

# Outlook & Convictions

Private Banking #15



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

# Outlook & Convictions

Private Banking #15



<b>Editoriale</b>	<b>6</b>
<hr/>	
di <b>Nicolas Bickel, CFA</b>	
<b>Macroeconomia</b>	<b>11</b>
<hr/>	
di <b>Dott. Mathilde Lemoine</b>	
Crescita mondiale, tra contrazione del commercio e rilancio strategico	
<b>Materie prime</b>	<b>17</b>
<hr/>	
di <b>Manuel Maleki, Ph. D</b>	
Petrolio: prezzi stabili nonostante un'offerta abbondante	
<b>Azioni</b>	<b>23</b>
<hr/>	
di <b>Hervé Prettre</b>	24
Il 2026 assomiglierà al 2025?	
di <b>Anthony Toupin</b>	29
La corsa agli investimenti nell'intelligenza artificiale continuerà?	
<b>Focus speciale: oro</b>	<b>35</b>
<hr/>	
di <b>Guilhem Savry e Jean-Marc Guillot</b>	36
L'oro ha raggiunto il picco?	
di <b>Eric de Tessières</b>	40
L'oro fra luci e ombre: come conciliare un bene rifugio con la sostenibilità	
<b>Obbligazioni</b>	<b>45</b>
<hr/>	
di <b>Guilhem Savry</b>	46
Un nuovo contesto per le obbligazioni	
di <b>Rami Boustany e Dieter Van de voorde, CAIA, CQF, IFID</b>	51
Obbligazioni corporate: dove posizionarsi?	
<b>Private Markets</b>	<b>57</b>
<hr/>	
di <b>Matthieu George, CFA</b>	
Private Equity: situazione corrente e prospettive	
<b>Mercato dei cambi</b>	<b>65</b>
<hr/>	
di <b>Jean-Marc Guillot</b>	
Quali sono le sfide in serbo per il mercato dei cambi nel 2026?	



## Editoriale



**Nicolas Bickel, CFA**  
Group Head of Investment  
Private Banking & CIO

A prima vista, il continuo aumento degli indici azionari nel 2025 potrebbe far pensare che quest'anno i mercati abbiano vissuto un periodo di calma piatta. Infatti, la maggior parte delle regioni registra performance a doppia cifra, spesso superiori alle medie storiche. Tuttavia, dietro questa immagine positiva, l'anno è stato molto movimentato a causa delle tensioni geopolitiche, del susseguirsi di annunci da parte dell'amministrazione statunitense e dei dubbi relativi alle valutazioni del settore tecnologico. Inoltre, questo contesto generale riflette in realtà profonde disparità geografiche, settoriali o fattoriali che, in definitiva, offrono un quadro meno idilliaco di quanto potrebbe suggerire la sola performance annuale.

In primo luogo, alcuni settori hanno registrato ottime performance, mentre altri hanno avuto un anno più contrastato. Il settore tecnologico ha registrato ottime performance dall'inizio dell'anno, mentre quello dei beni di consumo di base ha registrato solo un leggero aumento. Le famose "Magnificent Seven", nonostante le speranze di estendere la loro performance ad altri settori dell'economia, hanno contribuito finora per circa il 45% alla performance dell'S&P 500. Di conseguenza, la ponderazione dei dieci maggiori titoli ha raggiunto il 40% della capitalizzazione borsistica dell'indice, contro poco più del 25% nel 2000 e del 30% nel 2021, date dei precedenti picchi.

In Europa si registra invece la situazione opposta, con una netta sovraperformance degli ultimi 590 titoli dello Stoxx 600 rispetto alle dieci maggiori capitalizzazioni. Il settore del lusso, in netto rallentamento quest'anno, spiega principalmente questa inversione del contributo delle grandi imprese all'andamento totale dell'indice. Dal punto di vista

geografico, alcune aree hanno registrato una certa dispersione nei ritorni, anche se quasi tutte hanno ottenuto ottime performance, come testimoniano il Nikkei giapponese o l'HSI di Hong Kong.

Contrariamente a quanto si potrebbe pensare, le performance del 2025 non sono state determinate esclusivamente dall'aumento delle valutazioni dei leader del settore tecnologico o dell'intelligenza artificiale (IA). Infatti, sebbene il rapporto prezzo/utile (P/E) stimato a dodici mesi delle prime dieci società dell'S&P 500 sia attualmente pari a 29x (contro una media di 21x negli ultimi trent'anni), anche per le altre 490 società esso risulta superiore del 20% rispetto alla media storica. Con un P/E pari a di quasi 22x, l'indice di riferimento statunitense ha registrato la quotazione più elevata degli ultimi vent'anni. Questi livelli importanti possono in parte essere giustificati da vendite e margini di profitto in costante aumento da diversi decenni. Le pubblicazioni dei risultati del terzo trimestre negli Stati Uniti dimostrano ancora una volta questa dinamica rialzista, con un utile operativo medio in aumento per l'undicesimo trimestre consecutivo. Sebbene gli Stati Uniti concentrino gran parte dei flussi degli investitori, questo tema delle alte valutazioni non è un problema solo degli U.S. Infatti, il P/E è attualmente superiore alla sua media ventennale in tutte le principali regioni del mondo, mentre all'inizio dell'anno era ancora inferiore o in linea alle medie in Europa, Giappone, Cina e nei mercati emergenti.

