

Vontobel

Investors' Outlook

Una spinta sull'acceleratore

Ottobre 2025

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Orientarsi tra dati più deboli

6 Mercato in sintesi

Alla ricerca dell'equilibrio perduto

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 6 novembre 2025)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
1 ottobre 2025

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 17

Una spinta sull'acceleratore



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

Gentili lettori,

gli investitori viaggiano sulla strada dell'ottimismo sin dall'estate, ma il primo taglio dei tassi dell'anno da parte della Federal Reserve USA (Fed) ha dato ai mercati la spinta necessaria per cambiare marcia.

La Fed ha ridotto i tassi di 25 punti base (pb), ponderando il trade-off tra l'inflazione vischiosa – risalita di recente – e i segnali di indebolimento del mercato del lavoro dopo le revisioni al ribasso dei dati sull'occupazione.

Dal Liberation Day, inflazione e occupazione hanno seguito traiettorie diverse, ponendo la Fed dinanzi a un dilemma. Alla fine, hanno prevalso i dati sull'occupazione. Il Presidente Jerome Powell ha riconosciuto i rischi al ribasso, ammettendo che il mercato del lavoro non è più «molto solido». Gli investitori avevano già scontato la probabilità di ulteriori allentamenti, confermati dalla Fed nel suo dot plot², che prevede altri 50 pb di tagli entro fine anno e ulteriori 25 pb nel 2026.

Altri fattori contribuiscono a sostenere i mercati. Il colosso software Oracle ha registrato un forte incremento nei ricavi legati all'infrastruttura cloud e nel portafoglio contratti, annunciando piani di spesa per USD 35 miliardi destinati a data center e infrastrutture. Le partnership nell'ambito dell'intelligenza artificiale – come quella con OpenAI, sviluppatore di ChatGPT – hanno fornito ulteriore slancio, dimostrando che gli ingenti investimenti delle Big Tech stanno alimentando la crescita dell'economia in generale.

Secondo noi, i mercati si trovano dunque in una fase favorevole. Oltre al settore tecnologico, che ha recentemente contribuito a portare le azioni USA su nuovi massimi, consumatori e imprese continuano in generale a spendere. Sono inoltre in atto, o attese a breve, diverse misure di stimolo, in Europa e soprattutto in Cina, dove le autorità potrebbero intervenire per sostenere un'economia in rallentamento. Pur restando sotto la media di lungo periodo, la crescita economica globale sta recuperando terreno ed è ormai lontana dal rischio di recessione. Insieme all'orientamento più accomodante delle banche centrali, riteniamo che si tratti di segnali positivi per il contesto macro globale – che rafforzeranno la propensione al rischio sui mercati.

Permangono tuttavia preoccupazioni legate alla sostenibilità del debito, ai deficit fiscali e al progressivo calo di fiducia nelle monete legali³, che continuano a sostenere asset difensivi come l'oro. Riteniamo fondamentale un approccio selettivo e attivo all'esposizione azionaria.

In questo Investors' Outlook analizziamo gli squilibri dell'economia globale – nel commercio, nei consumi e nella produzione. Parleremo inoltre di metalli preziosi e condivideremo la nostra opinione sul mercato azionario.

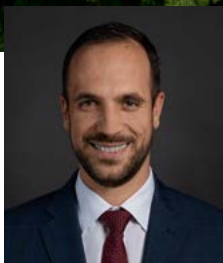
Il nostro obiettivo è aiutarvi a premere sull'acceleratore consapevolmente, adottando una visione prospettica.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 19

4 Strategia di investimento



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Orientarsi tra dati più deboli

A settembre, i dati sul mercato del lavoro USA più deboli del previsto si sono contrapposti a un'inflazione sostenuta. Focalizzati sull'occupazione, i mercati hanno scontato una ricalibrazione della politica monetaria.

Solitamente il mese appena trascorso risente dell'«effetto settembre», la tendenza storica dell'azionario a sotto-performare, forse legata al ribilanciamento dopo la pausa estiva. Ma stavolta il motore non ha avuto intoppi: l'azionario ha registrato un rally, trainato da USA e mercati emergenti. Il reddito fisso ha beneficiato del calo dei rendimenti dei Treasury USA e di una leggera contrazione degli spread creditizi. Lo stesso vale per le materie prime, con l'oro sopra i USD 3'800 all'oncia.

Paradossalmente, è stata la debolezza dei dati ad alimentare il rally. Al report deludente sull'occupazione di luglio è seguito un agosto ancora peggiore: 22'000 nuovi posti di lavoro contro i 75'000 attesi, con revisioni al ribasso che hanno evidenziato 911'000 occupati in meno nei 12 mesi fino a marzo rispetto alle stime iniziali, mentre il

tasso di disoccupazione è salito al 4,3%. In risposta, la Fed ha tagliato i tassi di 25 pb. Stephen Miran, governatore della Fed nominato dal Presidente USA Donald Trump e insediato solo un giorno prima della decisione sui tassi, è stato l'unico a dissentire⁴, pronunciandosi invece per un taglio maggiore di 50 pb.

In prospettiva, riteniamo che la crescita globale migliorerà grazie a una politica monetaria più accomodante e ai tagli dei tassi già effettuati che stanno ancora filtrando nell'economia reale. Negli USA, in particolare, sono scontati altri tagli a breve e all'orizzonte si intravedono nuovi stimoli fiscali. Insieme alla «Big, Beautiful Bill»⁵, sono possibili ulteriori misure di stimolo in Europa e in Cina. E con l'avvicinarsi delle elezioni di metà mandato nel novembre 2026, Trump potrebbe adottare un approccio più orientato alla crescita.

