

Vontobel

Investors' Outlook

La potatura dei mercati



Marzo 2026

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Terreno irregolare

6 Mercato in sintesi

Quando non è tutto o-K

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 2 aprile 2026)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
5 marzo 2026

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 17

La potatura dei mercati



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

Gentili lettori,

La volatilità ha travolto le coperture quest'anno. Da un lato, la volatilità geopolitica ha messo radici più profonde, con i mercati in massima allerta mentre le tensioni tra USA e Iran su un accordo relativo al programma nucleare sono sfociate in guerra, alimentando i timori di un'instabilità regionale più ampia e di possibili interruzioni nei mercati energetici. Dall'altro, nel sell-off di febbraio gli investitori hanno impugnato le cesoie per potare alcuni asset rischiosi, in una correzione che rifletteva il timore che la disruption dell'IA potesse innescare un «SaaS-mageddon¹».

Crediamo che ciò evidenzi l'importanza della diversificazione ed è anche per questo che abbiamo mantenuto il nostro sovrappeso nelle materie prime.

Anche se la volatilità scuote alcuni rami, il sentiment degli investitori resta generalmente rialzista e il contesto macroeconomico robusto. L'economia statunitense sembra entrata in modalità «Goldilocks»: accelerazione della crescita, inflazione normalizzata e primi segnali di stabilizzazione del mercato del lavoro. Anche il settore manifatturiero sembra in ripresa dopo quasi tre anni di stagnazione e la fiducia dei consumatori, pur restando debole, potrebbe recuperare slancio.

Le condizioni per la crescita appaiono favorevoli: le banche centrali del G10² (Giappone escluso) hanno adottato politiche espansive e l'effetto cumulato dei tagli dei tassi dovrebbe continuare a trasmettersi all'economia nel corso dell'anno. Anche lo stimolo fiscale fuori dagli USA dovrebbe sostenere la crescita globale, mentre la Cina ha ridotto il suo obiettivo di crescita del prodotto interno lordo per il 2026 a un intervallo tra il 4,5% e il 5%³.

Riteniamo che sfozzare le posizioni sia positivo: dimostra che i mercati sono vigili e non disposti a strapagare sull'onda dell'ottimismo. Vogliono riscontri concreti a livello di risultati e guidance, e questo a nostro avviso ha gettato le basi per una maggiore diversificazione. La rotazione ha ampliato l'esposizione geografica e settoriale, con deflussi dagli USA verso le azioni europee e dei mercati emergenti (ME), nonché dal settore tech verso beni di prima necessità e industriali.

Sul fronte dell'IA, il ritracciamento ha avuto un denominatore comune, ossia le preoccupazioni legate a modelli di business basati sul capitale cognitivo umano e su una competitività limitata, dunque vulnerabili al rischio di sostituzione. Per comprendere appieno le implicazioni dell'IA ci vorrà del tempo, ed è quindi probabile che la volatilità ci accompagnerà anche in futuro.

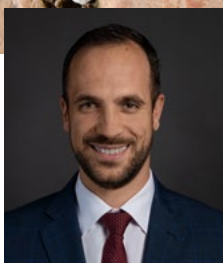
In questo Investors' Outlook troverete un articolo sull'economia a «K» e le relative implicazioni per gli investimenti, un approfondimento sui mercati petroliferi e le nostre view sui mercati azionari.

Il nostro obiettivo è favorire la crescita dei portafogli dei clienti nel tempo. Un moderato ribilanciamento dei mercati può rafforzare l'ecosistema in vista delle prossime stagioni.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 19



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

Terreno irregolare

È di norma in primavera rimuovere i detriti dell'inverno e diradare le parti cresciute troppo fitte per fare spazio ai germogli più robusti. Nei primi due mesi dell'anno, i policymaker hanno già piantato nuovi semi e gli investitori hanno sfoltito le posizioni più affollate, mentre le tensioni geopolitiche si sono fatte più intricate.

Le tensioni tra gli USA e l'Iran sono sfociate in un conflitto aperto, provocando turbolenze nei mercati petroliferi globali e spostando l'attenzione del conflitto sulla sicurezza energetica. Per maggiori dettagli sulla nostra analisi dell'evoluzione della situazione in Medio Oriente, vedere pagina 14.

Negli USA, il Presidente Donald Trump ha indicato Kevin Warsh come prossimo leader della Fed, al termine del mandato di Jerome Powell a maggio 2026. La scelta ha dapprima innescato un «Warsh Shock» a inizio febbraio, che ha spinto l'oro al ribasso e rafforzato il dollaro. I mercati si sono poi stabilizzati con l'attenuarsi dei timori sull'indipendenza della Fed: l'esperienza di Warsh nel Board of Governors dell'istituto ha rassicurato gli investitori, nella speranza che non cederà alle pressioni politiche.

In Giappone, la Premier Sanae Takaichi ha trionfato alle elezioni anticipate: con 316 seggi, dispone ora della super-maggioranza necessaria per superare la Camera alta e attuare il programma «Sanaenomics⁴». Insieme all'impegno di gennaio a porre fine «a una politica fiscale troppo restrittiva e alla carenza di investimenti per il futuro⁵», la vittoria ha stimolato l'azionario giapponese che ha raggiunto nuovi massimi storici.

A livello globale, gli investitori hanno sfoltito le posizioni più concentrate sulla tecnologia privilegiando quelle più cicliche, date le riserve sui titoli software legati all'IA. Gli operatori di mercato hanno inoltre cercato beni rifugio in risposta all'escalation in Iran.

Confermiamo il nostro scenario base per il 2026: una traiettoria di crescita positiva, pressioni inflazionistiche moderate e politiche monetarie e fiscali accomodanti.

Per i dettagli dell'asset allocation della Boutique Multi Asset di Vontobel si rimanda a pagina 5.

| | SOTTOPESO* | | NEUTRALE* | SOVRAPPESO* | | |
|--|------------|-----------|-----------|-------------|-------|---|
| | ampio | marginale | | marginale | ampio | |
| 1 Liquidità | | | → | | | Restiamo neutrali sulla liquidità, pronti a impiegarla al presentarsi di nuove opportunità. |
| 2 Obbligazioni | | → | | | | Manteniamo il sottopeso sull'obbligazionario, continuando a favorire l'azionario. Le nostre posizioni di sottopeso sulle obbligazioni corporate investment grade (IG) e high yield (HY) restano invariate. Dopo la compressione degli spread post-Liberation Day, sull'onda di sviluppi commerciali positivi, riteniamo che gli spread offrano una remunerazione insufficiente rispetto al passato, considerando i rischi e la volatilità di mercato. Siamo neutrali sulle obbligazioni in valuta forte dei ME. In generale gli asset dei ME dovrebbero beneficiare del calo dei tassi d'interesse negli USA e del mercato ribassista del dollaro. |
| 3 Azioni | | | | → | | Restiamo costruttivi sulle azioni, dato il contesto macroeconomico globale favorevole. Le politiche monetarie e fiscali accomodanti nelle principali regioni continuano a fare da traino, e l'approccio pro-crescita dell'amministrazione Trump in vista delle elezioni di metà mandato dovrebbe fornire ulteriore supporto. La leadership di mercato si è ampliata, con una sovraperformance di regioni e settori ciclici e orientati al valore, un trend che potrebbe proseguire sull'onda della disruption dell'IA. Manteniamo un sovrappeso sull'azionario dell'Eurozona, complice l'outlook economico favorevole sostenuto da stimoli fiscali, tagli dei tassi della BCE e riforme strutturali. Confermiamo il sovrappeso sulle azioni dei ME, che trattano ancora a sconto rispetto ai mercati globali, e sono ulteriormente favorite dal calo del dollaro (il nostro scenario base) e dal posizionamento prudente degli investitori. |
| 4 Oro | | | → | | | A nostro avviso l'oro resta interessante a lungo termine, e lo preferiamo nell'ambito delle materie prime, considerando l'impegno per la diversificazione delle banche centrali e i timori per il debasement valutario e l'aumento del debito. Le banche centrali rappresentano il floor più affidabile per l'oro e dovrebbero impedirne una discesa sotto i 4'000 dollari l'oncia. L'oro potrebbe salire ancora, ma la traiettoria difficilmente sarà lineare. È probabilmente necessaria una forte domanda di lingotti, monete e/o ETF per compensare il calo della domanda dalla gioielleria, nonché il rallentamento della domanda (pur se ancora resiliente) dalle banche centrali. |
| 5 Materie prime | | | | → | | Restiamo ottimisti circa il sovrappeso sulle materie prime avviato a gennaio. Molte delle nostre prospettive chiave per il 2026 sostengono questa posizione su un'asset class tradizionalmente ciclica. Prevediamo che un impulso di crescita positivo, il calo strutturale del dollaro e lo stimolo fiscale e monetario nelle regioni chiave traineranno la domanda. Questo scenario favorirà a nostro avviso metalli industriali e petrolio. Le materie prime possono fungere da copertura dai rischi geopolitici. Pur sperando di evitare un'escalation USA-Iran, il nostro sovrappeso era inteso come una protezione in caso di tensioni, perché sia greggio che oro tendono a registrare un rally in tali circostanze. |
| 6 Strategie alternative | | | → | | | Ribadiamo una view neutrale sui fondi alternativi e sull'immobiliare. |

