmente a tagliarli, riteniamo che uno degli ultimi principali fattori avversi per l'oro potrebbe venir meno.
5 Materie prime			→			Nel 2026, le materie prime hanno nuovamente dimostrato la loro efficacia come strumento di copertura contro l'inflazione, in particolare quando l'aumento dei prezzi è determinato principalmente da shock dell'offerta. Le materie prime offrono inoltre protezione dall'incertezza legata alle tensioni geopolitiche, rafforzando i vantaggi in termini di diversificazione. Tuttavia, poiché si prevede un'attenuazione dei rischi in vista delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti e una graduale ripresa dell'offerta di petrolio, ci appare giustificato mantenere una posizione neutrale sulle materie prime.
6 Strategie alternative			→			Resta invariato il posizionamento neutrale sui fondi alternativi e sull'immobiliare.

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

Variazioni mensili: invariato → in aumento ↗ in calo ↘

Con affetto, Kevin

Il recente operato della Fed non è all'altezza della sua reputazione. È questo il succo dell'intervento di Kevin Warsh al G30^o di aprile 2025, dal titolo «Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads», in cui ha criticato aspramente quella che ha definito «la più importante agenzia economica al mondo».¹⁰



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

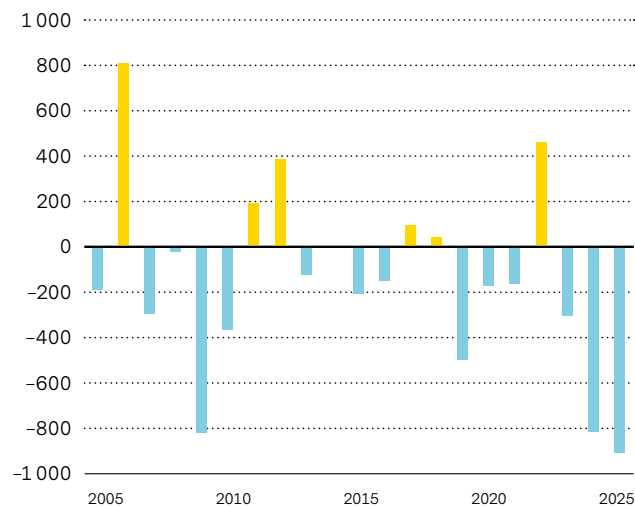


Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

In un pamphlet di nove pagine, Warsh illustra quelli che ritiene i tanti fallimenti dell'istituto di cui è oggi a capo. Per primo parla di quello che definisce il «fast food» della banca centrale, esprimendo la sua contrarietà al frequente cambiamento, da parte della Fed, dei suoi indicatori, comprese le sue misure preferite dell'inflazione. Warsh respinge inoltre la politica di «dipendenza dai dati» dell'istituto, ritenendo che offra ben poco valore e sostenendo che i funzionari debbano prestare scarsa attenzione alla seconda cifra decimale degli ultimi dati diffusi dal governo. Per l'economista, «aspettare con il fiato sospeso i dati retrospettivi tratti da conti nazionali già obsoleti» e soggetti a revisione fornisce un falso senso di precisione, ma non rappresenta un modo rigoroso di portare avanti le politiche monetarie (grafico 1). Warsh esprime analogo scetticismo nei confronti delle previsioni a breve termine. Una volta pubblicate le loro proiezioni economiche, sostiene, i funzionari rischiano di divenire prigionieri delle loro stesse parole. Né è particolarmente convinto della bontà della forward guidance, «uno strumento tirato fuori tra grandi entusiasmi nel corso della crisi finanziaria». Secondo Warsh, sforzi come questi per influire sulle aspettative del mercato potrebbero essere stati opportuni in fasi di forte stress, ma in condizioni economiche più normali non trovano alcuna giustificazione.

Grafico 1: Secondo Warsh, i dati ufficiali riflettono l'economia con ritardo e sono soggetti a consistenti revisioni

Posti di lavoro in più/meno rispetto alla precedente rilevazione*, in migliaia

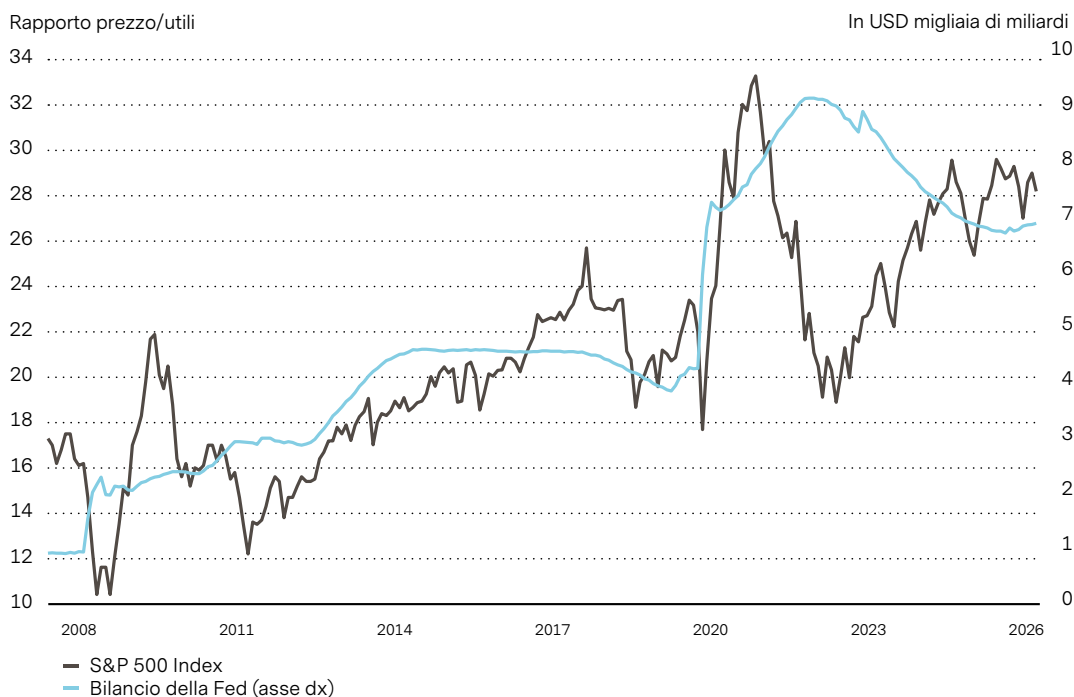


*Nel periodo di 12 mesi terminato a marzo

Fonte: Bureau of Labor Statistics, Vontobel; a 2025. Nota: le stime per il 2013 nel grafico sono successive alle modifiche della definizione di «occupazione».



Grafico 2: Per Warsh la Fed ha assunto un ruolo troppo attivo



Fonte: LSEG, Vontobel; al 31 luglio 2026.

Poi passa a quella che definisce una «portata più sostanziosa», ampliando la metafora gastronomica. Guardando oltre la conduzione quotidiana della politica monetaria, per Warsh il ruolo della Fed nell'economia statunitense si è fortemente espanso. Dall'inizio degli anni '90 fino alla crisi finanziaria globale, nota l'economista, la banca centrale si è limitata in gran parte a gestire episodi di crisi e panico sul mercato, per poi uscire dalle scene «in larga misura e con diligenza» una volta tornata la stabilità. A partire dal 2008, però, «il predominio della banca centrale è divenuto una nuova componente della governance del Paese». Warsh rimprovera poi ai funzionari della Fed di esprimersi a favore dell'aumento della spesa pubblica quando l'economia si contrae per poi non spendere neanche una parola sul rigore nella gestione delle finanze pubbliche in periodi di crescita sostenuta e piena occupazione. Ma a preoccupare ancora di più, continua, è il ruolo della Fed di più grande acquirente di debito del Tesoro USA e di altre passività garantite dallo Stato dal 2008 in poi. Per Warsh il bilancio da USD 7000 miliardi della Fed è «un proxy del suo crescente potere sull'economia». Il che, a suo avviso, ha creato un circolo vizioso: «Ogni volta che la Fed scende in campo, più si ingrandisce e amplia il suo

raggio d'azione, [...] più debito si accumula, [...] più capitali vengono allocati in modo scorretto, [...] più linee istituzionali vengono superate, [...] più la Fed sarà costretta ad agire in modo ancora più deciso la volta successiva» (grafico 2).