L'Investment Committee della Multi Asset Boutique non ha modificato l'asset allocation. Per i dettagli si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO*		NEUTRALE*	SOVRAPPESO*		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Rimaniamo neutrali sulla liquidità e siamo pronti a impiegarla al presentarsi di nuove opportunità.
2 Obbligazioni		→				Continuiamo a preferire le azioni rispetto alle obbligazioni, mantenendo un'allocazione sottopesata al reddito fisso. Favoriamo le obbligazioni dei mercati emergenti (ME) in valuta forte (neutrale) rispetto ai segmenti corporate investment grade e high yield (sottopeso) poiché riteniamo che gli asset dei ME beneficeranno del calo dei tassi d'interesse negli USA e dell'indebolimento del dollaro.
3 Azioni				→		Ribadiamo il nostro sovrappeso sull'azionario, con preferenza per i ME e l'Eurozona. Entrambe le regioni sono ben posizionate per beneficiare dell'indebolimento del dollaro e di pacchetti di stimolo interni. Offrono inoltre valutazioni relative interessanti. Il sentiment rialzista nell'azionario è sostenuto da diversi fattori, tra cui gli utili aziendali solidi accompagnati da una forward guidance positiva, l'attenuarsi delle preoccupazioni sui dazi e la view secondo cui il loro impatto generale sarà limitato, di breve durata e gestibile.
4 Oro			→			L'oro è salito oltre i USD 3'800 all'oncia a settembre. Questo è stato dovuto principalmente alle crescenti aspettative di tagli dei tassi da parte della Fed, che in genere aumentano la domanda di asset non fruttiferi come l'oro. Inoltre, il dollaro statunitense più debole e le discussioni in corso sull'indipendenza delle banche centrali hanno ulteriormente alimentato l'attrattiva dell'oro. Sebbene le prospettive strutturali per l'oro rimangano positive – sostenute da fattori come l'elevato livello del debito e il calo della fiducia nelle monete legali – al momento preferiamo mantenere un'allocazione neutrale. Sono possibili correzioni temporanee, così come la possibilità che le banche centrali sospendano gli acquisti di oro.
5 Materie prime			→			Le materie prime sono andate bene, sia da inizio anno che a settembre. Tuttavia, gran parte della loro solidità è stata incentivata dal settore dei metalli preziosi, con il forte rally di oro e argento. I prezzi del rame sono aumentati nonostante la fragilità dell'attività manifatturiera globale e l'indebolimento dei dati economici dalla Cina, consumatore chiave di metalli. Sotto il profilo dei fondamentali, riteniamo difficile adottare un approccio estremamente rialzista sulle materie prime in generale, considerando l'attuale stato dell'economia globale, le continue incertezze commerciali e l'ampia offerta in molte aree del mercato delle materie prime. Detto questo, alcune delle nostre convinzioni di base (crescita più elevata, un dollaro USA più debole, potenziale per ulteriori stimoli da parte della Cina) ci impediscono di adottare una view estremamente negativa sul segmento. Manteniamo dunque un posizionamento neutrale.
6 Strategie alternative			→			Ribadiamo il posizionamento neutrale sui fondi alternativi e sull'immobiliare.

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

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘

Alla ricerca dell'equilibrio perduto

Riteniamo che uno dei temi oggi dominanti nell'economia globale sia quello della mancanza di equilibrio – che si tratti di scambi commerciali, di consumi, di politica fiscale, di investimenti o di valute. Queste distorsioni possono minare la stabilità dei singoli Paesi e avere ripercussioni anche al di là dei confini nazionali, mettendo sotto pressione l'economia globale.





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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

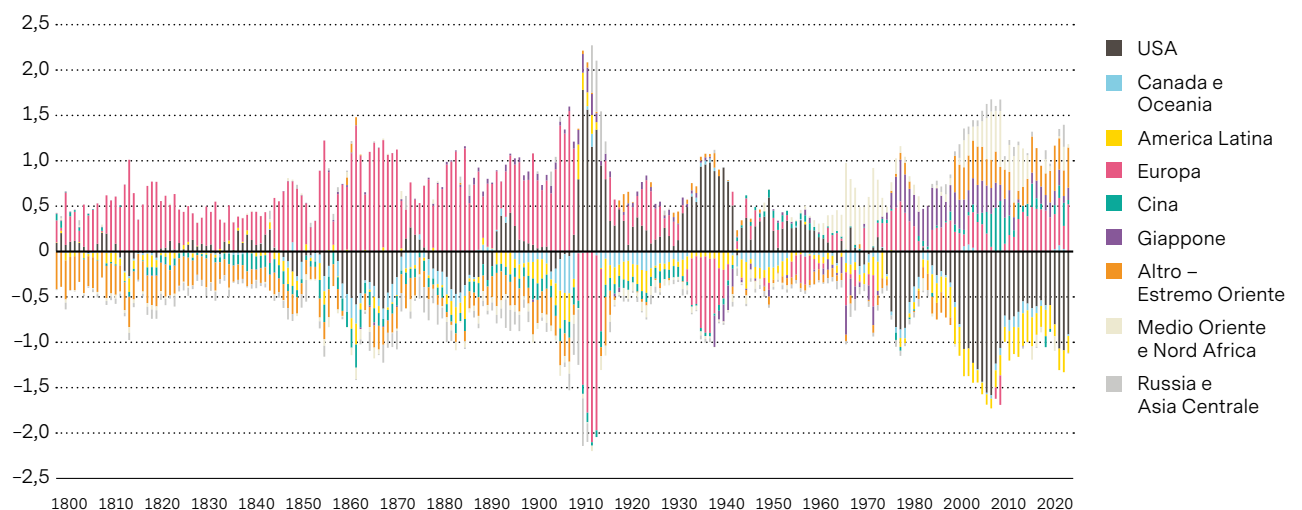
Ad aprile, in occasione di un evento dell'Institute of International Finance a cui hanno partecipato i ministri delle finanze e i banchieri centrali di tutto il mondo, il Segretario del Tesoro USA Scott Bessent ha dichiarato che le istituzioni di Bretton Woods⁹ – il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale – si sono allontanate dalla loro missione originaria. «Le istituzioni di Bretton Woods sono state create per ripristinare e preservare l'equilibrio. E questo resta il loro obiettivo. Eppure, ovunque guardiamo all'interno dell'attuale sistema economico internazionale, vediamo squilibrio.»¹⁰

A mio avviso si tratta di una critica fondata. Il panorama economico attuale è influenzato da una serie di squilibri globali. Uno dei più rilevanti è incorporato nella componente «esportazioni nette» della formula del prodotto interno lordo (PIL): $PIL = spesa\ al\ consumo + spesa\ pubblica + esportazioni\ nette + investimenti\ totali$. Le esportazioni nette rappresentano la differenza tra il valore complessivo dei beni e servizi esportati da un Paese e il valore complessivo di quelli importati. Un valore positivo delle esportazioni nette, noto come surplus commerciale, indica che un Paese vende all'estero più di quanto acquista, con conseguente afflusso di denaro nell'economia. Un valore negativo, definito deficit commerciale, riflette la situazione opposta: il Paese importa più di quanto esporta, determinando un deflusso di risorse dall'economia. Le esportazioni nette sono un indicatore chiave della bilancia commerciale e della solidità finanziaria di una nazione, svolgendo un ruolo significativo nel determinare la domanda aggregata e la stabilità economica complessiva.

Escludendo la Prima guerra mondiale, il commercio globale non è mai stato tanto squilibrato come nel XXI secolo (grafico 1). Paesi come Germania, Giappone e Cina registrano consistenti surplus commerciali, facendo forte affidamento sulla domanda estera per sostenere la propria crescita interna. Al contrario, economie come Stati Uniti, India e Regno Unito mantengono deficit cronici, fungendo di fatto da «consumatori di ultima istanza»¹¹

Grafico 1: Squilibri commerciali globali: l'elefante nella stanza

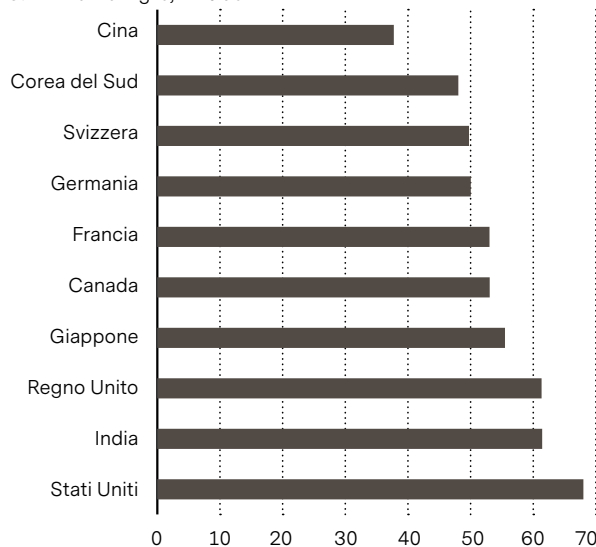
Saldo delle partite correnti del PIL globale, in %



Fonte: G. Nieves, T. Piketty: Unequal exchange & north-south relations: Evidence from global trade and the world balance of payments, 1800 – 2025*, WIL WP (2025), Vontobel.