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

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘



Quando non è tutto o-K

L'economia è spesso considerata una disciplina radicata nella tradizione, fondata su concetti storici come la «mano invisibile» di Adam Smith o le politiche di intervento pubblico sviluppate da John Maynard Keynes⁹. Ma di tanto in tanto una nuova idea riaccende il dibattito: negli ultimi tempi, «economia a K» è l'espressione più in voga nei circoli economici.



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

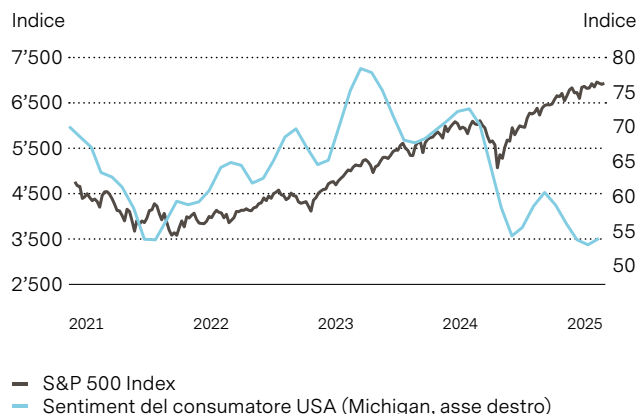


Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

«Economia a K» descrive una ripresa economica disomogenea, in cui alcuni settori, industrie o gruppi di persone recuperano rapidamente mentre altri restano indietro. L'espressione deriva dalla rappresentazione grafica della ripresa: mentre una parte dell'economia o della popolazione registra una crescita, un'altra attraversa una fase di stagnazione o contrazione – rispettivamente il tratto ascendente e quello discendente della «K» – andando a creare risultati economici divergenti.

Analizzando i dati post-pandemia, gli economisti riscontrano spesso pattern che ricordano una «K». Un esempio è il crescente disallineamento tra il mercato azionario USA e il sentiment dei consumatori (grafico 1). Il braccio superiore della «K» riflette un mercato azionario resiliente, che ha saputo resistere a prezzi elevati, guerre commerciali e tensioni geopolitiche. Le grandi imprese sono riuscite a tutelare (e addirittura ampliare) i margini di profitto con strategie di prezzo aggressive, e hanno mantenuto utili robusti trasferendo i maggiori costi sui consumatori.

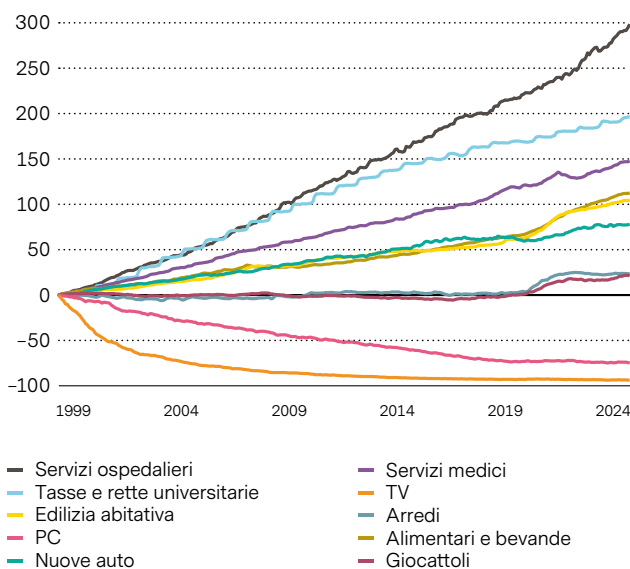
Grafico 1: Boom del mercato azionario USA, ma il sentiment dei consumatori è sceso a livelli da recessione



Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 febbraio 2026.

Grafico 2: Gran parte dei prezzi per beni e servizi ha registrato rincari negli anni, soprattutto quelli essenziali

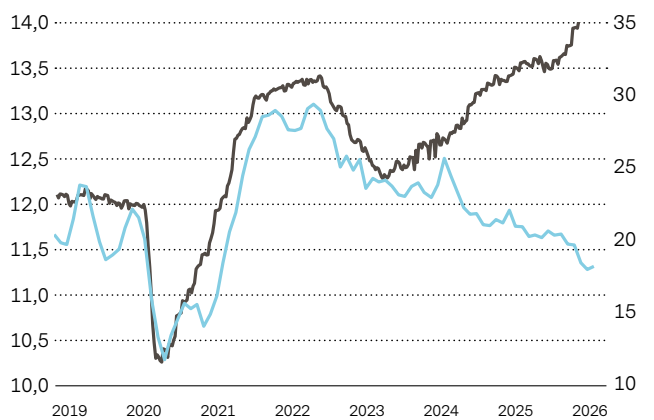
Variazioni prezzi USA: da gennaio 2000 a gennaio 2026



Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 febbraio 2026.

Grafico 3: Le imprese spingono i margini di profitto ai massimi storici senza alzare la retribuzione dei lavoratori

In %



— Margini di profitto forward 12 mesi S&P 500
— Aziende USA che intendono alzare i salari (media 3 mesi, asse destro)

Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 febbraio 2026.

Il braccio inferiore della «K» evidenzia il crescente divario tra i mercati finanziari e la realtà quotidiana di molti consumatori, la cui fiducia – misurata dal Consumer Sentiment Index della University of Michigan – resta contenuta. Un'analisi delle risposte fornite dai consumatori aiuta a comprendere le radici di questo pessimismo. Molti americani ritengono che le notizie sul boom dell'IA o sui massimi storici dell'S&P 500 abbiano scarsa rilevanza per la loro vita quotidiana. Sono più preoccupati per i rincari di beni e servizi, soprattutto quelli essenziali come alimentari, assistenza sanitaria e abitazioni (grafico 2).

L'accessibilità economica delle abitazioni resta il punto più critico. Lo US Housing Affordability Index¹⁰ è sceso sotto la soglia critica di 100 a metà 2022 per la prima volta dagli anni '80, e da allora si mantiene intorno a tale livello. Questo significa che negli ultimi anni la famiglia americana media non ha potuto permettersi l'acquisto di una nuova abitazione ai tassi ipotecari e ai prezzi correnti.