Ma Warsh non ha parlato solo di politiche di bilancio. Nel suo discorso ha preso di mira anche «le banche centrali odierne», divenute «fin troppo inclini a sconfinare in ambiti non di loro competenza», avventurandosi in faccende politicamente connotate che vanno al di là del loro mandato stabilito dalla legge (in altre parole accusando la Fed di deriva istituzionale). Secondo il banchiere, la Fed non dovrebbe prendere posizione su tematiche sociali o politiche a meno che non sia chiaramente a rischio il raggiungimento dei suoi obiettivi fondamentali, ovvero la stabilità dei prezzi e la massima occupazione. Riguardo tali obiettivi, Warsh ha inoltre accusato la banca centrale di aver commesso degli «errori intellettuali» che, in ultima analisi, hanno portato allo shock inflazionistico dei primi anni 2020. Tra questi, afferma, vi è la convinzione che la politica monetaria non abbia «niente a che vedere con la moneta», che la Fed è un mero osservatore di forze al di là

del suo controllo e che l'inflazione è stata spinta al rialzo principalmente «da Putin e dalla pandemia», e non dall'«impennata della spesa pubblica e della stampa (di denaro)».

Il discorso di Warsh è stato un primo assaggio del suo desiderio di cambiamento. Nei mesi successivi l'economista ha offerto altri spunti di riflessione, come quando ha detto di ritenere l'IA una potente forza disinflazionistica, in grado di spingere al rialzo la produttività e al ribasso i costi in tutta l'economia.

Ma chi è questo feroce critico della Fed?

Poche figure nella storia recente delle politiche economiche rappresentano un ponte tanto evidente tra i mondi di Wall Street, di Capitol Hill e della Fed. Dopo gli studi a Stanford e alla scuola di legge di Harvard, Warsh ha iniziato la sua carriera nel settore delle operazioni straordinarie in Morgan Stanley, per poi divenire consigliere speciale del presidente per le politiche economiche sotto l'amministrazione di George W. Bush.¹¹ Nel 2006, a soli 35 anni, entrò nel consiglio direttivo della Fed, divenendo il più giovane governatore nella storia della banca centrale. Durante il suo mandato, Warsh si è costruito la solida nomea di «falco» in campo economico, lanciando ripetuti avvertimenti sui rischi a lungo termine posti da un'inflazione fuori controllo e mettendo in discussione il ricorso prolungato a misure di stimolo monetario emergenziali. Dopo essersi opposto al piano di Ben Bernanke di acquistare Treasury per USD 600 miliardi, nel 2011 si dimise dal consiglio. Warsh vanta anche un pedigree politico e finanziario di tutto rispetto. Il suo matrimonio con Jane Lauder, ereditiera del colosso della cosmetica Estée Lauder, fa di lui il capo della banca centrale con il più alto patrimonio di sempre. Suo suocero, Ronald Lauder, è non solo tra i più noti donatori del Partito Repubblicano,¹² ma anche un amico di lunga data di Donald Trump.¹³

Il reset strategico: cinque task force

Per mettere in atto il suo «cambio di regime», Warsh ha istituito cinque task force; ciascuna riunisce tre menti dal mondo accademico, dal settore tecnologico e dal campo delle politiche economiche a livello globale con l'obiettivo di rivedere i presupposti su cui si basa l'operato della Fed.¹⁴

La **Communications Task Force**, composta dall'ex funzionario del Tesoro, Peter R. Fisher, dall'ex presidente della Banca centrale del Brasile, Arminio Fraga e dall'ex governatore della Bank of England, Mervyn King, «rivedrà le modalità attraverso cui la Federal Reserve comunica le proprie decisioni di policy in un contesto incerto». Secondo Fisher, noto critico del modo di comunicare della Fed, il processo decisionale e la comunicazione del

Federal Open Market Committee (FOMC) rispecchiano un «falso consenso che riduce la trasparenza e aumenta l'inerzia».¹⁵ King, invece, è conosciuto per la sua «teoria di Maradona dei tassi di interesse», ispirata dal «gol del secolo» segnato dal celebre calciatore argentino Diego Armando Maradona contro l'Inghilterra ai Mondiali del 1986.¹⁶ Secondo King il genio di Maradona non consisteva semplicemente nella capacità di dribblare agevolmente gli avversari, ma in quella di prevedere la direzione della partita. Per i banchieri centrali, suggerì King, la lezione è che i responsabili delle policy possono plasmare gli eventi, anticipandoli e guidando le aspettative. Le banche centrali, in tal modo, possono influenzare le condizioni finanziarie e provocare correzioni di tassi d'interesse e prezzi degli asset prima ancora di prendere qualsiasi decisione ufficiale di policy.

La **Balance Sheet Policy Task Force** è guidata da Karen Dynan, professoressa ad Harvard, Raghuram Raja, ex governatore della Reserve Bank of India e oggi professore presso Chicago Booth, la business school dell'Università di Chicago, e Jeremy Stein, ex membro del consiglio direttivo della Fed e attuale professore ad Harvard. Il gruppo rivedrà «i benefici e i rischi dell'attuale regime di 'ampie' riserve della Fed e la composizione del suo bilancio [...] [e] valuterà quadri di riferimento alternativi per l'elaborazione e l'applicazione della politica monetaria». Dynan è considerata un economista «data driven». Rajan avverte da tempo che ampliare il bilancio di una banca centrale è molto più facile che ridimensionarlo, sostenendo che tale espansione potrebbe aver reso il sistema finanziario più dipendente dalla liquidità fornita dalle banche centrali, con la conseguenza che le successive misure volte a ridurre le dimensioni dei bilanci possono esporre vulnerabilità sul versante dei finanziamenti e richiedere ulteriori interventi.¹⁷ Stein ritiene che il bilancio di una banca centrale vada analizzato attraverso la lente della stabilità finanziaria,¹⁸ sostenendo la necessità non di tagliarne le dimensioni totali, bensì di concentrarsi sulla sua composizione e mettere in atto una rotazione dell'attivo della Fed da Treasury a lungo termine e mortgage backed security a Treasury bill a breve termine. Secondo Stein un bilancio di grandi dimensioni può in realtà rafforzare la stabilità finanziaria, poiché una vasta offerta di passività sicure a breve termine riduce i margini per la rischiosa creazione di denaro da parte del settore privato.

La **Data Task Force**, composta dall'economista di Harvard, Raj Chetty, dal professore dell'Università di Chicago, Kevin Murphy e dall'ex amministratore delegato di Walmart, Doug McMillon, ha il compito di «migliorare qualità e tempestività dei segnali economici reali» su cui si basano le decisioni della Fed. I suoi membri propendono fortemente



verso la visione secondo cui gli indicatori tradizionali rendono conto dei mutamenti nel comportamento dei consumatori quando è ormai troppo tardi. Chetty è stato un pioniere nell'utilizzo di dati alternativi per monitorare le condizioni economiche durante la pandemia, mentre McMillon ha osservato che enormi database aziendali possono restituire un quadro più aggiornato di inflazione, pattern di spesa dei consumatori e salute dell'economia nel suo insieme, spesso settimane prima della diffusione dei dati ufficiali.

La **Productivity and Jobs Task Force**, che vede come membri il venture capitalist Marc Andreessen, l'economista di Stanford, Charles I. Jones (attualmente in aspettativa per lavorare in Anthropic) e l'amministratore delegato di Xbox, Asha Sharma, ha il compito di «valutare la rapidità dell'evoluzione, la diffusione [e] l'impatto economico di nuove tecnologie di uso generale, compresa l'IA, ed esplorare le implicazioni per il raggiungimento, da parte della Fed, dei suoi obiettivi connessi a occupazione e inflazione». Alla luce della fiducia espressa esplicitamente da Andreessen nel potere deflazionistico e trasformativo dell'IA¹⁹ e del forte interesse accademico di Jones nell'impatto del cambiamento tecnologico sui modelli di crescita economica a lungo termine,²⁰ una cosa è chiara: questa task force sostiene una posizione altamente ottimistica e pro-tecnologia e sembra intenzionata a riflettere tempestivamente nei modelli della Fed l'impatto economico della rapida diffusione dell'IA.