Grafico 2: Gli squilibri globali aumentano: i consumatori USA spendono più di tutti gli altri ...

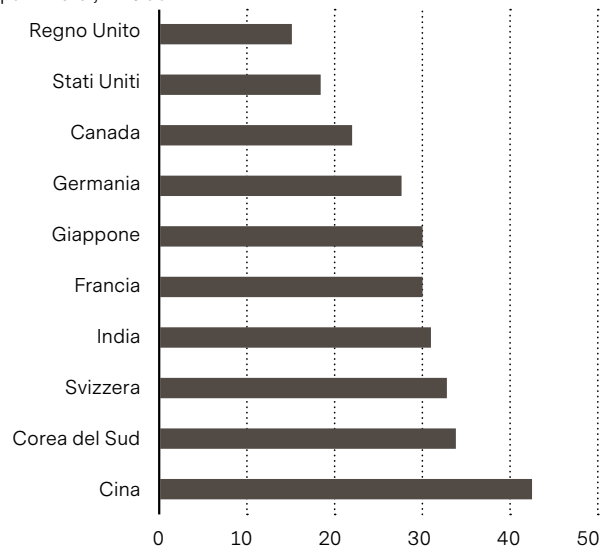
Consumi finali famiglie, in % del PIL



Fonte: LSEG, Vontobel; al 2022.

Grafico 3: ... Mentre i consumatori cinesi sono quelli che risparmiano di più

Risparmi lordi, in % del PIL



Fonte: LSEG, Vontobel; al 2023.

dei beni globali. Questi squilibri commerciali creano persistenti vulnerabilità. Per i Paesi in surplus, l'eccessiva dipendenza dalle esportazioni li espone agli shock della domanda estera. Per i Paesi in deficit, una prolungata dipendenza dalle importazioni erode le basi industriali nazionali e amplia le disuguaglianze di reddito attraverso l'offshoring dei posti di lavoro. Oltre all'aspetto economico, la dipendenza dalle importazioni di minerali critici – come quelli impiegati nella produzione di semiconduttori – ha sollevato preoccupazioni anche per la sicurezza nazionale.

Se pensiamo all'erosione delle basi industriali nazionali, emergono inoltre forti squilibri nell'industria manifatturiera globale. Dal suo ingresso nell'Organizzazione Mondiale del Commercio nel 2001, la Cina ha consolidato la propria posizione dominante nella catena del valore manifatturiera, arrivando a rappresentare quasi il 30% dell'output mondiale nel 2023. Per contro, la quota degli Stati Uniti è scesa a circa il 17%, da oltre il 25% registrato nei primi anni 2000. Non sorprende quindi che il Donald Trump abbia espresso preoccupazione per il processo di deindustrializzazione del Paese, mostrando un forte interesse a riportare posti di lavoro manifatturieri sul territorio nazionale.

Un altro squilibrio riguarda i consumi privati. Ad esempio, il consumatore statunitense tende a spendere molto

denaro, non solo con riferimento all'economia nazionale – dove la spesa delle famiglie rappresenta circa due terzi del PIL – ma anche rispetto ad altri Paesi (grafico 2). A questo livello elevato di spesa si affianca un tasso di risparmio relativamente basso. La Cina si trova nella situazione opposta. Le famiglie cinesi presentano un tasso di risparmio nazionale che nel 2023 ha superato il 40% del PIL (grafico 3), attestandosi ben sopra la media globale.

Il consumatore statunitense non è l'unico a mostrare una forte propensione alla spesa – anche il governo stesso continua a spendere ben oltre le proprie entrate, spingendo il debito nazionale su livelli senza precedenti. Qui entrano in gioco gli squilibri fiscali, nello specifico i deficit di bilancio. A gennaio, il Congressional Budget Office ha stimato che il disavanzo federale raggiungerà USD 1'900 miliardi quest'anno, con il debito pubblico destinato a salire al 118% del PIL entro il 2035. Anche questi squilibri generano delle vulnerabilità. Un debito pubblico elevato può ridurre gli investimenti privati e far aumentare i costi di finanziamento. Già oggi, gli interessi passivi sul debito statunitense figurano tra le principali voci del bilancio federale. Può inoltre avere ripercussioni su scala globale, influenzando i tassi di interesse e la fiducia degli investitori in tutto il mondo. Detto ciò, squilibri fiscali si riscontrano anche altrove: molti Stati membri dell'Unione Europea affrontano infatti difficoltà analoghe.



Seguono poi gli squilibri negli investimenti. In questo caso, il termine «investimenti» non si riferisce necessariamente a quelli dei singoli consumatori nei mercati finanziari, ma a quanto l'economia nel suo complesso destina alla capacità produttiva. Un indicatore comunemente utilizzato è la formazione lorda di capitale, espressa in percentuale del PIL. Secondo i dati della Banca Mondiale (2023), la formazione lorda di capitale in Cina supera il 41% del PIL, superando nettamente le altre economie emergenti (India: 33%) e anche le economie avanzate (Svizzera: 26%; Stati Uniti e Germania: 22%; Regno Unito: 17%)¹².

Un'ulteriore fonte di preoccupazione sono gli squilibri valutari e i disallineamenti nei mercati dei cambi. Quando la valuta di un Paese è sopravvalutata o sottovalutata rispetto ad altre, può distorcere i flussi commerciali e i pattern di investimento. Una valuta sottovalutata, ad esempio, può rendere le esportazioni più convenienti e le importazioni più costose, conferendo al Paese un vantaggio competitivo non equo. Gli squilibri valutari complicano inoltre la politica monetaria, poiché le banche centrali devono bilanciare gli obiettivi di stabilizzazione dei cambi con quelli di politica economica interna. Le economie asiatiche sono state spesso accusate di mantenere artificialmente deboli le proprie valute. Il Tesoro statunitense ha ufficialmente designato la Cina come manipolatore della valuta nel 2019 e il Vietnam nel 2020. Il Giappone, pur non essendo stato definito tale negli ultimi anni, è stato talvolta criticato per le proprie politiche monetarie, come il quantitative easing della Bank of Japan, che avrebbero indirettamente indebolito lo yen. Accuse di questo tipo non si limitano all'Asia. La Svizzera, da tempo nella watchlist del Tesoro (dal 2016), è stata formalmente designata come manipolatore nel 2020. All'altro estremo dello spettro si collocano invece gli Stati Uniti, dove la sopravvalutazione del dollaro è tornata su livelli prossimi a quelli registrati dopo l'Accordo del Plaza degli anni '80.