La quota delle azioni statunitensi nell'indice MSCI All Country World è ora pari al 71% e si avvicina così al suo record storico. L'eccezionalità americana è sempre ben presente e non vi sono indicazioni che svanirà nel 2026. Nonostante le restrizioni imposte dall'amministrazione Trump, la produttività superiore di quasi il 30% rispetto a quella europea, la regolamentazione del mercato del lavoro molto più flessibile, la crescita demografica più significativa, la quota di risparmio delle famiglie investita nei mercati azionari nettamente superiore, il costo dell'energia due o tre volte inferiore rispetto all'Europa e un dominio schiacciante nell'ambito dell'IA e della tecnologia sono solo alcuni dei fattori che rendono gli Stati Uniti uno dei motori principali della crescita mondiale. A tale titolo, la svalutazione relativa dell'indice MSCI World ex-USA rispetto all'indice S&P 500 ha raggiunto il -34% contro una media ventennale del -19% e riguarda tutti i settori, in particolare i consumi, i finanziari e la tecnologia.

Anche le divergenze di performance fattoriali sono importanti sui mercati. Dal 2023, i titoli "growth" negli Stati Uniti hanno registrato un aumento degli utili superiore a quello dei titoli a "value", invertendo la tendenza osservata nel 2021 e nel 2022.

Anche l'aumento dei prezzi delle materie prime è stato un fatto saliente di quest'anno. L'indice MSCI che segue le materie prime in modo equponderato è in rialzo di oltre il 25% dall'inizio dell'anno. Ciò avviene mentre la Federal Reserve ha avviato un ciclo di riduzione dei tassi nonostante l'assenza di un rallentamento economico significativo, il che costituisce un vero e proprio sostegno alla crescita degli attivi reali.

<sup>1</sup> Questo termine indica le sette società statunitensi quotate in borsa il cui peso nella capitalizzazione di mercato è diventato considerevole negli ultimi anni: Alphabet, Amazon, Meta, Apple, Microsoft, Nvidia e Tesla.



Il rialzo dell'oro è stato particolarmente marcato nel 2025. Oltre all'aumento del prezzo, è stata la sua correlazione positiva con il movimento delle azioni a sorprendere. Con un incremento di quasi il 60% dall'inizio dell'anno e del 120% dalla fine del 2022, l'oro sembra sfidare le leggi della gravità. Il blocco dell'accesso alle riserve in dollari della Russia ha stimolato l'interesse delle banche centrali per l'oro, in linea con una tendenza più ampia alla de-dollarizzazione di molti paesi (in particolare quelli emergenti), che dovrebbe proseguire nel 2026.

Quest'anno è stato segnato anche da cambiamenti significativi sul fronte del debito sovrano e del mercato del credito. Il debito dei paesi sviluppati è esploso dal 2020 e ha continuato la sua forte progressione nel 2025, non senza creare alcune turbolenze sui mercati obbligazionari. Una conseguenza di questa situazione è l'aumento del costo del debito, con interessi che rappresentano il 4% del PIL degli Stati Uniti, ovvero quasi 1.000 miliardi di dollari, e superano quindi il bilancio della difesa del paese. In Europa, ad eccezione della Francia, il rapporto debito/PIL è sceso dal picco del 2021, ma questo calo potrebbe essere rimesso in discussione a seguito dell'attuazione dei piani europei per infrastrutture e riarmo.

I premi per il rischio di credito sono invece scesi a livelli mai osservati negli ultimi quindici anni, in particolare negli Stati Uniti. Questa compressione degli *spread*<sup>2</sup> si riflette nel differenziale minimo di appena il 2,1% tra le obbligazioni societarie di bassa e buona qualità, contro una media del 3,50% dal 1994. Ciò si spiega in parte con una maggiore sfiducia nei confronti delle obbligazioni sovrane, visti i crescenti deficit pubblici, e in parte con bilanci complessivamente più sani per le imprese.