La **Inflation Frameworks Task Force** è composta da Greg Mankiw, professore ad Harvard, Thomas Sargent, premio

Nobel e professore presso l'Università di New York, e William White, senior fellow presso il C.D. Howe Institute. Il suo compito è in qualche modo opaco: «rivedere» il modo in cui la Fed «interpreta e reagisce alle cause dell'inflazione». Oltre a sostenere che gli aggregati monetari meritino maggiore attenzione, Mankiw ha affermato, scherzosamente, che un «obiettivo di inflazione del 2% è meglio di uno del 2,0%». ²¹Sargent è stato tra le figure chiave della rivoluzione delle aspettative razionali degli anni '70. Se i modelli precedenti ipotizzavano che le persone rispondessero ai cambiamenti delle politiche monetarie e di bilancio in modo passivo, la teoria delle aspettative razionali riconosceva che gli individui fanno previsioni, giocano d'anticipo rispetto alle azioni di governi e mercati e modificano il proprio comportamento intraprendendo azioni in grado, a loro avviso, di migliorare le loro condizioni.

Nel suo comunicato stampa, la Fed non ha indicato quando avrà termine il lavoro delle task force, anche se Warsh ha fatto sapere che la maggior parte dei risultati, se non tutti, dovrebbero essere annunciati entro fine anno.

Il nostro pronostico: un po' di rivoluzione, un po' di evoluzione

L'istituzione delle task force ha scatenato una corsa contro il tempo a Wall Street per cercare di capire quali raccomandazioni arriveranno per prime e quali potrebbero avere il maggior impatto su politica monetaria e mercati finanziari. Tra le cinque, a nostro avviso, quella che ha più probabilità di influire sulle politiche nel breve periodo è

la Communications Task Force. È possibile affermare, in effetti, che questo processo sia già cominciato. La dichiarazione a margine della prima riunione del FOMC dopo la nomina di Warsh a presidente, a giugno, contiene solo 132 parole, contro le 341 di quella dopo l'ultima riunione di Powell. Ancora più degno di nota è che Warsh abbia deciso di non fornire le sue proiezioni sui tassi d'interesse per il dot plot di giugno, riducendo così il numero di «pallini» da 19 a 18 e segnalando espressamente che sotto la sua presidenza la Fed farà meno promesse sul futuro e più affidamento sui dati economici in tempo reale.²²

I tentativi di cambiare i dati di cui tiene conto la Fed o ampliare la gamma di indicatori che monitora, a nostro parere, non dovrebbero andare incontro a particolari resistenze. Ben pochi funzionari sosterebbero che mandare agenti a registrare manualmente i prezzi nelle corsie dei supermercati sia ancora un approccio efficace nell'era digitale. Di fatto, la Fed cerca di sfruttare i dati forniti dal settore privato da anni. Detto ciò, ci aspettiamo che i dati alternativi vadano ad aggiungersi alle tradizionali statistiche raccolte dal governo, non a sostituirle. Pur offrendo informazioni in tempo reale, questi database presentano anche importanti limiti metodologici. I dati sui prezzi online, ad esempio, possono essere raccolti di frequente e permettono di cogliere i primi segnali di un acuirsi delle pressioni inflazionistiche, ma potrebbero non essere rappresentativi del più ampio paniere dei beni e servizi consumati dalle famiglie. Un'altra riserva è che, esistendo da meno tempo rispetto alle statistiche ufficiali, forniscono meno evidenze dell'andamento dei dati in diversi regimi economici.

Eventuali cambiamenti nella gestione del bilancio dell'istituto, per contro, richiederebbero verosimilmente più tempo. La vendita attiva di mortgage backed security o Treasury più a lungo termine, piuttosto che limitarsi a far scadere i titoli nel bilancio, probabilmente avverrebbe solo a seguito di un lungo processo di revisione. Come affermato dallo stesso Warsh, «le cose non possono tornare come quando sono arrivato alla Fed nel 2006, ma credo che possiamo raggiungere tanti altri equilibri sostenibili». Considerazioni simili si applicano al quadro di riferimento sull'inflazione. Tra le altre cose, a nostro modo di vedere, Warsh vuole che la task force elabori un piano d'azione per un mondo in cui gli shock per l'offerta sono divenuti la nuova normalità e che rivaluti il quadro «Flexible Average Inflation Targeting» (FAIT) del 2020, che consentiva periodi di inflazione moderatamente al di sopra del 2% per compensare quelli di inflazione inferiore al target. Ci aspettiamo anche che la task force valuti la possibilità che indicatori come l'inflazione troncata svolgano un ruolo più importante, al fianco della più tradizionale spesa

per consumi personali (personal consumption expenditures, PCE), come strumento per misurare le pressioni inflazionistiche sottostanti. Un cambiamento significativo dei quadri di riferimento sull'inflazione o dei target inflazionistici, tuttavia, richiederebbe studi approfonditi prima di essere messo in atto, date le sue implicazioni potenzialmente significative per la politica monetaria. Per il momento, una reinterpretazione del target del 2% della Fed ci appare più probabile di una ridefinizione formale. È stato Warsh stesso a suggerirlo, affermando che l'importante è che la cifra a sinistra della virgola sia pari a 2, senza curarsi troppo di cosa ci sia a destra.²³ La stessa cautela può essere esercitata nei confronti della Productivity and Jobs Task Force. Il gruppo potrebbe esplorare le conseguenze economiche del mutamento tecnologico e dell'IA, ma nel FOMC sembra esserci poca voglia di prendere decisioni di policy a breve termine sulla base di stime incerte di futuri aumenti di produttività.

Situazione sentimentale: in una relazione complicata

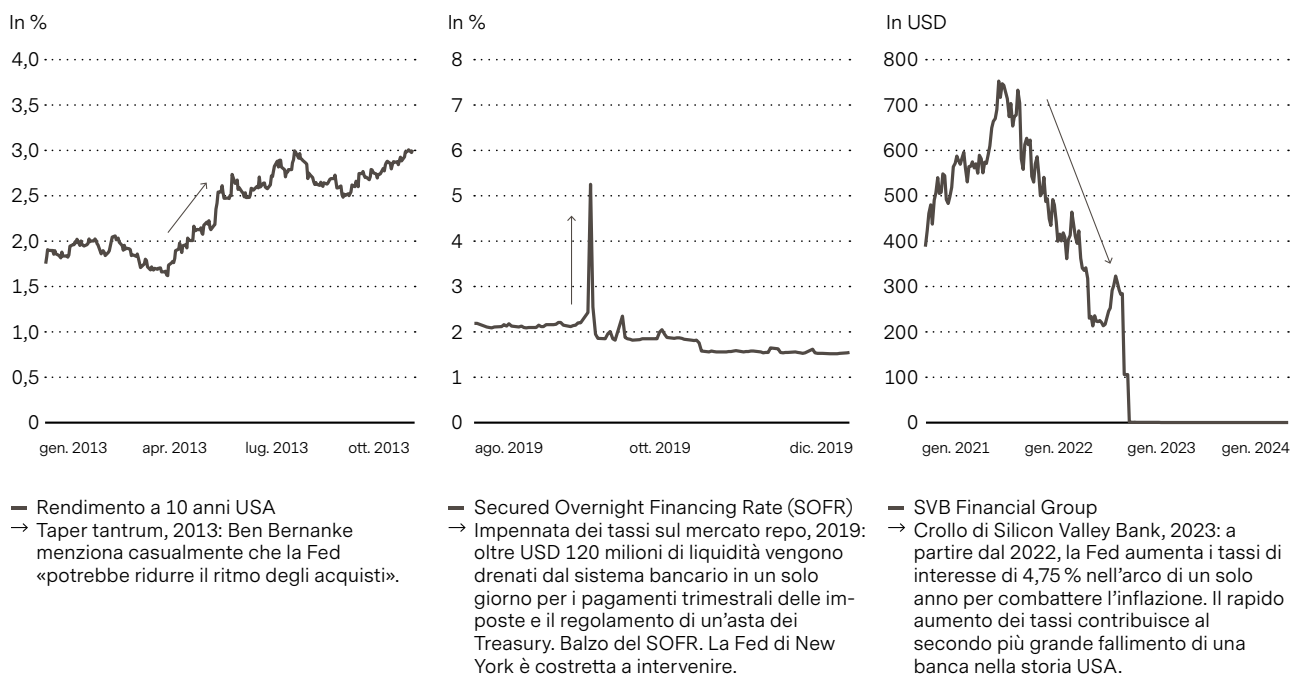
Sebbene Warsh si presenti come un agente del cambiamento, esistono significativi vincoli che, con tutta probabilità, limiteranno la sua capacità di ridisegnare la Fed a propria immagine. Per prima cosa, la politica monetaria non è un «one man show». Il presidente della Fed non può governare per decreto, bensì deve raggiungere un consenso con gli altri 11 membri del FOMC. La riunione di luglio ha messo in luce quanto si sia fatto teso il dibattito interno, con tre funzionari in disaccordo con la decisione di tenere invariati i tassi.