Infine, il ritorno delle politiche protezionistiche negli ultimi anni ha ulteriormente complicato lo scenario economico globale. Il protezionismo può assumere forme diverse: i sussidi e gli obblighi di trasferimento di tecnologia della Cina, le misure antidumping e i rigidi standard normativi dell'Unione Europea, oppure i dazi all'importazione di prodotti agricoli della Svizzera, solo per citare alcuni esempi.

Come si potrebbe ristabilire l'equilibrio (almeno in teoria)?

Quando un'economia consuma più di quanto investe, deve fare affidamento sulle importazioni per colmare il divario. Al contrario, quando consuma meno di quanto investe, esporta l'eccedenza. In sostanza, una volta che consumi e investimenti (inclusa la produzione manifatturiera) tornano a livelli normali, anche la bilancia commerciale tende a normalizzarsi o riequilibrarsi. Per l'economia statunitense, trainata dai consumi, ciò richiederebbe una ricalibrazione per ridurre l'eccesso di domanda interna. Parallelamente sarebbe necessario stimolare una maggiore domanda a livello globale, in particolare in Europa, Cina e Giappone.

La realizzazione di questo obiettivo è tutt'altro che semplice, ed è complicata da una combinazione di sfide globali e problematiche specifiche di ciascun Paese. A livello globale, la difficoltà consiste nel bilanciare il ripristino dell'equilibrio e il rischio di far precipitare l'economia in uno stato caotico di protezionismo e de-globalizzazione.

Per quanto riguarda i singoli Paesi, gli Stati Uniti affrontano tre sfide principali: 1) incentivare gli investimenti domestici, 2) ridurre il deficit fiscale, 3) contenere l'eccesso di consumi. Per incoraggiare gli investimenti domestici non basterà fare pressione sui partner commerciali affinché «producano in America». A nostro avviso, sarà necessaria anche una decisa modernizzazione ed espansione delle infrastrutture nazionali. Per quanto riguarda la riduzione del deficit di bilancio, la guerra

commerciale fornisce un sostegno, almeno in parte. Secondo il Dipartimento del Tesoro, il disavanzo federale si è ridotto di USD 35 miliardi ad agosto (-9% su base annua), perché i dazi imposti da Trump hanno incrementato di USD 22,5 miliardi le entrate doganali. Detto questo, i dazi da soli difficilmente basteranno a risolvere i problemi di bilancio statunitensi. Resta inoltre un punto di domanda su come gli Stati Uniti intendano ridurre l'eccesso di consumi (i dazi potrebbero aiutare marginalmente, perché rappresentano una sorta di tassa sui consumatori).

In Cina, la sfida è quella di contenere l'eccesso di investimenti e di capacità produttiva senza far deragliare l'economia, in particolare nel settore immobiliare. Un tempo definito «la più grande asset class del mondo», il mercato immobiliare cinese è in caduta ormai da cinque anni, senza segnali concreti di ripresa. Le autorità cinesi sono riluttanti a incentivare comportamenti di azzardo morale (ossia spingere developer fortemente indebitati ad assumere ulteriori rischi confidando in salvataggi pubblici). Tuttavia, intervengono ripetutamente per sostenere il settore, non volendo rischiare un collasso incontrollato.

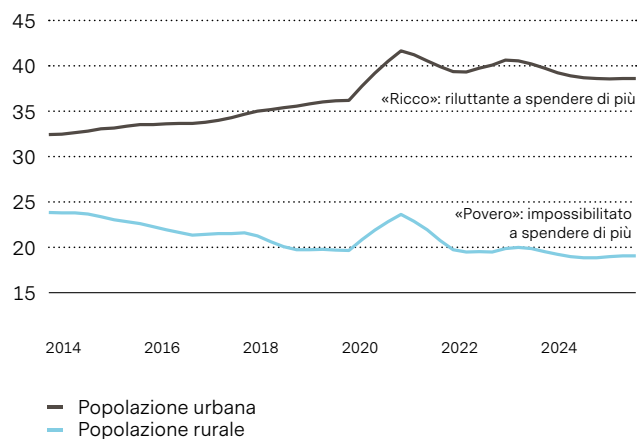
Oltre all'immobiliare, il problema dell'eccesso di investimenti interessa anche l'industria automobilistica cinese. Secondo un report di Bloomberg, oltre metà della capacità produttiva del Paese è rimasta inutilizzata nel 2025¹³. Situazione analoga per l'industria solare, che lo scorso anno ha ridotto di quasi un terzo la forza lavoro, con perdite nella catena manifatturiera pari a circa USD 40 miliardi¹⁴. Di recente la Cina ha preso i primi provvedimenti per affrontare queste problematiche: nell'ambito della campagna contro l'involvere, le autorità hanno promesso di limitare la sovracapacità e le conseguenti guerre di prezzo tra produttori.

Un'altra sfida cruciale è quella di convincere le famiglie cinesi a risparmiare di meno e spendere di più. Il problema deriva non solo dalla situazione del mercato immobiliare, in cui molti cinesi relativamente benestanti hanno investito per incrementare il loro patrimonio, ma anche dal mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione giovanile ha raggiunto il 17,8% a luglio, alimentando l'insicurezza del reddito e le preoccupazioni sulla solidità del sistema di previdenza sociale cinese. Per stimolare i consumi interni, la Cina potrebbe dover introdurre meccanismi di trasferimento di reddito ricorrenti dalle fasce più ricche a quelle più povere (grafico 4).

Un'ultima grande sfida per Pechino riguarda la gestione della valuta. Nonostante l'impegno di lunga data a favorire un maggiore ruolo del mercato nello stabilire il cambio

Grafico 4: Una sfida della Cina: incoraggiare il consumo interno

Tasso di risparmio in Cina, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 1 ottobre 2025.















dello yuan, la People's Bank of China continua a intervenire nel mercato valutario. Sebbene il tasso di cambio dello yuan sia diventato un po' più volatile poiché la Cina ha leggermente allentato la sua presa, il regime rimane rigidamente controllato¹⁵.

Per quanto riguarda l'Eurozona, la principale difficoltà è quella di superare la cronica riluttanza a investire. In termini pratici, un parametro utile è la formazione netta di capitale fisso in percentuale del PIL. Prima della crisi finanziaria globale (GFC), la quota europea degli investimenti si allineava a quella statunitense, oscillando tra il 6 e l'8% del PIL. Dopo la crisi, tuttavia, le imprese europee sono divenute meno propense a investire. Nel 2024, la quota dell'Eurozona era scesa attorno al 3%, mentre quella statunitense era risalita quasi al 6% (ancora sotto i livelli pre-GFC, ma quasi il doppio rispetto all'Europa)¹⁶.