Infine, il 2025 è stato segnato anche dalla crescente adozione delle criptovalute da parte degli investitori istituzionali. Il ritorno al potere di Donald Trump ha avuto un ruolo importante in questo senso, poiché il presidente degli Stati Uniti ha dichiarato la sua volontà di rendere il suo paese la capitale mondiale delle criptovalute. Tra le misure annunciate figurano la creazione di una riserva strategica di Bitcoin, l'autorizzazione per i fondi pensione statunitensi (401k) a investire in questa classe di attivi e la nomina di rappresentanti favorevoli al settore alla guida delle varie agenzie incaricate della sua supervisione. Con una capitalizzazione che supera ormai i 3.000 miliardi di dollari, le criptovalute occupano un posto sempre più importante negli asset alternativi, anche se la loro volatilità e la loro elevata correlazione con le azioni tecnologiche ne limitano un'adozione ulteriore.

Molti eventi potrebbero scuotere le certezze e sorprendere gli investitori nel 2026: la Fed ridurrà i tassi? La Banca centrale europea ha finito di abbassare i suoi? Donald Trump cercherà di riconquistare popolarità abbassando il prezzo del petrolio o espellendo altri immigrati illegali? Lo *spread* tra il debito sovrano francese e tedesco resterà

stabile di fronte a un possibile nuovo scioglimento dell'Assemblea nazionale francese? I recenti fallimenti nel settore del credito privato sono isolati o annunciano il rischio di contagio? Gli ingenti investimenti nell'IA sosterranno nuove revisioni al rialzo degli utili? Il 2026 sarà senza dubbio un altro anno cruciale per testare la resilienza dei mercati e richiederà agli investitori grande attenzione ai cambiamenti di tendenza.

In questa edizione, presentiamo le nostre previsioni economiche, le nostre prospettive e convinzioni sui mercati finanziari per il 2026 che, nonostante una lieve decelerazione della crescita mondiale, restano incoraggianti. Nel mercato azionario, ci aspettiamo che certi settori offrano buone opportunità di crescita, riducendo al contempo la volatilità che deriva da approcci di investimento più concentrati.

A seguito di performance notevoli registrate dalle obbligazioni nel 2025 e premi al rischio molto bassi, in questa pubblicazione esaminiamo l'attrattività dei vari segmenti di questa classe di attivi, che costituisce ancora un pilastro importante nella costruzione di un portafoglio solido e diversificato.

Sebbene quest'anno la maggior parte delle materie prime abbia registrato performance notevoli, poniamo l'accento sull'oro, trattando i fondamentali ma anche l'approccio sostenibile e responsabile che gli investitori possono avere nei confronti di questo asset imprescindibile.

Infine, dopo le pressioni subite nel 2025, i Private Markets dovrebbero vivere un anno di transizione nel 2026, pur continuando a offrire prospettive di rendimento interessanti a lungo termine.

Vi auguriamo una buona lettura e buone feste.



Le nostre prospettive in video

<sup>2</sup> Lo scarto tra due prezzi o due tassi d'interesse.



Pont de *Gitana 18* durante la costruzione, cantiere CDK-technologies, Lorient, Francia.

# Macroeconomia



# Crescita mondiale, tra contrazione del commercio e rilancio strategico

**Dott. Mathilde Lemoine**

Group Chief Economist Edmond de Rothschild

- Nel 2026 i dazi doganali saranno più elevati, ma il loro impatto negativo continuerà a essere compensato dagli investimenti sovrani, che secondo i nostri calcoli rappresentano l'equivalente del 5,3% del PIL mondiale, e dagli investimenti nell'intelligenza artificiale (IA).
- Continuiamo a prevedere un rallentamento misurato dell'economia mondiale nel 2026.
- I tassi a lungo termine elevati, alimentati dalla persistente incertezza, continueranno a pesare sui mercati immobiliari.

Il 2025 è stato contrassegnato dal massiccio aumento dei dazi doganali su gran parte dei prodotti importati negli Stati Uniti. L'amministrazione statunitense ha applicato la sua politica di dazi doganali cosiddetti "reciproci" per riequilibrare la bilancia commerciale degli Stati Uniti. Donald Trump vuole ritrovare una capacità industriale che consenta al paese di consolidare la propria sovranità. Accanto ai dazi doganali, è stata attuata una strategia di svalutazione del dollaro, in particolare attraverso l'incoraggiamento alle famiglie americane a detenere *debito statunitense*.

Tuttavia, malgrado l'applicazione di dazi doganali fino al 39% in Svizzera e l'elevato livello di incertezza, la crescita mondiale ha resistito. Certamente, il fenomeno dell'accumulo preventivo di scorte volto ad evitare l'aumento dei dazi doganali derivante dagli squilibri individuati da Washington ha avuto un peso notevole in questo senso. Ma, come avevamo previsto, le politiche di sovranità perseguite dagli Stati sono state una fonte importante di investimenti. Anche le infrastrutture dell'IA hanno generato esportazioni e investimenti che hanno sostenuto la crescita. Di conseguenza, la crescita statunitense ha registrato un 2,2% all'inizio del 2025, paragonata all'1,5% nell'eurozona e al 5,2% in particolare in Cina.