In secondo luogo, drenare liquidità da mercati finanziari che si sono abituati sempre di più a un abbondante sostegno da parte delle banche centrali è più facile a dirsi che a farsi (grafico 3). Nel 2013, l'allora presidente della Fed Ben Bernanke suggerì che la banca centrale potesse iniziare a ridurre (taper) i propri acquisti di asset, scatenando il cosiddetto «taper tantrum», facendo impennare i rendimenti dei Treasury e provocando deflussi di capitali dai mercati emergenti. Sei anni dopo, lo stress sui mercati monetari USA ha fatto schizzare in alto all'improvviso i tassi repo overnight, costringendo la Fed a intervenire con iniezioni di liquidità su vasta scala. Più di recente, il crollo di Silicon Valley Bank, a marzo del 2023, ha mostrato quanto rapidamente possa affiorare lo stress sui mercati finanziari quando la crescita dei tassi d'interesse mette a nudo vulnerabilità venutesi a creare nel corso di lunghi periodi di politiche monetarie accomodanti.

Terzo, Warsh deve fare i conti con le richieste di una Casa Bianca spesso poco paziente. Nonostante la promessa fatta pubblicamente da Trump di rispettare l'indipendenza di Warsh, il presidente non è affatto nuovo a pressioni

12 Mercato in sintesi

Grafico 3: Drenare liquidità è più facile a dirsi che a farsi



Fonte: LSEG, Vontobel; grafico a sinistra al 31 dicembre 2013, grafico al centro al 31 dicembre 2019, grafico a destra al 27 dicembre 2024.

esplicitate nei confronti della banca centrale. Jerome Powell si è ripetutamente trovato nel mirino di Trump per quanto riguarda la sua politica sui tassi, e non vi è alcuna garanzia che Warsh venga risparmiato in caso la Fed non metta in atto i tagli voluti dal presidente.

L'esistenza di vincoli, però, non condanna Warsh all'irrelevanza. Anche se non riuscisse a realizzare appieno la sua visione, un mutamento marginale della funzione di reazione della Fed potrebbe comunque avere conseguenze significative per i mercati finanziari. Forse quella più importante per gli investitori è che potrebbero non poter più fare affidamento sulla famosa «put della Fed», la convinzione che la banca centrale allenterà la politica monetaria per sostenere i mercati azionari in caso di sell off, che rappresenta a tutti gli effetti una protezione dai ribassi. Una Fed che attribuisca più peso alla stabilità dei prezzi sarebbe verosimilmente meno incline ad attutire ogni singola ondata di volatilità, specialmente in un contesto in cui le pressioni inflazionistiche restano elevate. Per essere chiari, non ci attendiamo che, in caso di crisi finanziaria, la Fed resti con le mani in mano. Se le cose si mettessero male, agirebbe comunque da argine di protezione. Ma

l'asticella per un intervento potrebbe essere più alta, rendendo meno automatiche politiche di sostegno e più importanti fondamentali di mercato e gestione attiva.

Un'altra conseguenza potrebbe essere il ritorno di un premio a termine più consistente (grafico 4). Anni di quantitative easing hanno compresso i rendimenti a lungo termine riducendo la remunerazione richiesta dagli investitori per detenere titoli di Stato a lungo termine. Sebbene la rapidità della riduzione delle dimensioni del bilancio sia limitata da vincoli pratici, una Fed meno propensa a sopprimere i rendimenti a lungo termine costringerebbe generalmente gli investitori ad assorbire una quota maggiore del rischio di duration associato ai Treasury. Il Dipartimento del Tesoro, di certo, potrebbe compensare in parte tale cambiamento attraverso la propria strategia di emissione, ad esempio facendo più affidamento sui titoli a breve termine e meno su quelli a lungo termine. A meno che questo controbilanciamento non sia totale, tuttavia, il saldo dei rischi determinerebbe comunque una pressione al rialzo sui premi a termine. La loro traiettoria effettiva dipenderà anche da fattori come le aspettative inflazionistiche, l'incertezza sull'inflazione stessa, le dinamiche

Grafico 4: Il ritorno del premio a termine?

Nota: il premio a termine rappresenta la remunerazione richiesta dagli investitori per farsi carico del rischio che i tassi d'interesse varino nel corso della durata del titolo obbligazionario.

Fonte: LSEG, Vontobel; al 31 luglio 2026.

di finanza pubblica e la domanda, da parte degli investitori, di asset sicuri. Se una Fed più disciplinata riuscisse ad ancorare le aspettative inflazionistiche, ciò potrebbe compensare una parte della pressione al rialzo sui premi a termine. Anche in questo caso, a nostro avviso, la prospettiva complessiva è quella di un livello di equilibrio più alto per i rendimenti a lungo termine, di una curva dei rendimenti più ripida e di una rinnovata attenzione al rischio di duration.

Una Fed che dia priorità alla stabilità dei prezzi, in teoria, dovrebbe essere di sostegno per il dollaro statunitense e meno positiva per asset privi di rendimento come l'oro. Nella pratica, però, il quadro è più sfumato. Una Fed più snella, se ci si spingesse troppo oltre, potrebbe pesare sulla crescita economica e indebolire il dollaro. La banca centrale americana, per giunta, raramente opera in isolamento. Difficilmente le altre banche centrali resterebbero a guardare, il che significa che l'andamento dei mercati valutari continuerebbe a dipendere dalle decisioni di policy in senso relativo, non solo da quelle della Fed.

Warsh ha ripetutamente sottolineato che le sue critiche provengono da una posizione di ammirazione nei confronti della Fed, non di ostilità. Riflettendo sul suo discorso al G30, alcuni mesi dopo, lo ha definito «una lettera d'amore, più che una fredda critica», spiegando: «È una lettera d'amore perché, se la Fed riuscirà a riformarsi, sarà un bene sia per l'istituzione che per il Paese».²⁴

Kevin Warsh ha spedito la sua lettera d'amore. Ora deve capire se il destinatario ricambia abbastanza i suoi sentimenti da essere disposta a cambiare.

Il baricentro della Fed si sposta in senso restrittivo



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

I mercati hanno iniziato il 2026 prevedendo un allentamento da parte della Fed, ma le aspettative di fine anno in materia di politica monetaria si sono spostate decisamente verso l'alto, in quanto l'inflazione è rimasta al di sopra dell'obiettivo e il FOMC ha assunto una posizione più restrittiva.

La riunione di luglio ha evidenziato il cambiamento: tre membri del FOMC hanno votato per un rialzo immediato di 25 punti base e altri hanno indicato che una politica più restrittiva potrebbe essere appropriata se la disinflazione si arrestasse (grafico 1). Più del dissenso conta lo spostamento del baricentro del FOMC: il dibattito verte sempre più su quando e a quali condizioni potrebbe avvenire un altro rialzo. La minore enfasi posta da Kevin Warsh sulla forward guidance ha inoltre accresciuto l'incertezza sulla politica monetaria. I rendimenti dei Treasury a lunga scadenza sono saliti per le attese di tassi più elevati, un maggiore premio a termine, l'ampia offerta di Treasury e i timori fiscali. Le aspettative inflazionistiche a lungo termine sono relativamente ben ancorate, il che suggerisce che gli investitori desiderino una maggiore remunerazione a fronte dell'incertezza, mentre la fiducia nella credibilità della Fed sembra rimanere intatta. L'inflazione

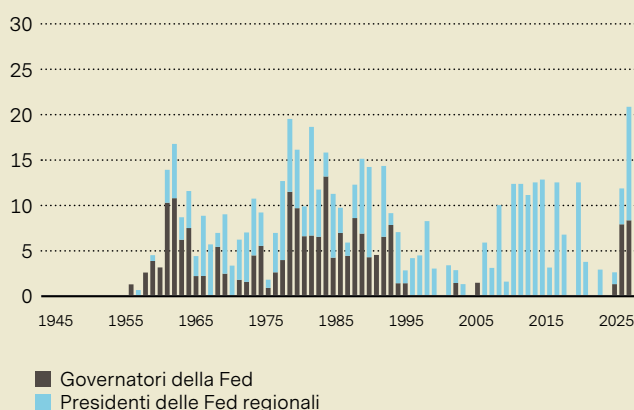
resta il fattore determinante, mentre la Fed deve bilanciare le persistenti pressioni sui prezzi con il rallentamento del mercato del lavoro.