Un ribilanciamento è probabile, ma portata e tempistiche sono incerte

Le conclusioni? L'attuale sistema economico internazionale è caratterizzato da forti squilibri (grafico 5). Quando questi diventano troppo marcati, rischiano di compromettere la solidità dell'economia (es. gli Stati Uniti consumano troppo, la Cina sovvenziona eccessivamente, l'Europa investe troppo poco). Nel tempo, gli squilibri tenderanno inevitabilmente a ridursi, in parte per necessità. Gli Stati Uniti, ad esempio, dispongono di una capacità fiscale limitata per stimolare l'economia rispetto ad altre regioni. Sebbene l'amministrazione in carica stia cercando di gestire gli squilibri, riteniamo che dovrà

Grafico 5: La checklist del ribilanciamento globale

		ELEMENTI NECESSARI	LA NOSTRA VIEW SUL LIVELLO DI PROBABILITÀ
	GLOBALE	Un contesto di libero scambio	
	USA	Incentivi agli investimenti domestici	
		Riduzione del deficit fiscale	
		Riduzione dell'eccesso di consumo	
	CINA	Riduzione dell'eccesso di investimenti	
		Tagli agli incentivi manifatturieri	
		Fine della manipolazione valutaria	
		Stimolo ai consumi interni	
	EUROPA	Aumento degli investimenti domestici	
		Miglioramento della competitività	

Nota: Solo a scopo illustrativo. Orizzonte temporale degli scenari nei prossimi sette anni.

Fonte: Vontobel; al 1 ottobre 2025.

muoversi con cautela, perché l'introduzione di barriere commerciali eccessive rischia di minare la crescita economica non solo negli USA, ma anche a livello globale. Gli altri governi stanno introducendo misure di politica interna per favorire un ribilanciamento, ma il processo sarà probabilmente graduale. Il ripristino dell'equilibrio nell'economia mondiale è possibile, ma non può certo avvenire dall'oggi al domani.

Allentare i freni



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

La Fed ha ridotto i tassi per la prima volta dal 2024 segnalando altri due tagli quest'anno, mentre i mercati prevedono interventi ancora più massicci fino al 2026.

A settembre, la Fed ha ridotto il tasso di riferimento di 25 pb al 4,00–4,25%, il primo taglio da dicembre 2024, citando un indebolimento del mercato del lavoro: nuovi occupati in calo, disoccupazione in aumento e indicatori prospettici che mostrano una minore domanda di lavoratori. L'inflazione resta sopra il 2%, ma la Fed ha segnalato un aumento dei rischi legati all'occupazione. Le proiezioni indicano altri due tagli entro l'anno, che porterebbero il tasso sui Fed Fund al 3,50–3,75%.

In futuro, la politica monetaria resterà dipendente dai dati, con aggiustamenti legati all'andamento di inflazione e occupazione. Ma i mercati scontano altri 50 pb di tagli entro il 2026, oltre le proiezioni della Fed stessa. Anche il «Fed floor» (grafico 1), il minimo atteso dei tassi nei prossimi tre anni, si è mosso al ribasso.

I mercati creditizi scontano uno scenario quasi perfetto¹⁷ in un mondo imperfetto. Gli spread investment grade e high yield sono ai minimi pluridecennali e offrono poco margine in caso di deterioramento dei fondamentali. Il mercato appare stranamente compiacente, con premi al rischio minimi nonostante le crepe sempre più evidenti nel mercato del lavoro. Questo disallineamento solleva dubbi sulla sostenibilità delle valutazioni. Gli investitori riconoscono l'indebolimento del quadro macro, ma gli spread continuano a ridursi grazie a una forte domanda tecnica, a flussi resilienti e fondamentali ancora solidi.

Grafico 2 mostra la relazione tra l'option-adjusted spread iniziale e gli extra rendimenti a 12 mesi nel credito investment grade, usando 15 anni di dati mensili. Ogni punto rappresenta lo spread (asse x) rispetto all'extra rendimento nell'anno successivo (asse y). La relativa curva polinomiale¹⁸ mostra come, in media, gli extra rendimenti variano in funzione degli spread iniziali: con spread iniziali contenuti, gli extra rendimenti futuri sono spesso piatti o negativi, poiché il rischio di ampliamento supera il potenziale di ulteriore compressione. A questi livelli ridotti, la possibilità di un'ulteriore compressione è minima, e anche un leggero ampliamento porterebbe a perdite. In sintesi, i forti rialzi un tempo disponibili con spread più ampi sono fuori discussione. A nostro avviso, per un ulteriore aumento degli extra rendimenti sono necessari spread ancora più compressi.

Grafico 1: I mercati scontano un allentamento più marcato da parte della Fed

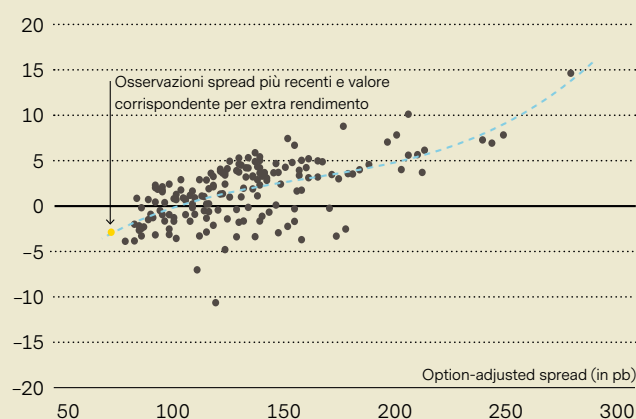
Fed floor implicito nel mercato, in %



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

Grafico 2: Con gli spread ai minimi storici, gli investitori possono prevedere rialzi?

Extra rendimento 12 mesi forward nel credito investment grade, in %



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

Le azioni dei mercati emergenti nella corsia di sorpasso



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

Quando si parla di mercati azionari globali, il settore tecnologico è ancora al posto di guida. Negli Stati Uniti ciò non sorprende: la Silicon Valley ha spesso trainato numerosi rally. Rappresenta invece una novità nei mercati emergenti (ME), dove i listini hanno beneficiato in misura significativa di un ristretto gruppo di società tecnologiche asiatiche.

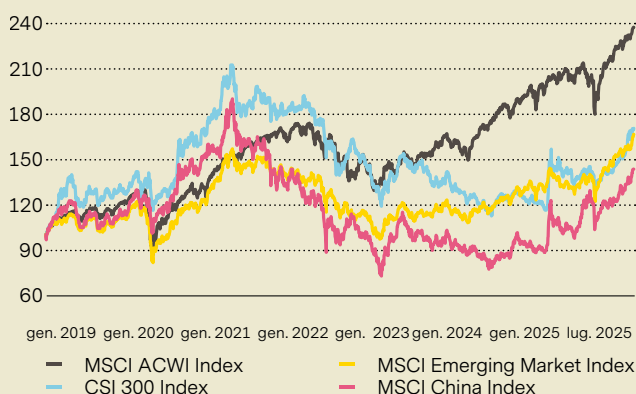
Gli indici azionari globali hanno toccato livelli record a settembre, sostenuti dalle aspettative degli investitori sui tagli dei tassi da parte della Fed e dal flusso di notizie positive dall'industria tecnologica. Nell'indice S&P 500, la capitalizzazione di mercato di Alphabet ha raggiunto USD 3'000 miliardi dopo una sentenza antitrust favorevole. Oracle ha guadagnato oltre il 40% in un solo giorno, complice la notizia di un forte incremento del portafoglio ordini, alimentato dalla domanda robusta di infrastrutture cloud per l'intelligenza artificiale (IA). E le azioni Intel sono balzate di quasi il 30% in un solo giorno dopo l'annuncio di una partnership con Nvidia in uno sforzo congiunto per sviluppare unità di elaborazione centrale (CPU) per i data center dedicati all'IA.