Nonostante questo contesto, non abbiamo modificato la nostra previsione macroeconomica di rallentamento misurato. E questo non per una sottovalutazione dell'impatto di possibili shock, ma in quanto le nostre analisi strutturali ci consentono di distinguere le evoluzioni sottostanti dalle variazioni congiunturali. Finora i dati confermano il nostro scenario. **Vediamo per il 2026 una lieve decelerazione della crescita mondiale dopo il 2,5% nel 2025. Secondo le nostre previsioni,**

**la crescita statunitense dovrebbe attestarsi all'1,9%, quella cinese al 4,9% e quella dell'eurozona allo 0,8%.**

Riassumendo, le principali conclusioni delle nostre analisi fondamentali sono che:

- Le tensioni commerciali spostano i flussi piuttosto che distruggerli.
- La loro riconfigurazione ruota attorno alla guerra commerciale e tecnologica tra Cina e Stati Uniti.
- Gli Stati Uniti e la Cina stanno usando la crescita come uno strumento di potenza.
- L'economia mondiale è guidata dalla ricerca di sovranità della maggior parte dei grandi paesi e non più dalla globalizzazione; ricerca che avviene tramite investimenti e nuove alleanze.
- L'Europa subisce gli shock nonostante stia già ridefinendo il suo futuro.

## I dazi doganali reciproci sono entrati in vigore

La grande evoluzione degli ultimi mesi è dovuta all'effettiva applicazione dei dazi doganali reciproci tra gli Stati Uniti e i 70 paesi partner. Il tasso tariffario medio statunitense sarebbe attualmente del 17,5%. Certo, i negoziati hanno portato ad una riduzione dei dazi reciproci applicati alle importazioni statunitensi dai paesi del sud-est asiatico. Ma sono ancora in media del 20%. D'altra parte, sebbene l'aumento del 15% sulle importazioni provenienti dall'Unione europea (UE) applicato il 7 agosto 2025 sia stato giudicato meno significativo del previsto, esso si aggiunge a un riorientamento delle esportazioni cinesi dagli Stati Uniti verso l'UE.

**Nei prossimi trimestri, il commercio mondiale dovrebbe rallentare in modo più significativo,** mano a mano che l'impatto macroeconomico negativo dell'aumento dei dazi doganali, finora attenuato da un massiccio pre-stoccaggio, diventerà più marcato. L'aumento dei dazi doganali e le misure protezionistiche (restrizioni alle esportazioni, sovvenzioni, ecc.) fanno aumentare i prezzi all'importazione e i costi di produzione, riducono il potere d'acquisto, i consumi delle famiglie, gli investimenti e limitano le catene del valore.

## Le politiche di sovranità di tutto il mondo continueranno a limitare l'entità del rallentamento

Il nostro censimento delle politiche di sovranità nel mondo mostra l'importanza degli investimenti attualmente intrapresi dalla maggior parte dei paesi per ridurre le loro dipendenze, scegliendo al contempo quelle indispensabili. **Secondo i nostri calcoli, gli importi stanziati per attuare queste politiche di sovranità (energetica, alimentare, digitale, mediatica, ecc.) sono pari al 5,3% del PIL mondiale corrente, ossia quasi 6.000 miliardi di dollari.** La buona notizia emersa da questo censimento è che l'Unione europea non è da meno. Ovviamente, i programmi sono spalmati su diversi anni e bisogna prendere i dati con una certa cautela, perché questi calcoli sono stati fatti sulla base di annunci governativi.



**Anche le spese militari continueranno a crescere.** Dal 2022 al 2024, sono aumentate del 9% all'anno in dollari correnti a livello mondiale, contro il 2,4% tra il 2010 e il 2021. Nel 2024, le spese militari mondiali hanno registrato il rialzo più forte dalla fine della guerra fredda, con un aumento dell'11% in dollari correnti rispetto al 2023, raggiungendo i 2.718 miliardi di dollari correnti, pari al 2,5% del PIL mondiale. I paesi europei hanno notevolmente aumentato le loro spese, in particolare Germania, Polonia, Paesi Bassi, Finlandia e Repubblica Ceca.

**Riteniamo che la riaffermazione della sovranità nazionale sia diventata un tema d'investimento globale e una nuova fonte di crescita per i prossimi anni.** Inoltre, la diffusione delle innovazioni viene più "ridisegnata" che bloccata grazie alla riconfigurazione delle dipendenze. Per il 2026 e 2027, i nostri modelli integrano l'impatto delle spese pubbliche di sovranità.