Si potrebbe ipotizzare che le aziende altamente performanti possano intervenire aumentando i salari, giusto? Non è così immediato. Sebbene le aziende abbiano riconosciuto aumenti nominali delle retribuzioni in risposta all'impennata inflazionistica post-pandemia, la crescita dei salari reali (corretti per l'inflazione) è tornata positiva solo a metà 2023. Ancora oggi, pur se i salari crescono più rapidamente dell'attuale tasso di inflazione, a causa

dell'impatto cumulativo molti lavoratori non hanno ancora recuperato il loro potere d'acquisto. Dal grafico 3 emerge inoltre che le imprese sembrano riluttanti a incrementare ulteriormente i salari, anche se i loro margini di profitto prospettici a 12 mesi hanno raggiunto livelli record (ed ecco un'altra «K»).

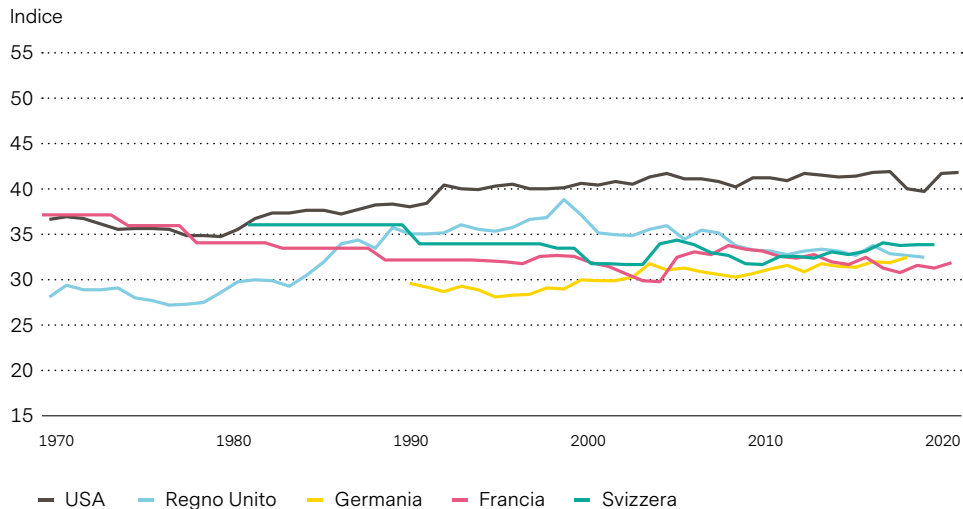
Vincitori e vinti in un'economia a K

In un'economia a K, i principali beneficiari sono le grandi imprese che detengono ampi capitali e gli individui più abbienti, il cui patrimonio netto cresce grazie al possesso di asset come azioni e immobili. Restano invece indietro i lavoratori del settore dei servizi, i piccoli imprenditori e le persone prive di risparmi significativi. Questi rappresentano il tratto discendente della «K» e spesso lavorano in ambiti che richiedono presenza fisica, come hospitality, retail e manifattura tradizionale. Il risultato è un divario crescente: la ricchezza dei più abbienti è sempre più scollegata dalle difficoltà economiche delle fasce più fragili, e questo rende la mobilità sociale meno simile a una scala da salire e più a un salto impossibile da compiere.

Il concetto di «K» è nuovo, ma le dinamiche della disuguaglianza non lo sono

Anche se l'espressione «economia a K» è relativamente recente nel lessico economico – si è diffusa durante la pandemia di Covid-19 – disuguaglianza e biforcazione non sono fenomeni nuovi. Un'analisi dei coefficienti di

Grafico 4: Gli USA hanno un punteggio negativo nell'indice di Gini, che misura la disuguaglianza complessiva nella distribuzione del reddito



Nota: L'indice di Gini (o coefficiente di Gini) misura la disuguaglianza di reddito o ricchezza all'interno di una popolazione, con valori compresi tra 0 (perfetta uguaglianza) e 1 o 100 (massima disuguaglianza). Sviluppato da Corrado Gini, è calcolato in base alla curva di Lorenz, che rappresenta graficamente la quota di reddito totale percepita dalle quote cumulate della popolazione. Un valore più elevato indica una maggiore disuguaglianza ed è frequentemente utilizzato per confrontare le disparità economiche tra Paesi.

Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 febbraio 2026.

Gini¹¹ indica che la disuguaglianza sociale è un problema specifico e radicato negli Stati Uniti da decenni (grafico 4). Il coefficiente di Gini statunitense mostra un trend strutturalmente crescente, con un divario sempre più ampio tra i redditi più elevati e quelli più bassi del Paese. Mentre molti Paesi comparabili – G7¹² e altre economie sviluppate – hanno mantenuto livelli inferiori grazie a politiche redistributive più incisive e reti di protezione sociale, gli USA si distinguono tra le economie avanzate per un livello di disparità reddituale sistematicamente più elevato. Anche altri indicatori, come il Palma ratio¹³, che si concentra sugli estremi della distribuzione del reddito, trasmettono un messaggio analogo.

Bloccati sul gradino più basso

Guardando al futuro, riteniamo improbabile un miglioramento della situazione. Il One Big Beautiful Bill Act (OBBA¹⁴) del Presidente Trump, promosso come iniziativa «eccezionale» volta a «rilanciare l'economia e garantire sicurezza e prosperità agli americani per i decenni a venire», per molti consumatori potrebbe rivelarsi molto meno positivo del previsto¹⁵. Secondo il Congressional Budget Office e il Joint Committee on Taxation, i nuclei familiari a basso reddito potrebbero essere molto più penalizzati rispetto a quelli a reddito medio-alto, soprattutto a causa delle modifiche fiscali e dei tagli a programmi come Medicaid e il Supplemental Nutrition Assistance Program. Parallelamente, il Tax Policy Center sostiene che i tagli

fiscali proposti favoriranno in misura sproporzionata le famiglie più abbienti, con il 60% dei benefici fiscali destinato al 25% più ricco della popolazione¹⁶.

L'IA potrebbe accentuare queste linee di frattura. I lavori caratterizzati da attività prevedibili e ripetitive – come l'inserimento dati, il supporto amministrativo di base e alcune mansioni manifatturiere – potrebbero essere particolarmente a rischio. La conseguenza potrebbe essere un mercato del lavoro polarizzato, in cui le posizioni altamente qualificate si espandono mentre i ruoli intermedi o di ingresso tendono a scomparire. Molte posizioni entry-level che in passato erano il punto di accesso al mercato del lavoro per giovani o lavoratori meno qualificati sono sempre più esposte all'automazione, rendendo potenzialmente più difficile avviare un percorso professionale.

Come sbarazzarsi della «K»?

Sia i Repubblicani che i Democratici affermano di schierarsi a favore di coloro che si trovano nella parte discendente della «K», pur adottando approcci fondamentalmente diversi. Negli ultimi decenni, i Repubblicani hanno privilegiato interventi dal lato dell'offerta, mentre i Democratici si sono concentrati su misure di supporto alla domanda. Tra gli interventi repubblicani figurano tagli fiscali (es. il Tax Cuts and Jobs Act del 2017 o l'OBBA), deregolamentazione (come il ridimensionamento del



Dodd-Frank Act) e politiche protezionistiche come i dazi. I Democratici hanno cercato di rafforzare la base dei consumatori (es. con l’Affordable Care Act) e di regolamentare i grandi operatori tech e retail, anche attraverso un’applicazione più rigorosa delle normative antitrust per impedire a colossi come Amazon o Walmart di usare strategie di prezzi predatori per escludere dal mercato i concorrenti locali. È interessante notare che nessuno dei due approcci sembra aver funzionato: indicatori come il coefficiente di Gini hanno mostrato una tendenza piuttosto costante al rialzo indipendentemente dal partito alla Casa Bianca.