Ma i ME non sono certo rimasti a guardare: l'indice MSCI Emerging Markets ha guadagnato quasi il 30% da inizio anno (in USD), superando il picco del 2021 (grafico 1). A nostro avviso, i motivi principali sono due. Innanzitutto, la politica monetaria cinese rimane di supporto, con la People's Bank of China che mantiene un orientamento moderatamente accomodante. In secondo luogo, i fondamentali giocano un ruolo cruciale: la performance dell'azionario emergente si è concentrata in una dozzina di società tecnologiche asiatiche fortemente esposte all'IA (grafico 2), che negli ultimi trimestri hanno registrato utili costantemente superiori alle attese. Nel complesso, a queste società è attribuibile metà della performance da inizio anno dell'indice – una configurazione simile al mercato USA, dove meno di 10 titoli tecnologici/legati all'IA rappresentano quasi il 30% della capitalizzazione complessiva dell'indice e circa il 60% della performance da inizio anno.

A nostro avviso questa concentrazione, insieme all'accelerazione nella corsa per l'IA, mostra la crescente influenza del settore tecnologico sui mercati azionari globali – un trend che finora sembrava confinato agli USA, ma che potrebbe innescare un cambiamento strutturale nella leadership. Sottolinea inoltre, secondo noi, la necessità di monitorare la capacità delle aziende di monetizzare l'enorme spesa in conto capitale che stanno affrontando, in un contesto di concorrenza crescente e dinamiche di mercato sempre più rapide che potrebbe portare alla ribalta nuovi leader e comprimere la redditività di altri. Un esempio emblematico è la recente disputa tra Stati Uniti e Cina sull'offerta di chip IA di Nvidia.

Grafico 1: Le azioni dei mercati emergenti al livello più alto dal 2021

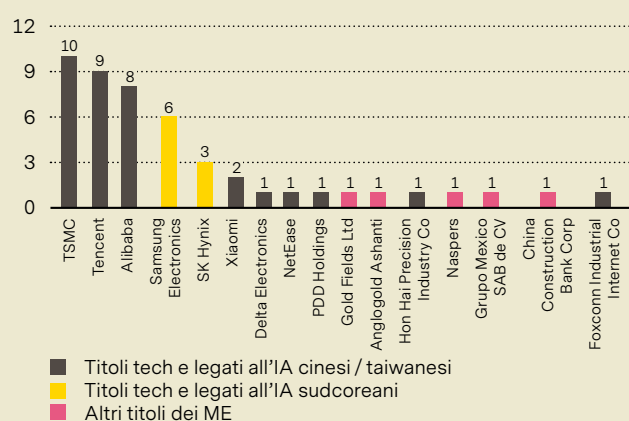
Rendimento complessivo, in % e USD (indicizzato a gennaio 2019 = 100)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 settembre 2025. I rendimenti possono aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie.

Grafico 2: Metà dei rialzi da inizio anno dell'Indice MSCI EM sono legati ai titoli tech e IA

Indice MSCI EM, contributo da inizio anno per titolo, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 19 settembre 2025. I rendimenti possono aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. Nota: titoli singoli mostrati a solo scopo illustrativo. Quelle indicate non sono raccomandazioni di investimento.

La corsa dell'argento



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

L'oro è il campione indiscusso tra i metalli preziosi: bene rifugio per eccellenza e riserva di valore. L'argento, spesso considerato il suo fratello minore, è più volatile e vulnerabile agli ostacoli economici. Ma di recente ha premuto forte sull'acceleratore.

L'oro ha continuato a segnare nuovi record, superando USD 3'800 all'oncia a settembre (+46% da inizio anno). Un catalizzatore chiave sono stati i dati più scarsi del previsto. Visto l'indebolimento del mercato del lavoro USA – due report mensili consecutivi deludenti sull'occupazione e una revisione annuale che ha mostrato 911'000 nuovi occupati in meno nei 12 mesi fino a marzo rispetto alle stime iniziali – gli investitori hanno rivisto al rialzo le aspettative sui tagli dei tassi negli USA. In genere, tassi più bassi stimolano la domanda di asset non fruttiferi come l'oro.

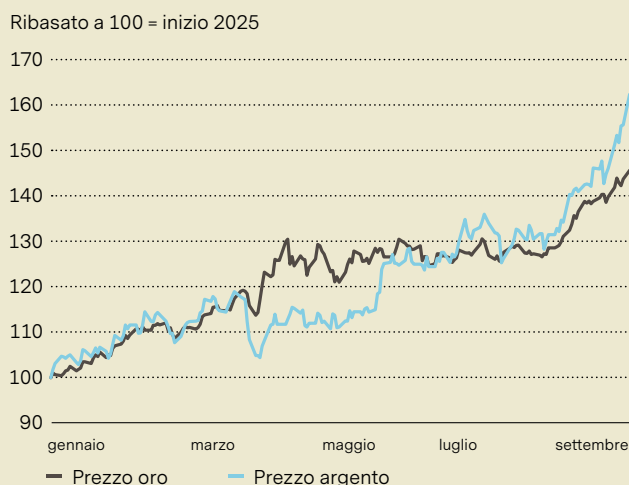
Hanno contribuito anche l'indebolimento del dollaro e la domanda sostenuta dalle banche centrali: la Cina, acquirente chiave, ha continuato ad aggiungere oro alle sue riserve per il decimo mese consecutivo. Il tentativo del Presidente Trump di licenziare la Governatrice della Fed

Lisa Cook (rimasto infruttuoso fino al 1 ottobre 2025) ha contribuito al rally, alimentando le preoccupazioni legate all'indipendenza dell'istituto.

In questo contesto, il fratello minore dell'oro ha premuto forte sull'acceleratore, superando USD 46 all'oncia, un livello che non si vedeva dal 2011, e portando il rialzo da inizio anno a quasi il 60% (grafico 1). Vari fattori hanno contribuito a questa sovraperformance. In genere, l'argento resta indietro nelle fasi rialziste, ma spesso risale quando aumenta l'interesse per i metalli. La domanda d'investimento (retail e istituzionale) tramite significativi afflussi nei fondi negoziati in borsa (ETF) sta alimentando ulteriormente il rally recente (grafico 2).