#### **Debito, tassi a lungo termine elevati e necessità di finanziamento**

Sul piano monetario, il ciclo di calo dei tassi di riferimento è ben avviato in tutto il mondo. Tuttavia, la Federal Reserve potrebbe ancora tagliare i tassi, contrariamente alla Banca centrale europea, il che eserciterebbe una nuova pressione al ribasso sul dollaro. Il tasso di cambio effettivo reale del dollaro ha perso l'8% tra gennaio e giugno 2025.

Il calo dei tassi di riferimento ha portato a una leggera flessione dei rendimenti a lungo termine, che restano tuttavia elevati, mentre la curva dei tassi si è irripidita. Tale irripidimento deriva dall'importo elevato del c.d. "term premium", ossia del premio richiesto per detenere obbligazioni a lunga scadenza. Diversi fattori spiegano questo andamento: incertezza legata alle politiche di sovranità e ai deficit pubblici (deficit federale statunitense al 6,5% nel 2026); transizione energetica e politiche industriali ad alta intensità di capitale (*capital-intensive*); riduzione del bilancio delle banche centrali, calo strutturale della domanda per le scadenze molto lunghe; rischio inflazionistico negli Stati Uniti (alimentato dai dazi doganali) e in Giappone; rifinanziamento del 40% dello stock obbligazionario mondiale prima del 2026; fragilità della domanda estera di titoli del Tesoro statunitense a causa dei timori suscitati da un potenziale "Accordo di Mar-a-Lago", che mette in discussione il ruolo del dollaro come valuta di riserva internazionale.

#### **L'asse transpacifico, ancora motore della crescita globale**

Gli **Stati Uniti** continuerebbero a beneficiare degli effetti positivi del "One Big Beautiful Bill Act". Oltre alla proroga delle misure del "Tax Cut and Jobs Act", sono state approvate detrazioni fiscali sul reddito per gli anziani, le mance, gli straordinari e gli interessi sui prestiti automobilistici. Sebbene i crediti d'imposta per la politica energetica siano stati in gran parte abrogati, l'ammortamento accelerato immediato per le spese in ricerca e sviluppo (R&S) resta un sostegno efficace. L'intelligenza artificiale si conferma un potente motore di investimento: tra il 2022 e il 2025, le spese infrastrutturali legate all'IA

sono aumentate di 400 miliardi di dollari. Secondo il nostro economista statunitense Manuel Maleki, il moltiplicatore di investimenti in questo settore potrebbe potenzialmente aumentare il PIL dallo 0,3% allo 0,5% all'anno. Il consumo risentirebbe dell'aumento dei prezzi, anche se gli articoli di largo consumo (banane, ananas, caffè, tè, ecc.) che non possono essere prodotti a livello nazionale sono stati esclusi dal campo di applicazione dei dazi doganali reciproci. Le esportazioni potrebbero essere sostenute dal deprezzamento del dollaro e dagli accessi privilegiati negoziati in cambio di una riduzione dei dazi doganali reciproci. Il mercato immobiliare continuerebbe a pesare sulla crescita.

In **Cina**, le autorità dovranno gestire la deflazione e le tensioni politiche generate dall'aumento delle esportazioni, in particolare in Europa. La crescita continuerà ad essere sostenuta dalle esportazioni nel 2026. La domanda globale di beni legati alla transizione energetica e alle infrastrutture necessarie per l'IA sosterrà le esportazioni cinesi, così come la debolezza della moneta cinese (RMB). Le batterie per veicoli elettrici rimangono il 35% più economiche rispetto a quelle vendute in Europa. Il rischio principale deriva dall'applicazione delle norme di origine alle importazioni americane provenienti dall'Asia, Cina esclusa.

La crescita dei paesi asiatici dipenderà dalla differenziazione dei diritti "reciproci" tra paesi. Continuiamo a prevedere una crescita media del 3% nel 2026 dopo il 3,1% nel 2025 nei paesi asiatici esclusi Cina, Giappone e India.

L'incertezza, misurata dall'Economic Policy Uncertainty Index (EPU), continuerà a gravare sugli investimenti e sui consumi, in particolare in **Europa**. L'instabilità dell'indice costituisce un freno agli investimenti e un incentivo al risparmio. Inoltre, le esportazioni europee continueranno a essere penalizzate dall'aumento dei dazi doganali statunitensi e dalla forza dell'euro. Il contributo del commercio estero rimarrà negativo nel 2026. Nonostante la ripresa tedesca e il sostegno delle spese militari e di sovranità, stimiamo che la crescita dell'eurozona rimarrà inferiore all'1%, attestandosi allo 0,8% nel 2026.