Nel segmento investment grade, da inizio anno le emissioni statunitensi hanno superato USD 1500 miliardi, portandosi al di sopra del livello registrato nello stesso periodo del 2020, anno record per l'offerta. Gli hyperscaler rappresentano una quota crescente, poiché gli investimenti nell'IA e nei data center alimentano il fabbisogno di finanziamento. La domanda ha tenuto il passo, ma il flusso costante di nuovo debito ha richiesto maggiori concessioni all'emissione e ha pesato su alcuni segmenti del settore tecnologico. Gli ingenti impegni legati all'IA indicano un ulteriore fabbisogno di finanziamento, suggerendo che la pressione sull'offerta potrebbe rimanere significativa anche in presenza di bilanci solidi.

Nel segmento high yield, gli spread rimangono storicamente compressi, ma la qualità sottostante del mercato è migliorata sensibilmente. Gli emittenti con rating BB rappresentano oggi più della metà dell'indice (grafico 2); gli emittenti high yield riescono ad accedere agevolmente al mercato primario e i rendimenti all-in sono elevati rispetto agli standard storici. La duration più breve rende inoltre l'high yield meno sensibile alle variazioni dei rendimenti dei titoli di Stato a lunga scadenza. Di fatto, gli investitori nel segmento high yield sono esposti a un rischio di tasso d'interesse molto contenuto rispetto agli standard storici, con una duration prossima al minimo degli ultimi 15 anni, sebbene alla fine dello scorso anno fosse ancora più bassa. Insieme al miglioramento della qualità creditizia, riteniamo che ciò renda il reddito un importante fattore di rendimento, anche in assenza di un'ulteriore compressione degli spread.

Grafico 1: Governatori e presidenti regionali della Fed sono diventati molto più propensi al dissenso

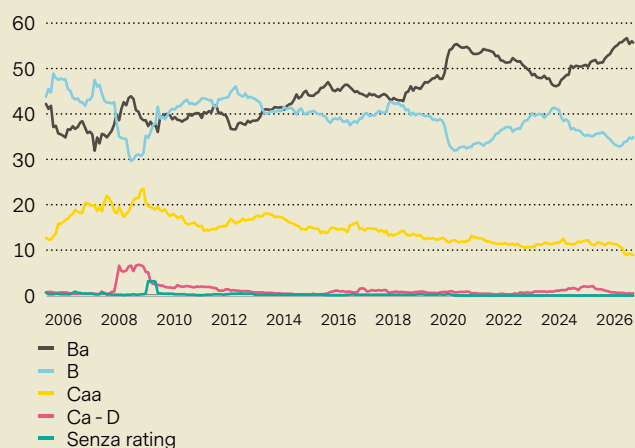
Voti contrari annui, in %



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis; calcoli basati sui dati ufficiali relativi alle votazioni delle riunioni, Vontobel; al 29 luglio 2026.

Grafico 2: Gli emittenti BB superano metà del mercato, riflettendo una maggiore qualità

Allocazione per rating, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 agosto 2026.

La tempesta estiva dei titoli azionari



—
Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

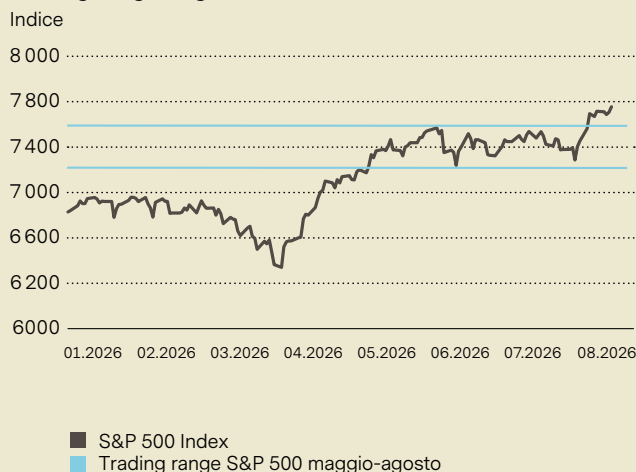
Quest'anno i mercati azionari globali hanno superato la loro tempesta estiva, con un giugno e un luglio turbolenti che hanno lasciato il posto a condizioni più serene in agosto.

I mercati azionari globali hanno registrato un andamento laterale nei mesi di giugno e luglio, con il settore tecnologico che ha ceduto i guadagni iniziali a seguito di un'ondata di vendite che ha investito i mercati dei semiconduttori. Ad agosto, i mercati hanno messo in scena una rimonta impressionante, riuscendo a uscire da quel range e spingendosi nuovamente verso nuovi massimi (grafico 1). Nei primi mesi estivi gli investitori hanno dovuto affrontare tre sfide principali in rapida successione. In primo luogo, il posizionamento sui produttori di chip era diventato estremamente affollato dopo una forte fase rialzista, e lo smobilizzo è stato aggravato dalla liquidazione delle posizioni con leva finanziaria in Corea del Sud. Allo stesso tempo, i progressi compiuti in Cina nel campo dell'IA hanno riaperto un dibattito più ampio sui rendimenti derivanti dagli ingenti capitali investiti in questo settore. In secondo luogo, a metà luglio i prezzi del petrolio sono risaliti verso i USD 100 al barile quando le tensioni tra Stati Uniti e Iran si sono accese nuovamente, alimentando i timori di una possibile riaccelerazione dell'inflazione. Infine, tali rischi

di inflazione hanno indotto i mercati a scontare un percorso più restrittivo della politica monetaria della Fed.

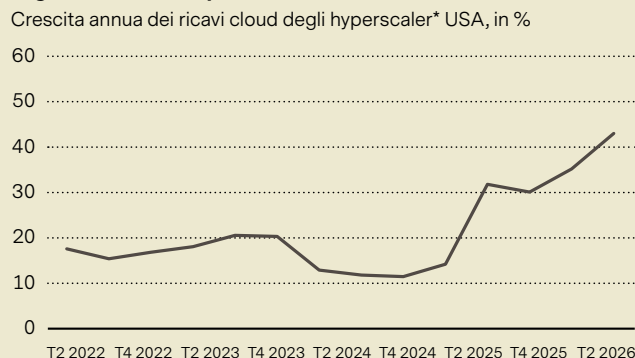
Alcune di queste preoccupazioni si sono attenuate nel corso del mese di agosto. Lo smobilizzo dei titoli del settore dei semiconduttori sembra essersi esaurito. La situazione di stallo nello Stretto di Ormuz rimane irrisolta, ma i prezzi del petrolio sono rimasti sotto controllo. Sebbene i commenti del presidente della Fed Kevin Warsh al simposio di Jackson Hole siano stati più restrittivi del previsto, riteniamo che la soglia per un rialzo dei tassi da parte della Fed rimanga elevata. La stagione degli utili nel secondo trimestre ha fornito un ulteriore sostegno, registrando una crescita dell'utile per azione (EPS) pari a circa il 50%, la crescita trimestrale degli utili più forte mai registrata al di fuori di una fase di ripresa post-recessione. A nostro avviso, ha inoltre confermato che il ciclo dell'IA rimane saldamente intatto. I «Big Four» hyperscaler²⁵ hanno registrato un rialzo complessivo di circa il 10% nel mese di luglio, dopo la pubblicazione dei risultati finanziari. Il dato saliente è stato quello relativo alla domanda nel settore informatico, che rimane eccezionalmente forte, mentre l'offerta è ancora limitata. Il portafoglio ordini è cresciuto per un altro trimestre, mantenendo elevati gli investimenti e garantendo una buona visibilità sui ricavi fino al prossimo anno. Forse la prova più evidente del fatto che gli investimenti nell'IA si stanno traducendo in ricavi è venuta dalla crescita inaspettata del cloud,²⁶ pari a circa il 45% su base annua (grafico 2), accompagnata da un aumento dei margini. Ma è importante ricordare che la forza non si limita alla tecnologia. Le sorprese sugli utili hanno interessato un ampio ventaglio di settori, il che suggerisce che la redditività delle imprese stia migliorando in una fascia più ampia del mercato e stia fornendo una base più solida e duratura per i titoli azionari.