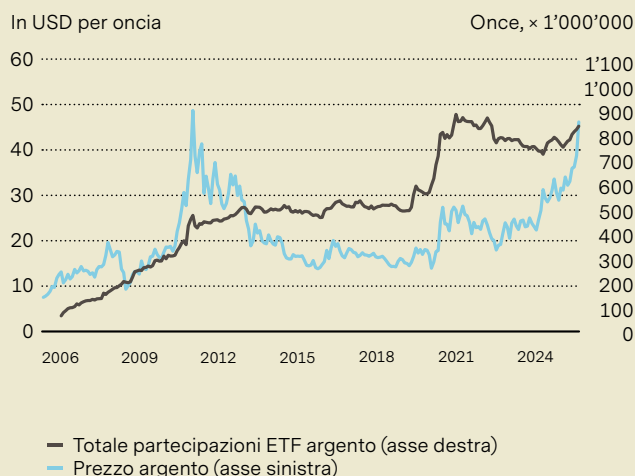
Sul fronte tecnico, il rapporto oro-argento – il numero di once d'argento necessarie per acquistare un'oncia d'oro – si è ridotto, perché l'argento ha iniziato a recuperare terreno. Per gli investitori che seguono questo indicatore, l'argento è apparso «economico» rispetto all'oro, assumendo una nuova attrattiva¹⁹. Tuttavia, la volatilità dell'argento è una lama a doppio taglio: può determinare ampi rialzi, ma anche cali altrettanto repentini. La domanda industriale rappresenta il 55% della domanda totale d'argento, pertanto i prezzi sono più vulnerabili alle battute d'arresto dovute al calo delle aspettative sui tagli dei tassi o al rallentamento della domanda industriale. Sarà inoltre fondamentale monitorare la domanda di gioielli, che rappresenta circa il 17% della domanda totale d'argento. L'associazione The Silver Institute prevede per quest'anno una flessione del 6%²⁰.

Grafico 1: I metalli preziosi nella corsia più veloce



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 1 ottobre 2025.

Grafico 2: La domanda di ETF sull'argento ha accelerato



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 1 ottobre 2025.

La resilienza dell'euro e del franco svizzero



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

Crescita solida, inflazione in calo e un outlook politico stabile continuano a favorire l'euro. Con una Fed sempre più accomodante, il calo dei differenziali dei tassi riduce il vantaggio del dollaro e sostiene la moneta unica.

L'euro si è mosso al rialzo soprattutto a inizio anno, quando i mercati hanno scontato i tagli della Fed e i dati dall'Eurozona hanno superato le attese. In estate, il momentum si è attenuato a causa dei dazi e del miglioramento dei dati statunitensi, ma il trend rialzista resta intatto. Le proiezioni della Banca Centrale Europea (BCE) indicano un'inflazione vicina al target e una crescita intorno all'1-1,2% fino al 2026. Con l'inflazione in calo e un'attività economica resiliente, è probabile che la BCE abbia concluso il suo ciclo di allentamento. Per contro, la Fed dovrebbe proseguire anche il prossimo anno, favorendo così l'euro (grafico 1). Anche se i rendimenti negli USA restano più alti, in termini assoluti, il calo dei differenziali dei tassi riduce il vantaggio del dollaro e supporta la moneta unica.

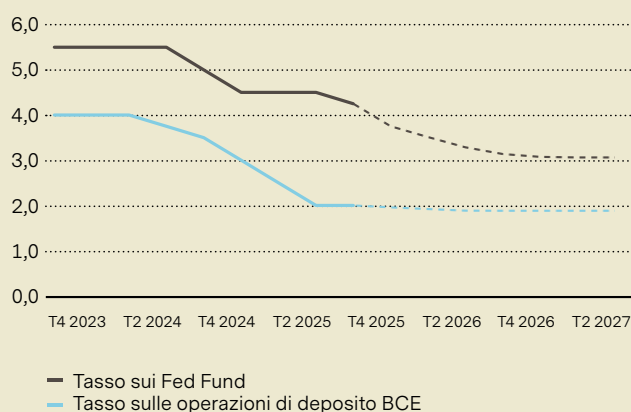
Quest'anno il franco svizzero ha guadagnato oltre il 12% sul dollaro rimanendo stabile rispetto all'euro e, nonostante 175 pb di tagli ai tassi da inizio 2024, si conferma

resiliente. L'inflazione è ridotta e vicina al limite inferiore del target della Banca Nazionale Svizzera (BNS), mentre il franco beneficia dei fondamentali del Paese, tra cui debito pubblico ridotto, una solida posizione esterna e credibilità istituzionale.

In un mondo sempre più sensibile ai rischi fiscali e alla sostenibilità del debito, il franco si distingue. I mercati hanno penalizzato valute come la sterlina britannica e lo yen giapponese quando i rendimenti a lungo termine sono saliti per le preoccupazioni di bilancio, mentre il franco ha attratto flussi non solo come valuta rifugio, ma anche come alternativa strutturalmente solida. La BNS intende continuare a concentrarsi sull'inflazione, non sulla crescita. Se necessario, potrebbe riportare i tassi sotto lo zero (in passato ha già sorpreso i mercati). È anche possibile un intervento sul mercato dei cambi (FX), ma pur essendosi dichiarata pronta, la BNS è rimasta quasi inattiva negli ultimi cinque trimestri (grafico 2). A nostro avviso, intervenire oggi comporterebbe rischi di bilancio e potenziali ripercussioni politiche, soprattutto dagli USA. L'ipotesi di reintroduzione dei tassi negativi o di interventi sui cambi sembra più un avvertimento che una possibilità concreta. Finché l'inflazione resta contenuta e i rischi di deflazione limitati, la BNS sembra disposta a tollerare un graduale rafforzamento del franco.

Grafico 1: La pausa della BCE e l'allentamento della Fed spingono il differenziale dei tassi a favore dell'euro

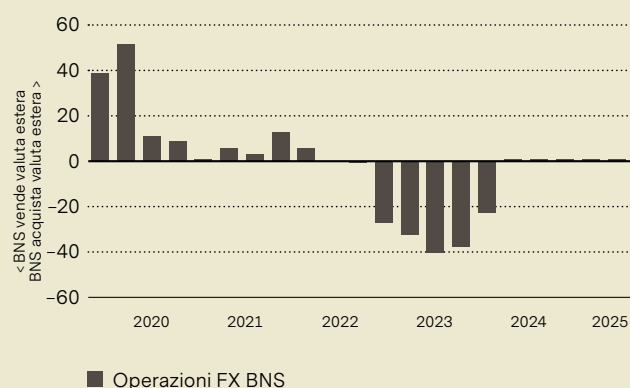
Tasso di riferimento, in %



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

Grafico 2: La BNS non è intervenuta sui mercati valutari negli ultimi trimestri

In CHF Mrd.



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

16 Previsioni

Economia e mercati finanziari 2024 – 2026

La seguente lista mostra i valori effettivi, i tassi di cambio e i prezzi del 2024, nonché le previsioni consensuali per il 2025 e il 2026 per il prodotto interno lordo (PIL), l'inflazione/le aspettative inflazionistiche, i tassi di interesse delle principali banche centrali, le obbligazioni governative a 10 anni, i tassi di cambio e le materie prime.