**In conclusione**, nel 2026 la crescita mondiale dovrebbe essere soggetta a pressioni immediate (effetto negativo delle misure protezionistiche, incertezza persistente e tassi a lungo termine elevati) e a un ciclo di investimenti strutturali sostenuto dalla sovranità e dall'IA. La vera sfida ora è di natura finanziaria: garantire un livello di investimenti elevato mentre il "term premium" rimane significativo e le banche centrali riducono il loro bilancio. La traiettoria di crescita potrebbe quindi essere frenata dal commercio, ma anche dal finanziamento di queste nuove sfide, il che costituirà un'ulteriore fonte di incertezza.



Serbatoi in acciaio inox, Château Clarke, Listrac-Médoc, Francia.

Materie prime



# Petrolio: Prezzi stabili nonostante un'offerta abbondante

**Manuel Maleki, Ph. D.**

Senior Economist US & Commodities

Da luglio, il petrolio gioca contro i pronostici. Nonostante l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) prevedesse un surplus di circa 1,8 milioni di barili al giorno nella seconda metà dell'anno, il mercato non ha ceduto. Il barile del Brent oscilla intorno ai 65 dollari, mentre quello del West Texas Intermediate (WTI) si mantiene a circa 60 dollari, lontano dallo scenario di un calo verso i 50. Il mercato ha cambiato logica: non è più disciplinato solo dalla legge della domanda e dell'offerta, ma da un'architettura di potere, stoccaggio e strategie nazionali. Il barile è tornato a essere uno strumento di sovranità.

## La Cina: nuova banca centrale del greggio

Da gennaio, la Cina ne ha assorbito un volume importante: oltre 100 milioni di barili sono stati aggiunti alle sue riserve strategiche in nove mesi. Questi acquisti non rispondono alla logica di mercato: dipendono da una decisione politica. La legge sull'energia del 2025, votata a Pechino, obbliga ormai le compagnie pubbliche e private a costituire scorte sotto il controllo dello Stato. Sono in costruzione undici nuovi siti di stoccaggio, per una capacità totale di altri 169 milioni di barili entro il 2026. Pechino ha accelerato l'accumulo di greggio nel 2025, raggiungendo 0,9 milioni di barili al giorno (mb/g) da gennaio, con un aumento di 240 milioni di barili.

Questo accumulo non è marginale: rappresenta da solo quasi il 30% della crescita mondiale dell'offerta nei primi nove mesi del 2025. In altre parole, la Cina ha in parte neutralizzato il surplus che l'AIE annunciava come esplosivo. I barili esistono, ma non circolano più. Dormono, immobilizzati in cisterne strategiche. Questo paradosso spiega perché il mercato resta fermo: l'avanzo mondiale è fuori mercato.

## Le sanzioni statunitensi ridisegnano i flussi e frammentano il mercato fisico

A ottobre Washington ha imposto sanzioni a Rosneft e Lukoil, che a loro volta rappresentano quasi 4 milioni di barili al giorno di produzione russa, pari a oltre il 40% della produzione del paese. L'effetto è stato immediato: i carichi russi hanno impiegato più tempo per trovare acquirenti e i flussi si sono frammentati.

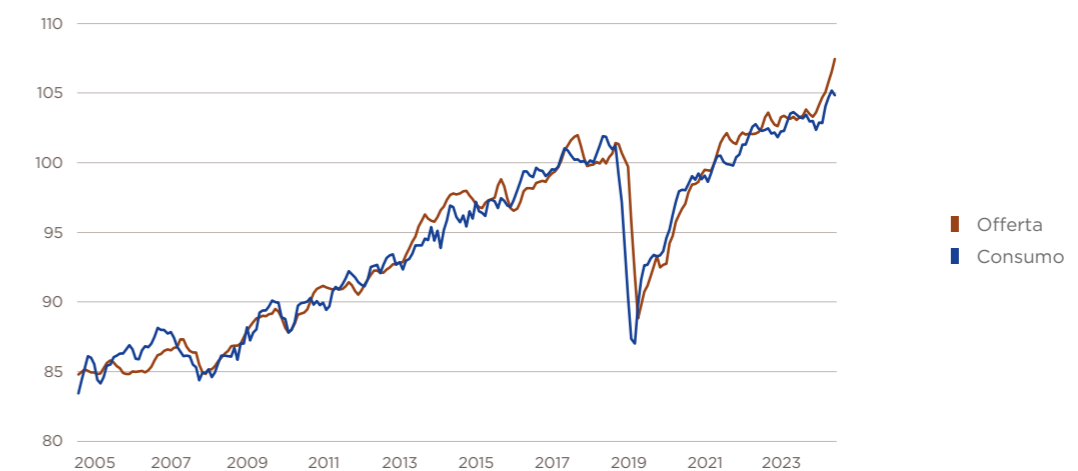
L'India, un tempo primo acquirente con quasi 2 mb/g, ha ridotto le importazioni dalla Russia di circa il 40%, secondo Kepler. La Cina

ha "sospeso" diversi contratti a lungo termine. I carichi russi si sono spostati verso intermediari turchi e malesi, moltiplicando le distanze di trasporto e i costi assicurativi.