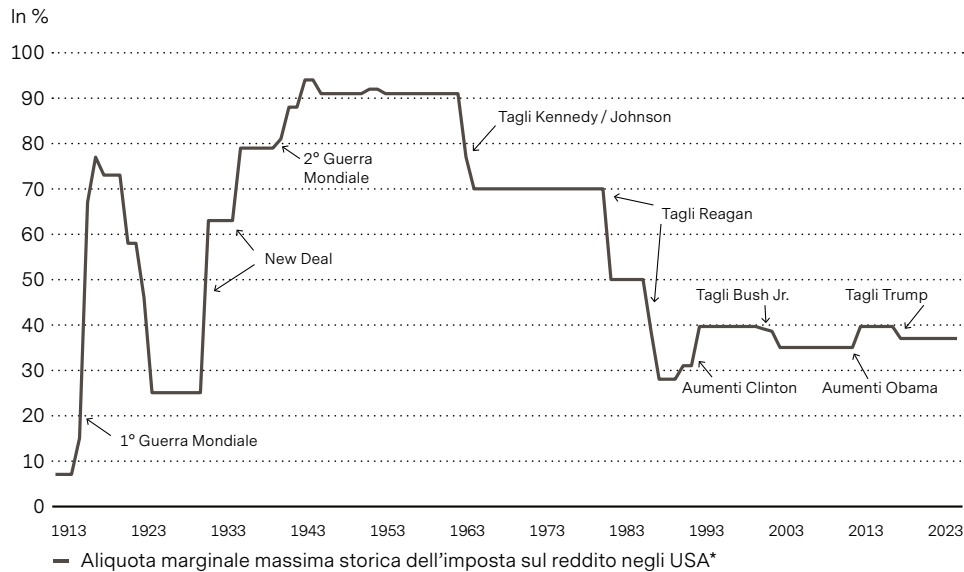
L’amministrazione Trump ha recentemente adottato un approccio più creativo, introducendo una serie di proposte non convenzionali per affrontare la crisi dell’accessibilità economica. Una di esse è un tetto temporaneo del 10% ai tassi di interesse sulle carte di credito. In un post su Truth Social, Trump ha sostenuto che questo provvedimento garantirebbe che gli americani non siano più «derubati da società di carte di credito che applicano tassi d’interesse del 20–30% o superiori, proliferate indisturbate nell’era Biden¹⁷.» Un’altra idea è l’introduzione di mutui a 50 anni. Oggi la forma di finanziamento immobiliare più diffusa negli Stati Uniti è il mutuo a tasso fisso trentennale. Anche se i dettagli sono limitati, il Direttore del National Economic Council, Kevin Hassett, ha suggerito che estendere la durata del prestito potrebbe «ridurre la rata mensile di alcune centinaia di dollari per una tipica abitazione della classe media americana¹⁸.»

Vi è poi un’altra misura non convenzionale – questa volta proposta da entrambe le estremità dello spettro politico: tassare i più ricchi. Dopo la sua ampia vittoria elettorale, il sindaco democratico di New York Zohran Mamdani ha dichiarato che è giunto il momento di aumentare le imposte sui newyorkesi più facoltosi e sulle imprese più redditizie. La sua campagna proponeva di alzare del 2% le imposte per i milionari e di incrementare l’aliquota complessiva sulle società a poco più del 22%.

Anche l’esponente di destra Steve Bannon, che durante il suo mandato di Chief Strategist alla Casa Bianca nel 2017 si era già espresso a favore degli aumenti delle imposte, ha ribadito la sua posizione sostenendo che i massicci tagli fiscali a beneficio delle famiglie della classe media e operaia sono possibili solo a fronte di una maggiore tassazione sui redditi più elevati¹⁹.

Persino Trump ha manifestato apertura in questo senso. In un’intervista rilasciata a TIME, si è dichiarato disposto a pagare personalmente più tasse e ha affermato che non si tratterebbe propriamente di un aumento generalizzato, bensì di un incremento rivolto ai più ricchi per sostenere la classe media, e ha aggiunto: «Sono molto favorevole a questo concetto, ma non voglio che venga utilizzato contro di me sul piano politico; c’è chi ha perso le elezioni per molto meno²⁰.»

È piuttosto evidente che gli aumenti delle imposte sono estremamente impopolari. Tuttavia, la storia suggerisce che esista margine per una maggiore imposizione. Ad

Grafico 5: Azioni politiche – tassare i ricchi?

*L'aliquota marginale è l'aliquota massima pagata sul reddito e si applica solo oltre una certa soglia.

Fonte: Tax Foundation, Vontobel; al 20 febbraio 2026.

esempio, l'aliquota marginale massima dell'imposta sul reddito negli Stati Uniti era molto più elevata in passato²¹, in particolare nel periodo precedente e successivo alla Seconda Guerra Mondiale, anche come strumento per ridurre gli elevati livelli di debito pubblico (grafico 5).

Se non fosse possibile alzare le imposte sui redditi elevati, l'attenzione di Trump potrebbe spostarsi sulle imprese. Pur non attualmente al centro dell'agenda politica, un aumento delle imposte societarie sui monopoli – ad esempio le Big Tech – potrebbe rappresentare un'alternativa efficace.

Economia a K: quattro scenari possibili

Abbiamo individuato quattro potenziali scenari (che non si escludono a vicenda) di evoluzione. Nello scenario base «Mantenimento dello status quo» (probabilità stimata: 75%) non si registrano cambiamenti sostanziali nella dinamica dell'economia a K. Le politiche di Trump (es. dazi e OBBBA) e i progressi nell'IA potrebbero accentuare le disuguaglianze esistenti. In un contesto simile, riteniamo che gli investitori possano privilegiare azioni e strategie momentum.

Nel secondo scenario «Sostegno ai perdenti dell'economia a K» (probabilità stimata: 50%), un eventuale calo dei tassi di interesse statunitensi potrebbe tradursi in una riduzione dei tassi sui mutui. Potrebbero inoltre essere

introdotte misure non convenzionali per affrontare i problemi di accessibilità, soprattutto nel settore immobiliare. In questo caso, riteniamo che gli investitori potrebbero mostrare una preferenza per small cap e titoli ciclici.

Il terzo scenario «Restrizioni per i vincitori dell'economia a K» (probabilità stimata: 25%) prevede interventi volti a limitare i guadagni di individui e imprese più abbienti, ad esempio con maggiori imposte o regolamentazioni più rigide. In questo contesto, siamo dell'avviso che gli investitori potrebbero optare per posizioni liquide ed evitare le large cap statunitensi.

Nel quarto e ultimo scenario «Guerra civile negli Stati Uniti» (probabilità stimata: 10%), quello più estremo, non si verificherebbero cambiamenti sostanziali nell'economia a K; al contrario, alcune politiche di Trump (come OBBBA e dazi) potrebbero aggravare le tensioni esistenti, alimentando conflitti sociali e politici che potrebbero sfociare in disordini diffusi e divisioni all'interno del Paese. In questo scenario, riteniamo che gli investitori potrebbero assumere posizioni lunghe sull'oro e corte sul dollaro statunitense.

Aspettando il taglio



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

La Fed è in attesa, e i mercati non prevedono interventi prima di giugno 2026. Una presidenza Warsh potrebbe comprimere i rendimenti dei Treasury USA a 2 anni sull'onda di un approccio più accomodante, tenendo fermi i decennali se un rapido alleggerimento del bilancio Fed spingerà al rialzo il premio a termine.