Grafico 1: L'indice S&P 500 ha superato il proprio trading range degli ultimi tre mesi



Fonte: LSEG, Vontobel; al 21 agosto 2026.

Grafico 2: I ricavi del cloud degli hyperscaler stanno registrando un'impennata



*Questo grafico si riferisce ad Amazon, Microsoft e Alphabet

Fonte: Documenti societari, Vontobel; al 21 agosto 2026.

Quando le cattive notizie sono buone notizie



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

Dopo i massimi storici di inizio 2026, l'oro ha subito una lunga e frustrante fase ribassista. Il sollievo è arrivato con dati economici più deboli del previsto, confermando il vecchio adagio: "le cattive notizie per l'economia sono spesso buone per l'oro".

La debolezza riflette un insolito mix di fattori macroeconomici. L'escalation in Iran e il rincaro del petrolio hanno alimentato le attese di una Fed più restrittiva, facendo salire i rendimenti reali e il costo opportunità dell'oro. Il rafforzamento del dollaro ne ha inoltre ridotto l'attrattiva internazionale, mentre le liquidazioni speculative hanno causato deflussi da future ed ETF. Anche il sostegno ufficiale è diminuito: alcune banche centrali, tra cui quelle di Russia e Turchia, avrebbero venduto oro per sostenere le valute e far fronte alle esigenze fiscali.

Ad agosto, il sentiment ha cominciato a cambiare. I dati macroeconomici statunitensi più deboli del previsto hanno attenuato i timori di una Fed più restrittiva e pesato sul dollaro statunitense (grafico 1). Allo stesso tempo, le crescenti preoccupazioni in merito alla sostenibilità fiscale e alle dinamiche relative al debito hanno accelerato l'attrattiva dell'oro come una riserva di valore. Sono

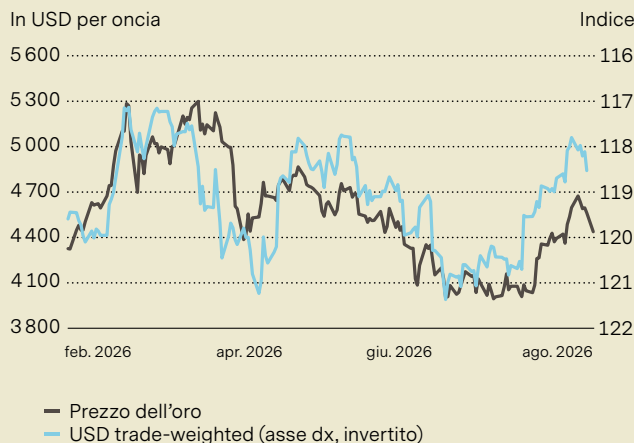
proseguiti anche gli acquisti da parte delle banche centrali, con la People's Bank of China che a luglio ha acquistato 20 tonnellate nette, mentre alcuni investitori sono tornati a investire negli ETF sull'oro.

Riteniamo che la politica della Fed è destinata a rimanere il principale fattore ciclico. Se i mercati dovessero escludere ulteriori rialzi dei tassi e la prospettiva di tagli dei tassi dovesse gradualmente rafforzarsi, i rendimenti reali potrebbero probabilmente diminuire, rilanciando la domanda di oro attraverso gli ETF e l'oro fisico.

Secondo noi, anche la domanda da parte delle banche centrali è destinata a continuare a sostenere il mercato. Tuttavia, dopo anni di acquisti eccezionalmente elevati e di una significativa diversificazione delle riserve, gli acquisti delle banche centrali potrebbero faticare a eguagliare i livelli record registrati di recente. Sebbene ciò non implichi un'inversione di tendenza, potrebbe lasciare agli investitori privati un ruolo più importante nel sostenere i prezzi, rendendo ancora più rilevanti le prospettive sui tassi d'interesse e sui rendimenti reali.

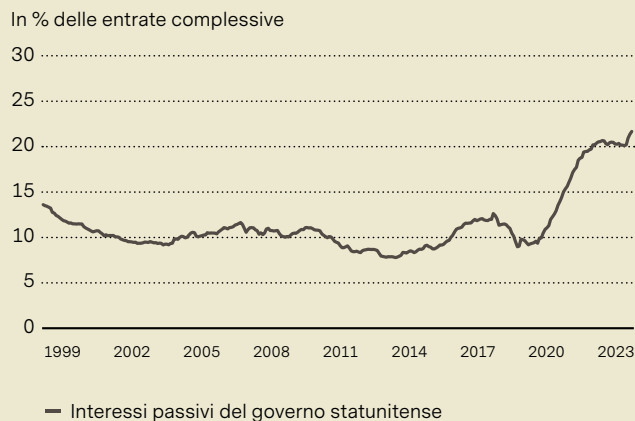
Al di là delle prospettive cicliche, le dinamiche fiscali e quelle relative al debito, in particolare negli Stati Uniti, continuano a rappresentare un pilastro fondamentale dell'opportunità di investimento nell'oro a lungo termine. I persistenti deficit di bilancio, l'aumento dei costi di servizio del debito e i dubbi sulla sostenibilità del percorso fiscale degli Stati Uniti potrebbero erodere la fiducia nelle valute legali e rafforzare il ruolo dell'oro come riserva di valore (grafico 2). Insieme alla graduale frammentazione del sistema finanziario incentrato sul dollaro, questi fattori continuano a creare un contesto strutturale favorevole.

Grafico 1: Un indebolimento del dollaro USA avvantaggia generalmente l'oro



Fonte: LSEG, Vontobel; al 21 agosto 2026.

Grafico 2: L'aumento degli interessi passivi alimenta i timori sulla sostenibilità fiscale



Fonte: LSEG, Vontobel; al 21 agosto 2026.

I tassi rappresentano solo una faccia della medaglia



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

Il quadro globale dei tassi è cambiato nettamente dalla fine del 2025. Dopo aver scontato tagli diffusi nelle economie sviluppate, i mercati hanno rivisto le attese e diverse banche centrali hanno avviato un nuovo ciclo di inasprimento. Il miglioramento del carry relativo²⁷ ha generalmente favorito le valute australiana, norvegese e neozelandese (grafico 1).

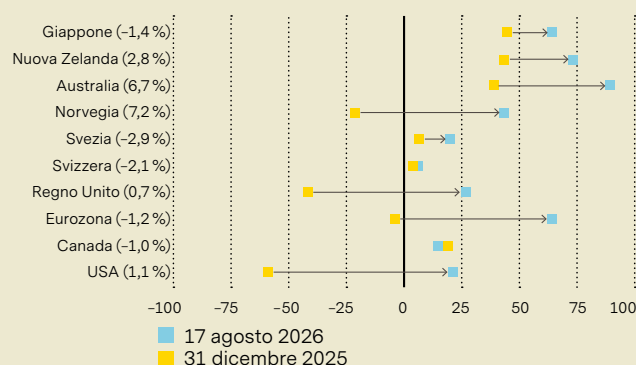
Tuttavia, le aspettative di tassi più elevati non hanno premiato tutte le valute. L'euro e la sterlina hanno sottoperformato nonostante le aspettative più restrittive, con la Banca Centrale Europea che ha già effettuato un rialzo dei tassi e la Bank of England in procinto di farlo. Anche le attese sui tassi Fed sono aumentate. In Europa e nel Regno Unito, la prospettiva di una politica più restrittiva riflette il ritorno delle pressioni inflazionistiche più che una crescita più forte. Tassi più elevati, attesi o effettivi, non rendono necessariamente una valuta più interessante. La ragione alla base dell'incremento dei tassi e le relative implicazioni per la crescita relativa e il carry sono tutti fattori rilevanti.

Per quanto riguarda il dollaro, i gestori delle riserve iniziano a ridurre la loro esposizione al dollaro. Per la prima volta da tre anni a questa parte, le banche centrali intervistate dall'OMFIF²⁸ dichiarano di prevedere una riduzione della propria esposizione a lungo termine al dollaro, preferendo un aumento delle allocazioni in euro e renminbi. Il fatto che lo stesso fenomeno interessi i fondi pensione pubblici e i fondi sovrani evidenzia il peso crescente delle considerazioni geopolitiche nelle decisioni sull'esposizione valutaria, accanto ai differenziali dei tassi di interesse.