Risultato: il mercato ha integrato un premio di rischio geopolitico e logistico per compensare il rischio di interruzione logistica. Questo supplemento di prezzo non è speculativo: riflette un costo reale del disordine. Dietro la retorica del "glut" (eccesso di offerta) si nasconde quindi una realtà inversa: l'energia circola meno velocemente, sotto costrizione politica e controllo diplomatico.

## Grafico 1 – Petrolio: offerta e consumo

Media mobile su tre mesi, in milioni di barili al giorno (mb/g)



Edmond de Rothschild, LSEG

## L'OPEC+ resta lo "swing producer"

L'OPEC+ mantiene il suo status molto particolare di garante della stabilità petrolifera. A ottobre, il gruppo ha adeguato la sua produzione con una precisione inedita, aggiungendo appena 137.000 barili al giorno al suo massimale mensile. Allo stesso tempo, il Cartello ha annunciato che non ci saranno nuovi aumenti della produzione nel 1° trimestre 2026. L'Arabia Saudita, perno del sistema, mantiene la sua produzione intorno a 9 mb/g, ossia 1,5 milioni al di sotto del suo potenziale massimo.

Questa disciplina mira a un obiettivo chiaro: difendere un limite minimo pari a circa 60 dollari al barile. Riad considera questo livello "ottimale": abbastanza alto per finanziare il suo piano di sviluppo Vision 2030, abbastanza basso per evitare la rabbia dei paesi importatori. L'OPEC+ non cerca più di dominare il mercato, cerca di regolarlo. Una trasformazione silenziosa, ma fondamentale.



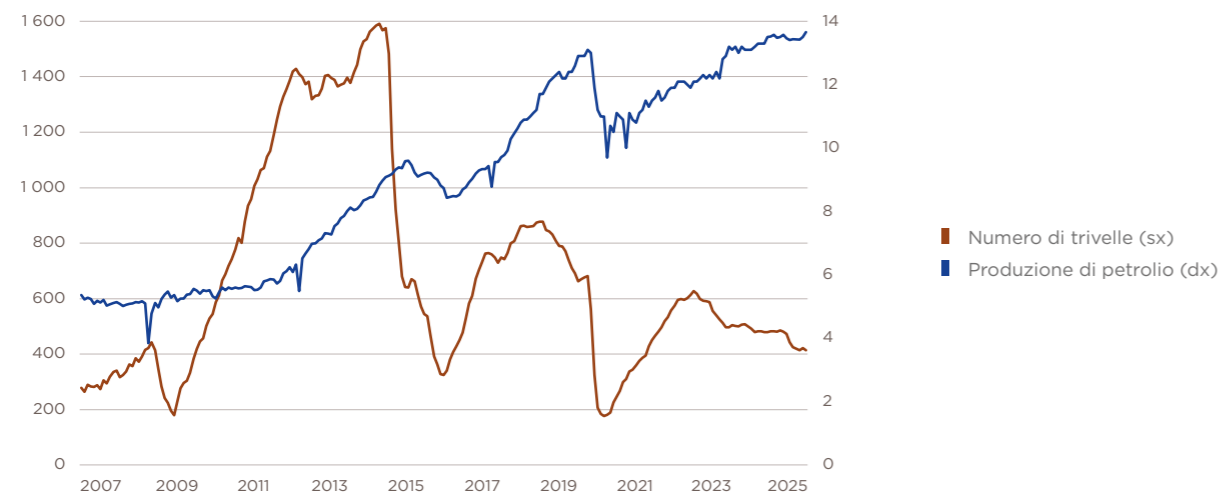
### Scisto statunitense, un gigante stanco

Oltre Atlantico, gli Stati Uniti producono ancora 13,6 mb/g, un record nominale. Ma il motore sta perdendo colpi. Il bacino permiano, che fornisce quasi la metà del greggio americano, sta raggiungendo i suoi limiti: il 65% delle zone ad alto rendimento è già stato sfruttato. La crescita della produzione, che superava oltre 1 milione di barili al giorno all'anno prima del 2020, è scesa a oltre 300.000 quest'anno. Secondo Baker Hughes, il numero di trivelle attive è passato da oltre 600 a meno di 500 in un anno, segno che la strategia è passata dalla conquista alla redditività. Lo scisto non è più l'agile "swing producer" dello scorso decennio, ma è diventato un ammortizzatore.