Il 28 gennaio la Fed ha mantenuto l'intervallo sui Fed Fund al 3,50–3,75%, con il dissenso di Stephen Miran e Christopher Waller, favorevoli a un taglio di 25 punto base. È stato inoltre eliminato il riferimento ai rischi al ribasso per l'occupazione, e Powell ha citato un «chiaro miglioramento» dell'outlook e un mercato del lavoro più stabile. Ciò rende più improbabile un allentamento nel breve termine. I future continuano a indicare zero interventi prima di giugno (grafico 1), quando il mandato Powell sarà concluso e il successore già in carica.

La nomina di Warsh potrebbe incidere molto sulla curva: i rendimenti a 2 anni potrebbero scendere perché il tratto breve è più sensibile alle previsioni di politica monetaria – e i mercati scontano una chiara probabilità di allentamento in caso di cambio al vertice. Il decennale potrebbe muoversi diversamente. Warsh si è espresso a favore di un bilancio

Fed molto più contenuta: una riduzione più rapida del previsto dagli attuali USD 6'700 miliardi potrebbe incrementare il premio a termine e tenere fermi i rendimenti a lungo termine, anche in caso di tagli, poiché gli investitori richiedono più compensazione per i rischi di liquidità e finanziamento.

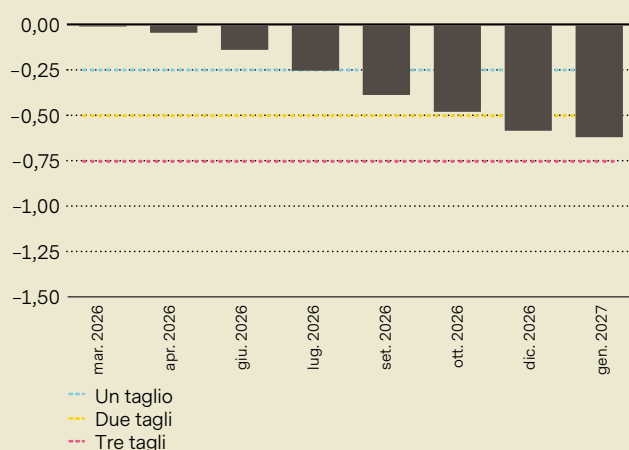
Il capex per l'IA diventa un fattore di offerta per il credito

Anche quest'anno, le emissioni degli hyperscaler sono consistenti. La domanda è solida, ma l'offerta abbondante aumenta il rischio di ampliamento degli spread in caso di peggioramento del sentiment o della liquidità. Il capex per l'IA è oggi la principale incognita lato offerta: quali volumi confluiranno sui mercati pubblici e con quali tempistiche. Nel 2025 le emissioni degli hyperscaler USA²² sono aumentate nettamente: circa USD 100 miliardi di IG plain vanilla – oltre 130 includendo JV e SPV. Il 2026 è iniziato con lo stesso slancio, guidato da Oracle (USD 25 miliardi) e Alphabet (deal multi-valuta equivalente a USD 31,5 miliardi, inclusa una rara tranche centenaria da GBP 1 miliardo (grafico 2).

Riteniamo che le emissioni di debito legate all'IA saranno elevate quest'anno, soprattutto dagli hyperscaler. Anche se la domanda resta robusta, un'offerta più abbondante può far ampliare gli spread e indurre il mercato a chiedere più concessioni. A nostro avviso, in un contesto macro stabile, l'ampliamento sarà contenuto ma potrebbe accelerare in caso di deterioramento del sentiment o della liquidità.

Grafico 1: I mercati prevedono il prossimo intervento della Fed per giugno, dopo la fine dell'era Powell

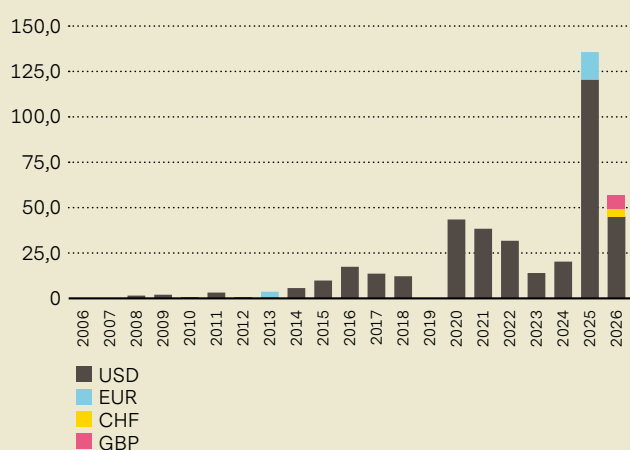
Variazione cumulativa implicita tassi di riferimento Fed, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 febbraio 2026.

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

Offerta IG dagli hyperscaler, in USD miliardi



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 febbraio 2026.

IA: un'ondata di gelo attraversa i mercati



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

A febbraio l'entusiasmo per l'IA si è raffreddato e ha lasciato spazio ai timori legati ai suoi effetti potenzialmente dirompenti, sfociando nel cosiddetto «AI scare trade».

I progressi di aziende come Anthropic, con strumenti capaci di svolgere in autonomia attività legali, analitiche e operative, hanno innescato un forte sell-off soprattutto nel settore software globale, dove i timori di obsolescenza hanno generato la correzione non recessiva più profonda in oltre trent'anni. Gli investitori temono che gli agenti dell'IA possano automatizzare CRM, workflow e analisi dei dati, comprimendo così ricavi da sottoscrizioni, pricing power e utili.

Il ritracciamento si è rapidamente esteso ad altri settori. I servizi finanziari – gestori patrimoniali, broker, assicurazioni, private equity e altri operatori ad alta intensità di dati – sono finiti sotto pressione per il rischio di automazione dei ruoli di consulenza, compliance e modellizzazione del rischio. Hanno perso terreno anche i servizi immobiliari, tra cui broker e piattaforme commerciali, nella prospettiva di una crescente automazione delle transazioni. Si sono diminuiti anche aree adiacenti come

logistica e autotrasporti, per i timori legati al routing ottimizzato dall'IA e alla diffusione del trasporto autonomo.

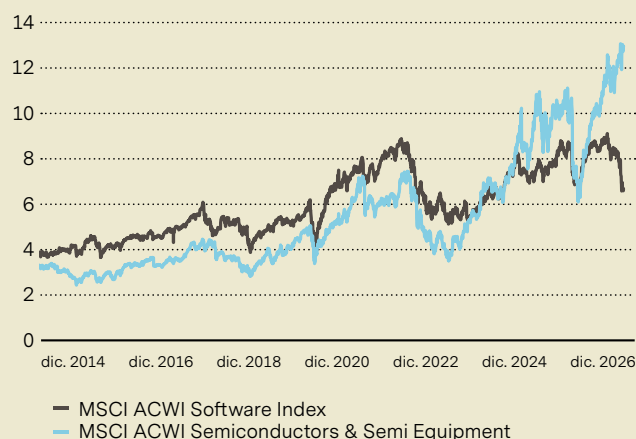
Nel settore tech si è ampliato il divario di valutazione e performance tra software e semiconduttori/infrastrutture per l'IA (grafico 1). I produttori di chip continuano in generale a beneficiare del boom di capex degli hyperscaler (grafico 2): performance, capitalizzazioni di mercato, margini e valutazioni hanno raggiunto livelli record, attirando maggiore scrutinio da parte degli investitori.

Anche se il sell-off appare indiscriminato e guidato dal sentiment, riteniamo che i timori non siano infondati: l'IA potrebbe fagocitare diversi settori e, data la rapidità di adozione, l'impatto potrebbe manifestarsi in tempi brevi. I settori fondati su lavoro cognitivo e processi strutturati risultano più esposti, soprattutto in caso di costi di sostituzione ridotti o vantaggi competitivi limitati. La correzione ci sembra però eccessiva, soprattutto in alcuni segmenti software, dove le valutazioni sono calate nettamente. Molte di queste aziende hanno processi radicati o catene del valore difficilmente sostituibili integralmente dall'IA.