PIL (IN %)	2024¹	ATTUALE¹	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Globale (G20)	3,0	3,2	2,3	2,4	
Eurozona	0,9	1,5	1,2	1,1	
USA	2,8	2,1	1,6	1,7	
Giappone	0,1	1,7	1,1	0,7	
Regno Unito	0,9	1,2	1,3	1,1	
Svizzera	1,4	1,3	1,1	1,4	
Australia	1,0	1,8	1,6	2,2	
Cina	5,0	5,2	4,8	4,2	

INFLAZIONE	2024²	ATTUALE²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 2025³
Eurozona	2,4	2,0	2,1	1,8	↓
USA	3,0	2,9	2,8	2,8	↓
Svizzera	1,1	0,2	0,2	0,6	→

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁴
EUR (tasso di deposito)	3,00	2,00	1,81	1,83	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	4,50	4,25	3,91	3,43	↓
CHF	0,50	0,00	-0,09	-0,07	→

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁴
EUR (Germania)	2,37	2,70	2,68	2,83	↓
USD	4,57	4,08	4,20	4,14	↓
CHF	0,33	0,20	0,43	0,54	↓

TASSI DEI CAMBI	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁴
CHF per EUR	0,94	0,93	0,94	0,96	↑
CHF per USD	0,91	0,79	0,80	0,80	↓
USD per EUR	1,04	1,18	1,19	1,22	↑

MATERIE PRIME	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁴
Brent, USD per barile	75	68	63	64	↑
Oro, USD per oncia troy	2'625	3'666	3'400	3'570	↑
Rame, USD per tonnellata metrica	8'768	9'996	9'588	9'773	→

Nota: Le opinioni sono aggiornate al 18 settembre 2025. Soggette a modifiche senza preavviso.
Le previsioni 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 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 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, com-

18 Informazioni legali

merciabilità o idoneità per un particolare scopo rispetto a tali dati. Senza limitazione di quanto sopra, in nessun caso nessuna delle Parti MSCI potrà essere ritenuta responsabile per danni diretti, indiretti, speciali, speciali, punitivi, consequenziali o altri danni (compreso il lucro cessante) anche se notificati della possibilità di tali danni.

«BLOOMBERG®» e gli indici Bloomberg qui elencati (gli «Indici») sono marchi di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue affiliate, inclusa Bloomberg Index Services Limited («BISL»), l'amministratrice degli Indici (collettivamente, «Bloomberg») e sono stati concessi in licenza d'uso per determinati scopi dal distributore del presente documento (il «Licenziatario»). Bloomberg non è affiliata al Licenziatario e Bloomberg non approva, avalla, rivede o raccomanda i prodotti finanziari qui indicati (i «Prodotti»). Bloomberg non garantisce la tempestività, l'accuratezza o la completezza dei dati o delle informazioni relative ai Prodotti.

2. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

La distribuzione e la pubblicazione del presente documento e gli investimenti in esso descritti possono essere soggetti a limitazioni in alcune giurisdizioni, dovute alle leggi e alle normative locali. Questo documento e le informazioni in esso contenute possono essere distribuiti solamente nei Paesi in cui il produttore o il distributore è in possesso delle opportune licenze. Salvo indicato altrimenti nel presente documento, non si potrà presumere che il produttore o il distributore disponga delle licenze applicabili in un determinato Paese. Si noti che le seguenti informazioni specifiche per Paese devono essere rigorosamente osservate. Ad eccezione dei seguenti canali di distribuzione, la presente relazione di ricerca si riterrà distribuita dalla società indicata in copertina.

Information for German clients

This publication prepared by Bank Vontobel AG is distributed by Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

Informazione per investitori italiani

Il presente documento è redatto da Bank Vontobel AG e distribuito secondo la norma UE 2016/958 da Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano, autorizzata e regolata da Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glossario e fonti

- ¹ Fonte: articolo Bloomberg pubblicato il 17 settembre 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-17/fed-cuts-rates-quarter-point-signals-labor-market-concerns
- ² Per dot plot si intende un grafico rilasciato dalla Fed che mostra dove ciascun funzionario della Fed prevede che saranno i tassi di interesse in futuro. Ogni punto rappresenta la proiezione di ciascun policymaker.
- ³ Moneta emessa da un governo che non è garantita da una materia prima fisica come l'oro o l'argento, ma ha valore perché gli investitori hanno fiducia nel governo emittente (es. dollaro USA, euro o yen giapponese).
- ⁴ Fonte: articolo Barrons pubblicato il 17 settembre 2025. www.barrons.com/livecoverage/fed-september-meeting-interest-rate-announcement/card/miran-was-the-sole-dissent-XEtjd84RlcYMhGAUdlaq
- ⁵ Legge federale USA firmata dal Presidente Donald Trump nel 2025. Combina ampi tagli fiscali, stanziamenti e variazioni nelle politiche.
- 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 adattate a un determinato gruppo di clienti.
- ⁹ Le istituzioni di Bretton Woods (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) sono state costituite in occasione della Conferenza monetaria e finanziaria delle Nazioni Unite del 1944 a Bretton Woods, New Hampshire, per salvaguardare la stabilità monetaria e promuovere lo sviluppo globale.
- ¹⁰ Fonte: articolo Bloomberg pubblicato il 23 aprile 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-23/bessent-says-us-backs-imf-world-bank-while-calling-for-reforms
- ¹¹ Rappresentando la fonte primaria della domanda di beni e servizi globali, mentre altre economie faticano a generare una spesa nazionale sufficiente.
- ¹² Fonte: Banca Mondiale, dati al 16 settembre 2025. data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?locations=CN
- ¹³ Fonte: articolo Bloomberg pubblicato il 19 giugno 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-19/massive-overcapacity-threatens-to-prolong-china-s-car-price-war
- ¹⁴ Fonte: articolo Reuters pubblicato il 13 giugno 2025. www.reuters.com/sustainability/climate-energy/china-solar-industry-address-overcapacity-challenge-turnaround-far-off-experts-2025-06-13/
- ¹⁵ Il governo cinese, principalmente attraverso la Banca Popolare Cinese, gestisce il valore dello yuan invece di lasciarlo determinare completamente dalla libera domanda e offerta di mercato. Ciò significa che il governo mantiene forti limiti sull'ampiezza e sulla velocità dei movimenti della valuta.
- ¹⁶ Dati basati su LSEG, al 19 settembre 2025.
- ¹⁷ Situazione in cui il prezzo di un titolo o di un'attività riflette già risultati molto positivi (crescita robusta, assenza di ostacoli, obiettivi raggiunti o superati). In tali condizioni, i margini di rialzo sono limitati e anche delusioni minime possono innescare correzioni.
- ¹⁸ Una curva polinomiale è una linea utilizzata nei grafici per indicare rapporti non lineari tra variabili.
- ¹⁹ Il rapporto oro-argento è una e potrebbe non essere appropriato per tutti gli investitori. Le decisioni di investimento dovrebbero tenere conto degli obiettivi, della situazione finanziaria e della tolleranza al rischio di ciascun individuo e non dovrebbero basarsi esclusivamente su questo indicatore.
- ²⁰ Fonte: comunicato stampa del Silver Institute, pubblicato il 29 gennaio 2025. silverinstitute.org/global-silver-market-forecast-to-remain-in-a-sizeable-deficit-in-2025/

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