Il cambiamento resta graduale. Il dollaro rappresenta ancora circa il 57% delle riserve globali (grafico 2) e i gestori non prevedono che la quota scenda sotto il 52% circa nel prossimo decennio. Liquidità, profondità del mercato e ruolo di bene rifugio restano senza eguali, e né l'euro né il renminbi offrono un'alternativa completa. Nel breve, il dollaro dovrebbe beneficiare delle attese sui tassi Fed e dell'incertezza geopolitica; nel lungo, valutazioni, timori fiscali e maggiore diversificazione delle riserve delineano un quadro più equilibrato. L'euro resta vulnerabile nel breve: i tassi relativi favoriscono il dollaro, mentre il rincaro dell'energia aumenta i costi delle importazioni e pesa sulla crescita europea. Nel medio termine, riteniamo che l'euro risulterà favorito da un rafforzamento degli investimenti e un maggiore sostegno fiscale. Il franco continua a beneficiare della domanda di beni rifugio, ma l'inflazione molto ridotta, un notevole svantaggio in termini di tassi e il rischio di una resistenza da parte della Banca Nazionale Svizzera a un apprezzamento eccessivo potrebbero limitarne il potenziale di rialzo.

Grafico 1: In genere le valute più forti hanno registrato revisioni al rialzo dei tassi più consistenti

Paese (rendimento valutario spot da inizio anno rispetto agli Stati Uniti)

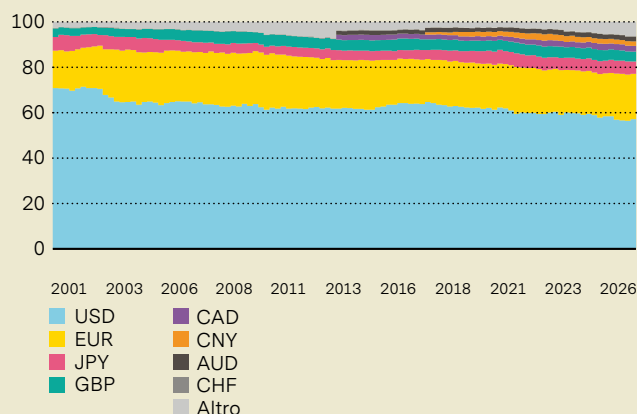


Aspettative di mercato fino al T4 2026 (in punti base) e modifiche alle politiche monetarie attuate finora quest'anno

Fonte: LSEG, Vontobel; al 17 agosto 2026.

Grafico 2: La quota del dollaro nelle riserve valutarie globali è in graduale riduzione

Quota delle riserve valutarie globali, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; al 21 agosto 2026.

Economia e mercati finanziari 2025 – 2027

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

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

INFLAZIONE	2025 ²	ATTUALE ²	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			2026	2027	VONTOBEL IN 2026 ⁵
Eurozona	2,1	2,9	2,8	2,2	↓
USA	2,7	3,4	3,3	2,4	↓
Svizzera	0,2	0,4	0,5	0,7	→

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2025	ATTUALE	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			A 3 MESI	A 12 MESI	VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
EUR (tasso di deposito)	2,00	2,25	2,43	2,27	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	3,75	3,75	3,80	3,62	→
CHF	–	–	–	0,05	→

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2025	ATTUALE	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			A 3 MESI	A 12 MESI	VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
EUR (Germania)	2,86	3,26	2,99	2,93	→
USD	4,17	4,74	4,45	4,33	→
CHF	0,32	0,43	0,42	0,49	→

TASSI DI CAMBIO	2025	ATTUALE	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			A 3 MESI	A 12 MESI	VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
CHF per EUR	0,93	0,94	0,93	0,93	→
CHF per USD	0,79	0,81	0,80	0,80	↓
USD per EUR	1,17	1,16	1,16	1,18	↑

MATERIE PRIME	2025	ATTUALE	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			A 3 MESI	A 12 MESI	VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
Brent, USD per barile	61	91	76	70	→
Oro, USD per oncia troy	4'319	4'397	4'482	4'823	→
Rame, USD per tonnellata metrica	12'423	14'158	13'600	12'900	↓

Nota: Le opinioni sono aggiornate al 18 agosto 2026. Le previsioni e le stime di consenso presentate si basano sulle condizioni di mercato e sulle ipotesi attuali alla data indicata e sono soggette a modifiche senza preavviso. Le previsioni non sono indicative dei risultati effettivi e non sono garantite. I risultati effettivi possono differire in modo significativo. Queste informazioni sono fornite esclusivamente a scopo illustrativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti né una raccomandazione. Si prega di fare riferimento alla dichiarazione di esclusione di responsabilità completa a pagina 19.

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

Informazioni legali

Il presente documento è destinato a investitori retail e/o istituzionali (professionali, qualificati) nelle giurisdizioni qui indicate. È fornito esclusivamente a scopo informativo generale e non tiene conto degli obiettivi di investimento individuali, della situazione finanziaria o delle esigenze specifiche dei destinatari. Non costituisce una base adeguata per decisioni di investimento. Prima di effettuare qualsiasi decisione di investimento, gli investitori dovrebbero richiedere una consulenza professionale indipendente.

Disponibilità per investitori istituzionali (professionali): AT, AU, CH, DE, DK, ES, FI, FR, GB, HK, IE, IT, LI, LU, NL, NO, NZ, PT, SE, SG, US Offshore, e alcuni paesi dell'America Latina.

Disponibilità per investitori retail: AT, CH, DE, ES, FI, FR, GB, IE, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE.

Il presente documento costituisce una comunicazione di marketing. Non costituisce consulenza in materia di investimenti, una raccomandazione personale, ricerca in materia di investimenti, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari, all'attuazione di una strategia di investimento o alla conclusione di qualsiasi operazione giuridica.

Il presente documento non è stato redatto conformemente ai requisiti legali destinati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti.

Le informazioni, analisi e opinioni espresse nel presente documento riflettono le valutazioni dell'entità emittente alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso. Non sussiste alcun obbligo di aggiornare o rivedere le informazioni contenute nel presente documento. Il presente documento può contenere dichiarazioni previsionali, incluse, a titolo esemplificativo, previsioni, stime e proiezioni. Tali dichiarazioni comportano rischi e incertezze intrinseci e i risultati effettivi possono differire in modo sostanziale da quelli espressi o impliciti. Eventuali indicazioni relative all'asset allocation, al posizionamento di mercato o alle strategie di investimento (ad es. sovrappesare, neutrale, sottopesare) sono fornite esclusivamente a scopo informativo generale e non costituiscono raccomandazioni né consulenza.

Gli investimenti comportano rischi. Il valore degli investimenti e i proventi da essi derivanti possono aumentare o diminuire e non sono garantiti. Gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Gli investimenti sono soggetti a diversi rischi, inclusi, a titolo esemplificativo, il rischio di mercato, il rischio di tasso di interesse, il rischio di inflazione, il rischio di cambio, il rischio di credito e il rischio di liquidità. Gli investimenti azionari possono essere soggetti a una significativa volatilità dei prezzi. Gli investimenti obbligazionari sono esposti al rischio di tasso di interesse e di credito. Gli investimenti in valute estere sono soggetti a fluttuazioni dei tassi di cambio. Gli investimenti in attività o mercati meno liquidi possono risultare più difficili da liquidare e presentare una maggiore volatilità dei prezzi. Ove pertinente, alcune classi di attività (quali materie prime, mercati emergenti o investimenti alternativi) possono essere soggette a rischi aggiuntivi, inclusi rischi geopolitici, normativi o strutturali.

Le performance passate non sono un indicatore affidabile delle performance attuali o future.

Le informazioni contenute nel presente documento provengono da fonti ritenute affidabili. Tuttavia, non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito alla loro accuratezza, completezza o tempestività. Il presente documento può contenere dati forniti da terzi (quali, a titolo esemplificativo, LSEG, Bloomberg, MSCI, Morningstar o soggetti analoghi). Tali dati sono soggetti ai termini e alle condizioni dei rispettivi fornitori e non possono essere riprodotti o ridistribuiti senza il loro consenso.

Le entità appartenenti al gruppo emittente, inclusi i loro amministratori, dirigenti e dipendenti, possono detenere posizioni o interessi in strumenti finanziari o mercati menzionati nel presente documento. Tali entità possono inoltre aver prestato o prestare in futuro servizi a favore degli emittenti citati.