Il recente ampliamento della leadership di mercato appare giustificato e potrebbe proseguire con la maturazione del tema dell'IA. Riteniamo che la rotazione verso settori difensivi, ciclici e orientati al valore dell'economia reale proseguirà nel medio termine. La volatilità potrebbe inoltre persistere nei settori più esposti alla speculazione in attesa di nuovi catalizzatori, come una maggiore visibilità sulla monetizzazione o sorprese positive sugli utili.

Grafico 1: Biforcazione nei multipli di valutazione tra software e semiconduttori

Multipli prezzo /vendite (P/S)

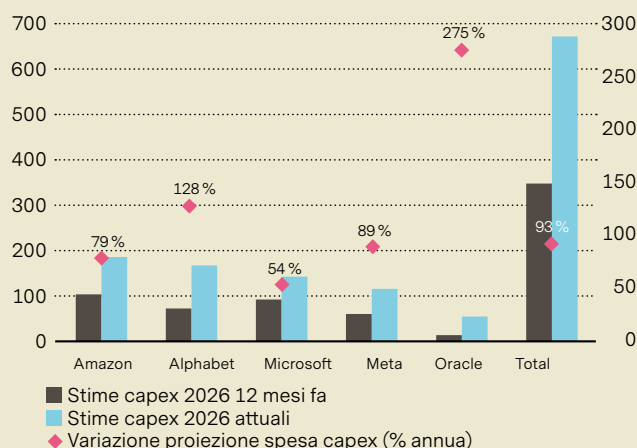


Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 febbraio 2026.

Grafico 2: Le proiezioni capex 2026 per i principali hyperscaler USA sono raddoppiate in meno di 12 mesi

In USD miliardi

Variazione annua, in %



Fonte: Vontobel, report aziendali; al 20 febbraio 2026.

Dal premio per il rischio alla realtà



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

Il premio per il rischio geopolitico non è più una semplice possibilità: è diventato realtà.

Alla fine del 2025 abbiamo delineato tre possibili scenari per l'evoluzione della situazione in Medio Oriente (grafico 1). Siamo ora entrati in una fase di escalation regionale. L'Iran ha chiuso lo Stretto di Hormuz; inoltre, l'infrastruttura energetica nella regione è stata danneggiata. I principali membri dell'OPEC²³ hanno già reagito. I cosiddetti Voluntary Eight (V8²⁴) hanno annunciato un aumento delle quote di produzione di 206'000 barili al giorno, superiore alle aspettative degli analisti che prima della riunione si attestavano a 137'000 barili al giorno. L'aumento delle quote produttive può offrire un sollievo limitato, ma entrerà in vigore solo ad aprile e difficilmente compenserà eventuali perdite in caso di chiusura prolungata dello Stretto di Hormuz. Una chiusura porterebbe allo scenario 3 («Conflitto prolungato») e rappresenterebbe il principale rischio di coda per l'economia globale: vi transitano ogni giorno circa 20 milioni di barili, pari a un quinto del consumo mondiale.

Sebbene il regime iraniano e i suoi alleati si trovino attualmente con le spalle al muro, dispongono della capacità di reagire, potenzialmente con droni. Gruppi allineati all'Iran,

come i ribelli Houthi, hanno già dimostrato di poter infliggere danni significativi utilizzando droni a basso costo. Un'altra minaccia potenziale proviene dalle mine marine, che potrebbero interrompere le rotte commerciali vitali per il petrolio. Le petroliere sono riluttanti a entrare nello Stretto di Hormuz a causa dei timori di attacchi e di considerazioni assicurative. Ciò sta già causando perturbazioni. Gli attori regionali e globali dispongono di alcune leve per contribuire a mitigare l'impatto. Un'opzione consiste nel reindirizzare il petrolio greggio tramite oleodotti verso porti alternativi. L'oleodotto saudita Est-Ovest consente all'Arabia Saudita di pompare petrolio dai giacimenti orientali attraverso il deserto fino al porto di Yanbu sul Mar Rosso. Gli Emirati Arabi Uniti gestiscono un oleodotto che trasporta petrolio dai giacimenti interni a un porto esterno allo Stretto, mentre l'Iran ha sviluppato il proprio oleodotto Goreh-Jask. Complessivamente, questi oleodotti potrebbero fornire una capacità di bypass totale di circa 7-8 milioni di barili al giorno. Pur essendo significativa, questa capacità non copre i circa 20 milioni di barili al giorno che transitano normalmente attraverso lo Stretto. Il gas naturale liquefatto (GNL) pone sfide ben maggiori, poiché non può essere facilmente reindirizzato tramite oleodotti. Il Qatar, uno dei maggiori esportatori mondiali di GNL, dipende quasi interamente dallo Stretto per il trasporto delle proprie navi cisterna. Ciò evidenzia l'importanza dello Stretto come punto di strozzatura energetica globale, nonostante lo sviluppo di rotte alternative. Oltre agli aumenti della produzione OPEC e ai flussi attraverso gli oleodotti, gli Stati Uniti potrebbero anche prendere in considerazione l'utilizzo della Strategic Petroleum Reserve (SPR²⁵). Ma dopo i ripetuti prelievi durante l'amministrazione Biden, la SPR detiene attualmente circa 415 milioni di barili.

Grafico 1: Come potrebbe evolversi il conflitto? Un'analisi degli scenari

Siamo entrati in una fase di escalation regionale.

Scenario 1

Campagna aerea limitata

Gli Stati Uniti conducono una campagna mirata ma limitata in Iran. Teheran risponde con attacchi e missili contro asset statunitensi nella regione, ma **entrambe le parti evitano l'escalation** verso una guerra regionale più ampia. Approvvigionamento di petrolio greggio: interruzioni dirette minime. **Vincoli logistici a breve termine** per l'Iran a causa di sanzioni e problematiche assicurative, ma nessuna fornitura importante viene interrotta.

Petrolio greggio ~ USD 70 a 80 ...

... in seguito, la situazione si stabilizza e il prezzo del petrolio si calma con la ripresa della diplomazia. Le forniture fisiche restano in gran parte intatte e l'attenzione torna ai fondamentali.

Scenario 2

Escalation regionale

Il **conflitto si intensifica** ulteriormente con **attacchi militari limitati contro le infrastrutture petrolifere** e le strutture di esportazione in Medio Oriente o altrove. Approvvigionamento di petrolio greggio: **interruzione temporanea dell'offerta mediorientale**, che potrebbe ridurre l'eccedenza petrolifera prevista in precedenza. La riserva petrolifera strategica statunitense (SPR) potrebbe essere utilizzata. **Il cartello OPEC potrebbe aumentare** la produzione (se lo desidera).

Petrolio greggio ~ USD 80 a 100 ...

... per alcuni giorni o settimane. In seguito, la volatilità resta elevata a causa del rischio di ulteriori attacchi o ritorsioni. La stabilizzazione richiede più tempo prima che il prezzo del petrolio scenda.

Scenario 3

Conflitto prolungato

Lo Stretto di Hormuz viene trascinato nel conflitto. I proxy iraniani attaccano il traffico mercantile, le basi statunitensi e/o le infrastrutture petrolifere del Golfo. Gli Stati Uniti avviano (formalmente o in modo coperto) **una campagna militare di lungo periodo** volta a sostituire il regime iraniano. Approvvigionamento di petrolio greggio: gravi e prolungate interruzioni nel Golfo Persico. **La produzione iraniana si arresta**, altri Stati subiscono sabotaggi o attacchi a porti e oleodotti.