20 Informazioni legali

Laddove vengano presi in considerazione fattori ambientali, sociali o di governance (ESG), tali valutazioni si basano su metodologie interne e/o su dati di terzi, che possono essere incompleti, incoerenti o soggetti a modifiche. Non esiste uno standard universalmente accettato per la valutazione ESG e fornitori diversi possono giungere a risultati differenti. Le considerazioni ESG possono o meno essere integrate nelle decisioni di investimento e non garantiscono performance finanziarie né una riduzione del rischio.

Nei limiti consentiti dalla legge applicabile, l'entità emittente non sarà responsabile per eventuali perdite dirette o indirette derivanti dall'utilizzo o dall'affidamento sulle informazioni contenute nel presente documento.

La distribuzione del presente documento può essere soggetta a restrizioni in determinate giurisdizioni. Esso può essere distribuito esclusivamente laddove ciò sia legalmente consentito e a condizione che l'entità distributrice disponga delle necessarie autorizzazioni. Il presente documento non è destinato a persone statunitensi e non deve essere distribuito negli Stati Uniti né a soggetti statunitensi. I destinatari sono responsabili del rispetto delle leggi e dei regolamenti locali applicabili.

Il presente documento è protetto dal diritto d'autore. Esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato, in tutto o in parte, senza il preventivo consenso scritto dell'entità emittente.

Informazioni per i clienti tedeschi: La presente pubblicazione, preparata da Bank Vontobel AG, è distribuita da Bank Vontobel Europe AG, Monaco di Baviera.

Glossario e fonti

- ¹ «Dottor Rame» è un termine usato per indicare il rame, che è considerato un utile indicatore dello stato di salute dell'economia globale grazie al suo ampio impiego nei settori dell'edilizia, dell'industria manifatturiera e delle infrastrutture.
 - ² Un'economia a forma di K è un'economia in cui diversi gruppi si muovono in direzioni opposte. Alcuni prosperano (braccio ascendente della K), mentre altri rimangono indietro (braccio discendente).
 - ³ Fonte: articolo Reuters, pubblicato il 23 luglio 2026. www.reuters.com/commentary/reuters-open-interest/americas-mass-affluence-is-bigger-than-you-think-2026-07-23/
 - ⁴ Il premio a termine è il rendimento aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere un'obbligazione a lungo termine invece di investire in successione in vari titoli a breve termine, che rappresenta una forma di remunerazione a fronte dei rischi legati a tassi d'interesse, inflazione e incertezza nel tempo.
 - ⁵ Si parla di «irripidimento ribassista» (bear steepening) quando i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine aumentano più rapidamente di quelli a breve termine, rendendo la curva dei rendimenti più ripida. Questo fenomeno è definito «ribassista» (bear) perché l'aumento dei rendimenti comporta un calo dei prezzi delle obbligazioni, il che rappresenta un fattore ribassista per il mercato obbligazionario.
 - ⁶ «Sottopeso» significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee esprime una preferenza inferiore per una classe o sottoclasse di attivi. Ciò riflette la convinzione che tale classe di attivi sia meno interessante rispetto ad altre nell'attuale contesto di mercato. Non costituisce una raccomandazione a evitare completamente l'asset, ma suggerisce un'allocazione ridotta.
 - ⁷ «Neutrale» significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee non esprime né una preferenza superiore né inferiore per una classe o sottoclasse di attivi. Ciò riflette una valutazione equilibrata, secondo cui la classe di attivi dovrebbe registrare una performance in linea con il proprio andamento storico o con la media di mercato. Non costituisce una raccomandazione ad agire, ma suggerisce di mantenere l'allocazione attuale.
 - ⁸ «Sovrappeso» significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee esprime una preferenza superiore per una classe o sottoclasse di attivi. Ciò riflette la convinzione che tale classe di attivi sia più interessante rispetto ad altre nell'attuale contesto di mercato. Non costituisce una raccomandazione a investire in misura significativa, ma suggerisce di aumentare l'allocazione.
- Le classificazioni "sottopeso", "neutrale" e "sovrappeso" rappresentano valutazioni interne del comitato d'investimento e non devono essere interpretate come raccomandazioni rivolte a singoli investitori né come un invito ad agire. Riflettono unicamente le prospettive di Vontobel sull'andamento atteso del valore di una determinata classe di attivi. Tali valutazioni sono distribuite esclusivamente a scopo informativo a un pubblico più ampio e non sono personalizzate per uno specifico gruppo di clienti.
- ⁹ Organizzazione privata senza scopo di lucro composta dai vertici di banche centrali, istituti finanziari e università e da importanti economisti che si occupa di grandi tematiche economiche e finanziarie.
 - ¹⁰ Fonte: «Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads», di Kevin Warsh, lectio magistralis del FMI ospitata dal G30 il 25 aprile 2025. [hoover-s3-website.s3.us-west-2.amazonaws.com/s3fs-public/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf](https://www.hoover-s3-website.s3.us-west-2.amazonaws.com/s3fs-public/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf)
 - ¹¹ Fonte: consiglio direttivo del Federal Reserve System. www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/warsh.htm
 - ¹² Fonte: Open Secrets è un'organizzazione senza scopo di lucro che monitora e pubblica dati su finanziamento delle campagne, lobbismo e influenza del denaro nella politica statunitense. www.opensecrets.org/donor-lookup/results?name=ronald+lauder&order=desc&page=1&sort=D
 - ¹³ Fonte: articolo del Time pubblicato il 5 febbraio 2026. [time.com/7368798/trump-greenland-pursuit/](https://www.time.com/7368798/trump-greenland-pursuit/)
 - ¹⁴ Fonte: consiglio direttivo del Federal Reserve System. www.federalreserve.gov/monetarypolicy/task-forces.htm
 - ¹⁵ Fonte: articolo del Wall Street Journal pubblicato il 29 aprile 2026. www.wsj.com/articles/former-fed-official-fisher-urges-fomc-reforms-1461961049?eafs_enabled=false
 - ¹⁶ Fonte: articolo dell'Economist pubblicato il 16 maggio 2024. www.economist.com/finance-and-economics/2024/05/16/diego-maradona-offers-central-bankers-enduring-lessons
 - ¹⁷ Fonte: lectio magistralis di Raghuram Rajan presso la London School of Economics and Political Science, al 17 maggio 2023. <https://www.lse.ac.uk/lse-player/central-bank-balance-sheet-expansion-and-financial-stability-why-less-can-be-more>
 - ¹⁸ Fonte: Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson e Jeremy C. Stein. 2016. «The Federal Reserve's Balance Sheet As a Financial-Stability Tool». 2016 Economic Policy Symposium Proceedings. Jackson Hole: Federal Reserve Bank of Kansas City. stein.scholars.harvard.edu/publications/federal-reserves-balance-sheet-financial-stability-tool
 - ¹⁹ Fonte: Andreessen Horowitz e Marc Andreessen, «Why AI will save the world», 6 giugno 2023. a16z.com/ai-will-save-the-world/
 - ²⁰ Fonte: Stanford Graduate School of Business e Charles I. Jones (NBER): «AI and Our Economic Future», 18 maggio 2026, versione 2.0. web.stanford.edu/~chadj/AlandEconomicFuture.pdf
 - ²¹ Fonte: Gregory Mankiw (Università Harvard): «Six Beliefs I Have About Inflation», 18 maggio 2024. conference.nber.org/confer/2024/INFs24/InflationConference_Mankiw.pdf
 - ²² Il «dot plot» della Fed è composto in genere da 19 pallini, che rappresentano le previsioni sui tassi d'interesse, in forma anonima, dei 7 membri del consiglio direttivo e dei 12 presidenti delle Federal Reserve Bank locali.
 - ²³ Fonte: trascrizione della conferenza stampa di Kevin Warsh, al 17 giugno 2026. www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20260617.pdf
 - ²⁴ Fonte: Hoover Institution: «Inflation Is a Choice: Kevin Warsh on Fixing the Federal Reserve», 8 luglio 2025. www.hoover.org/research/inflation-choice-kevin-warsh-fixing-federal-reserve
 - ²⁵ Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta
 - ²⁶ Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud Platform e Oracle Cloud Infrastructure
 - ²⁷ Il termine si riferisce al costo o al beneficio derivante dalla detenzione di una valuta nel tempo, determinato principalmente dalle differenze tra due valute a livello di tassi di interesse.
 - ²⁸ Official Monetary and Financial Institutions Forum, un think tank incentrato su banche centrali, politica monetaria, mercati finanziari e investimenti pubblici.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