Petrolio greggio > USD 100

La capacità inutilizzata dell'OPEC non può compensare le perdite, poiché anche le sue esportazioni transitano dallo Stretto di Hormuz e non tutti i membri possono aumentare rapidamente la produzione.

Il calo del supporto al dollaro e la crescita eccessiva del franco



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

Il dollaro ha iniziato il 2026 sulla scia del 2025: debole e privo di slancio. Con il minore supporto dai tassi USA e un posizionamento più leggero, il contesto appare più vicino a una fase di debolezza che a un ciclo rialzista.

Il grafico 1 ci aiuta a contestualizzare l'andamento del dollaro da inizio anno. Il messaggio è chiaro: dopo la flessione del 2025 non si sono visti rimbalzi convincenti e il biglietto verde resta in territorio negativo. Per confronto, analizziamo gli estremi. La linea gialla (1981) rappresenta un anno d'oro per il dollaro. Nell'era Volcker²⁶ i tassi furono spinti a livelli molto elevati per domare l'inflazione, i rendimenti reali USA superavano nettamente le controparti e i capitali affluivano abbondanti verso gli asset in dollari. La linea rossa (1985) mostra l'opposto: dollaro sopravvalutato, deficit commerciale sempre più ampio e l'Accordo del Plaza²⁷, che ha sancito un impegno coordinato per indebolire la valuta.

Alla luce di questi precedenti, il 2025 e l'avvio del 2026 sono molto più vicini all'estremo debole piuttosto che a una fase rialzista. Il quadro macro spiega perché: è venuto meno un pilastro di supporto – i differenziali dei tassi non si ampliano più a favore del dollaro e il posizionamento non è più strutturalmente lungo.

Parallelamente, la forza del franco inizia a porre un freno alla crescita e un vincolo a livello di politica monetaria. Con tassi allo 0% e inflazione nella parte bassa dell'intervallo 0–2%, riteniamo probabile che la Banca Nazionale Svizzera (BNS) manterrà l'orientamento attuale e farà leva sugli interventi FX, sebbene il mercato sconti ancora una modesta probabilità di tassi negativi in caso di ulteriore apprezzamento.

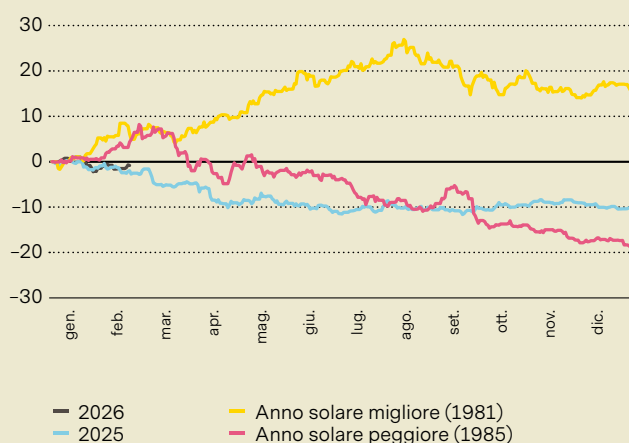
Dopo il +14% del 2025, il franco ha guadagnato quasi un altro 3% quest'anno, riportando il cambio USD/CHF verso i livelli dello shock del 2015²⁸. In un'economia in cui le esportazioni superano il 70% del PIL, è un dato importante: grandi gruppi come Roche, Swatch e Richemont accusano già l'impatto, con effetti ancora più marcati sulle piccole e medie imprese.

Il tasso di cambio complica anche la situazione politica. Con tassi a zero, contrastare un ulteriore apprezzamento riaprirebbe il tema dei tassi negativi, opzione poco gradita ai policymaker; il mercato continua, tuttavia, ad attribuirle una certa probabilità (grafico 2), a conferma della centralità della valuta.

Per ora, la BNS sembra orientata a mantenere lo status quo, usare gli interventi FX come backstop e ricostruire margini di manovra. A nostro avviso, eventuali rialzi dei tassi entreranno in gioco solo più avanti, se l'inflazione resterà stabile.

Grafico 1: La performance di inizio anno del dollaro rispecchia la debolezza del 2025

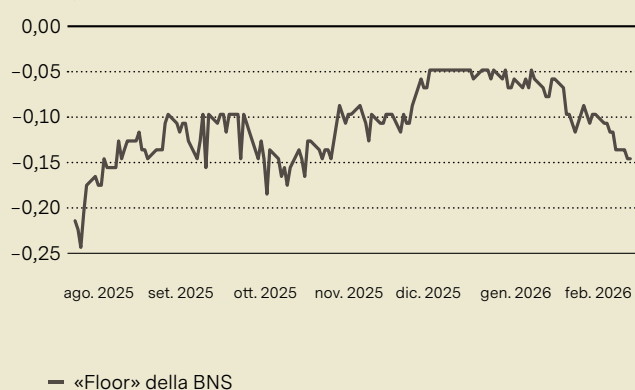
Performance dell'anno solare dello US Dollar Index, in %



Fonte: LSEG, Vontobel, al 19 febbraio 2026.

Grafico 2: Scende il «floor» della BNS scontato dal mercato

Tasso guida BNS minimo atteso dal mercato nei prossimi tre anni, in %



Fonte: LSEG, Vontobel, al 19 febbraio 2026.

Economia e mercati finanziari 2025 – 2027

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

| PIL (IN %) | 2025¹ | ATTUALE² | CONSENSUS 2026 | CONSENSUS 2027 | |
|-------------------|-------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------------------|--|
| Globale (G20) | 2,5 | 3,3 | 2,8 | 2,7 | |
| Eurozona | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,4 | |
| USA | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 2,0 | |
| Giappone | 1,1 | 0,1 | 0,8 | 0,9 | |
| Regno Unito | 1,4 | 1,0 | 1,1 | 1,4 | |
| Svizzera | 1,2 | 0,5 | 1,2 | 1,5 | |
| Australia | 1,9 | 2,1 | 2,2 | 2,2 | |
| Cina | 5,0 | 4,5 | 4,6 | 4,4 | |

| INFLAZIONE | 2025² | ATTUALE² | CONSENSUS 2026 | CONSENSUS 2027 | PROSPETTIVE VONTABEL IN 2026⁵ |
|-------------------|-------------------------|----------------------------|---------------------------|---------------------------|---|
| Eurozona | 2,1 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | ↓ |
| USA | 2,7 | 2,4 | 2,7 | 2,4 | ↓ |
| Svizzera | 0,2 | 0,1 | 0,4 | 0,7 | → |

| TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %) | 2025 | ATTUALE | CONSENSUS A 3 MESI | CONSENSUS A 12 MESI | PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵ |
|--|-------------|----------------|-------------------------------|--------------------------------|--|
| EUR (tasso di deposito) | 2,00 | 2,00 | 1,99 | 2,00 | → |
| USD (tasso sui Fed fund, limite superiore) | 3,75 | 3,75 | 3,43 | 3,23 | → |
| CHF | 0,00 | 0,00 | -0,01 | 0,04 | → |

| RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %) | 2025 | ATTUALE | CONSENSUS A 3 MESI | CONSENSUS A 12 MESI | PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵ |
|---|-------------|----------------|-------------------------------|--------------------------------|--|
| EUR (Germania) | 2,86 | 2,75 | 2,89 | 3,01 | → |
| USD | 4,17 | 4,07 | 4,13 | 4,12 | → |
| CHF | 0,32 | 0,23 | 0,37 | 0,59 | → |

| TASSI DEI CAMBI | 2025 | ATTUALE | CONSENSUS A 3 MESI | CONSENSUS A 12 MESI | PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵ |
|------------------------|-------------|----------------|-------------------------------|--------------------------------|--|
| CHF per EUR | 0,93 | 0,91 | 0,93 | 0,94 | ↑ |
| CHF per USD | 0,79 | 0,77 | 0,78 | 0,80 | ↓ |
| USD per EUR | 1,17 | 1,18 | 1,20 | 1,21 | ↑ |

| MATERIE PRIME | 2025 | ATTUALE | CONSENSUS A 3 MESI | CONSENSUS A 12 MESI | PROSPETTIVE VONTABEL IN 12 MESI⁵ |
|----------------------------------|-------------|----------------|-------------------------------|--------------------------------|--|
| Brent, USD per barile | 61 | 69 | 60 | 62 | → |
| Oro, USD per oncia troy | 4'319 | 4'926 | 4'500 | 4'330 | ↑ |
| Rame, USD per tonnellata metrica | 12'423 | 12'620 | 12'000 | 11'315 | → |

Nota: Le opinioni sono aggiornate al 18 febbraio 2026. 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 Termine informale che descrive un collasso del settore Software-as-a-Service a seguito della disruption legata all'IA.
- ² Il G10 è un gruppo di 10 economie avanzate che coordinano le politiche finanziarie e monetarie a livello internazionale.
- ³ Fonte: articolo Bloomberg pubblicato il 5 marzo 2026. www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-04/china-softens-gdp-goal-to-range-of-4-5-to-5-as-growth-slows
- ⁴ Si riferisce al programma economico della Premier giapponese Sanae Takaichi, incentrato su una spesa fiscale aggressiva, investimenti pubblici in settori chiave come IA, semiconduttori e difesa e allentamento monetario per sostenere la crescita.
- ⁵ Fonte: articolo CNBC pubblicato il 19 gennaio 2026. www.cnbc.com/2026/01/19/japan-pm-takaichi-calls-feb-8-election.html
- ⁶ "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.
- ⁷ "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.
- ⁸ "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.
- ⁹ Adam Smith è stato un economista e filosofo del XVIII secolo ed è spesso considerato il padre dell'economia moderna. Secondo la sua teoria della «mano invisibile» individui che perseguono il proprio interesse personale in un mercato libero possono involontariamente promuovere il benessere complessivo della società. La teoria keynesiana, sviluppata da John Maynard Keynes, afferma che il governo debba intervenire, soprattutto durante le recessioni, aumentando la spesa pubblica e riducendo le imposte per stimolare la domanda e stabilizzare l'economia.
- ¹⁰ L'Housing Affordability Index (HAI) è un indicatore usato per determinare se la famiglia media possa permettersi di acquistare un'abitazione al prezzo mediano in una determinata area, dati i livelli di reddito, i prezzi delle case e i tassi di interesse sui mutui. È uno strumento ampiamente utilizzato nelle analisi immobiliari ed economiche per valutare l'andamento dell'accessibilità nel tempo. Il valore di riferimento dell'HAI è 100. Un valore pari a 100 indica che una famiglia con reddito mediano ha esattamente il reddito necessario per ottenere un mutuo su un'abitazione al prezzo mediano. Un valore superiore a 100 indica che la famiglia media ha più che sufficiente reddito per permettersi tale abitazione. Un valore inferiore a 100 indica invece che la famiglia media non può permettersela.
- ¹¹ Il coefficiente di Gini è un indicatore ampiamente utilizzato per misurare la disuguaglianza di reddito o ricchezza in una popolazione. Misura quanto equamente reddito o patrimonio siano distribuiti tra individui o nuclei familiari in una determinata area geografica. Un valore pari a 0 rappresenta perfetta uguaglianza, in cui tutti dispongono dello stesso reddito o patrimonio. Un valore pari a 1 (o 100%) indica invece perfetta disuguaglianza, in cui un solo individuo o nucleo familiare detiene l'intero reddito o patrimonio, mentre tutti gli altri non possiedono nulla.
- ¹² Il G7 è un gruppo di sette grandi economie avanzate che si incontrano regolarmente per discutere temi politici ed economici di rilevanza globale.
- ¹³ Il Palma ratio si focalizza sulla disparità tra i segmenti più abbienti e quelli più vulnerabili della società confrontando la quota di reddito detenuta dal 10% più ricco con quella del 40% più povero della popolazione. È spesso considerato più intuitivo rispetto al coefficiente di Gini, perché considera gli estremi della distribuzione – i segmenti più abbienti e quelli più vulnerabili – che sono spesso i più rilevanti sotto il profilo politico e sociale. È particolarmente utile per sottolineare le disparità nei Paesi in cui la classe media mantiene una quota relativamente stabile di reddito, mentre gli estremi (il primo 10% e l'ultimo 40%) mostrano maggiori variazioni.
- ¹⁴ Il « One Big Beautiful Bill Act » statunitense combina diversi grandi cambiamenti politici a livello di imposte, investimenti, sicurezza alle frontiere e normative.
- ¹⁵ Fonte: Casa Bianca, www.whitehouse.gov/obbb/
- ¹⁶ Fonte: Peter G. Peterson Foundation, 1 ottobre 2025. www.pgpf.org/article/the-obbbas-effect-on-income-distribution-in-the-united-states/
- ¹⁷ Fonte: post del Presidente USA Donald Trump su Truth Social, 9 gennaio 2026. truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/115868132990949589
- ¹⁸ Fonte: articolo CNN pubblicato l'11 novembre 2025. edition.cnn.com/2025/11/11/business/hfty-year-mortgage
- ¹⁹ Fonte: articolo The Hill pubblicato il 26 aprile 2025. thehill.com/homenews/administration/5269176-steven-bannon-donald-trump-millionaire-tax-hike/
- ²⁰ Fonte: trascrizione intervista TIME, pubblicata il 25 aprile 2025. time.com/7280114/donald-trump-2025-interview-transcript/
- ²¹ L'aliquota marginale massima dell'imposta sul reddito indica la percentuale d'imposta applicata all'ultimo dollaro di reddito percepito da individui o famiglie appartenenti allo scaglione più elevato. Si tratta dell'aliquota massima in un sistema fiscale progressivo, in cui le aliquote aumentano al crescere del reddito. Tale aliquota si applica esclusivamente alla quota di reddito eccedente una determinata soglia, il che significa che le porzioni inferiori di reddito sono tassate a tassi più bassi.
- ²² Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle.
- ²³ Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio
- ²⁴ Una coalizione di otto grandi produttori di petrolio all'interno dell'alleanza, tra cui Arabia Saudita, Russia e diversi Stati del Golfo direttamente colpiti dagli attacchi missilistici di Teheran.
- ²⁵ La SPR è una riserva di petrolio greggio d'emergenza gestita dal governo statunitense. È stata istituita nel 1975 in seguito all'embargo petrolifero del 1973-1974 per mitigare l'impatto di future interruzioni nell'approvvigionamento di petrolio. La SPR è la più grande riserva petrolifera d'emergenza di proprietà governativa al mondo, con strutture di stoccaggio situate in caverne di sale sotterranee lungo la costa del Golfo in Texas e Louisiana. La SPR è concepita per fungere da cuscinetto in caso di gravi interruzioni dell'offerta. Tali interruzioni potrebbero derivare da conflitti geopolitici, catastrofi naturali o altre emergenze che compromettono la disponibilità di petrolio.
- ²⁶ Si riferisce al periodo 1979 – 1987, quando Paul Volcker era alla guida della Fed. L'era è passata alla storia per i rialzi aggressivi dei tassi d'interesse volti a contrastare l'inflazione elevata negli USA.
- ²⁷ Accordo del 1985 tra USA e Giappone, Germania Ovest, Francia e Regno Unito per indebolire il dollaro.
- ²⁸ Si riferisce all'improvviso apprezzamento del franco dopo che la BNS ha inaspettatamente rimosso il tetto contro l'euro.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