### Un mercato sempre geopolitico

Tutto sembra indicare che il mercato del petrolio continua ad essere condizionato da fattori politici prima che economici. I produttori ragionano in termini di equilibrio di bilancio: 81 dollari per l'Arabia Saudita, 70 per la Russia, 62 per gli Emirati. Gli importatori ragionano in termini di sicurezza energetica, con Cina e India che aumentano le riserve. Questo triangolo (Stati, mercati, grandi aziende) forma un'architettura di stabilizzazione senza precedenti. Tutti agiscono per evitare lo shock: gli uni per prudenza politica, gli altri per disciplina finanziaria.

Grafico 2 — Petrolio statunitense: numero di trivelle e produzione di petrolio in milioni di barili al giorno (mb/g)



Edmond de Rothschild, LSEG

### 2026: il quadro della situazione

Nel 2026, la domanda mondiale di petrolio dovrebbe continuare a crescere di circa 1,2 milioni di barili al giorno. A fronte di ciò, le capacità supplementari reali (esclusi gli annunci), per il momento, non superano

700.000 barili al giorno e sono concentrate in Guyana, Brasile e Norvegia. Gli stock commerciali statunitensi, pari a 422 milioni di barili, restano il 4% al di sotto della media quinquennale e le capacità di stoccaggio disponibili nell'OCSE non superano i 60 giorni di copertura.

In altre parole, l'eccesso di offerta è difficile da comprendere e deve essere considerato in relazione alle scorte. Il prezzo del barile non crolla perché il petrolio "libero" nel sistema non è così importante: gran parte di esso è vincolato da contratti, riservato, nazionalizzato o strategicamente immagazzinato.

### Il ritorno della politica

Il petrolio è molto più di una materia prima: è un indicatore di potenza. Gli Stati Uniti, la Cina e l'OPEC+ cogestiscono ormai un equilibrio fragile, in cui ogni barile diventa un messaggio politico. In questo contesto, è difficile immaginare che il prezzo al barile possa scendere in modo duraturo sotto i 60 dollari, salvo shock esogeni, così come è difficile che possa superare i 75 dollari. Questo corridoio di equilibrio è il risultato di tutte queste interazioni.

### Metalli industriali: tra ripresa cinese e prudenza mondiale

Dall'estate, i metalli industriali si sono mossi in una zona di incertezza controllata. Il rame, l'alluminio e il nichel oscillano senza una direzione netta: i fondamentali restano solidi, ma le prospettive economiche mondiali sono limitate.

La Cina, che rappresenta il 55% dei consumi mondiali, resta il centro di gravità del mercato. Gli acquisti pubblici e la ripresa dei progetti infrastrutturali (elettrificazione, linee ad alta tensione) sostengono la domanda di rame e acciaio, mentre le importazioni di alluminio sono aumentate dell'8% da luglio. Per contro, l'immobiliare resta depresso, limitando la trazione sui metalli da costruzione.

Sul fronte dell'offerta, le perturbazioni nel settore minerario mantengono una tensione latente. Il nichel indonesiano continua a dominare il mercato mondiale, ma la qualità più debole del minerale pesa sui margini. In Cile e Perù, la produzione di rame è diminuita dal 2% al 3% su base annua. Per quanto riguarda lo zinco, continua a risentire della riduzione delle capacità europee a causa dei costi energetici. Le scorte del London Metal Exchange (LME) restano ai minimi storici: meno di 1,2 milioni di tonnellate per tutti i metalli di base, pari a appena tre settimane di consumo mondiale. Questa carenza strutturale impedisce qualsiasi crollo dei prezzi.

Nel breve termine, i metalli si trovano in una fase di stallo, con la ripresa industriale cinese che funge da ammortizzatore. L'equazione è chiara: senza uno shock della domanda, il ciclo rialzista resta sospeso e i prezzi dovrebbero rimanere nei livelli osservati già da alcuni mesi.



Luminaria, sala di degustazione, Château Clarke, Lustrac-Médoc, Francia.

# Azioni



# Il 2026 assomiglierà al 2025?

## Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Il 2025 è stato caratterizzato da un notevole aumento degli indici azionari, ma anche da una performance caratterizzata da un'estrema concentrazione su pochi titoli ad elevata capitalizzazione. Sebbene alcuni elementi suggeriscano che le dinamiche del 2024 e del 2025 potrebbero persistere anche nel 2026, è probabile che emergano anche nuove opportunità e minacce. Gli investitori con un orizzonte di lungo termine potrebbero approfittare di eventuali debolezze per rafforzare le loro posizioni.

### 2025: un anno redditizio, ma singolare per le azioni

- **Negli Stati Uniti**, al momento della stesura del presente documento, l'indice S&P 500 registra una performance a doppia cifra, trainata da una politica tariffaria più moderata, utili solidi e un contesto di tassi in calo. Circa due terzi della performance annua dell'S&P 500 nel 2025 è legata ai dieci titoli più importanti per capitalizzazione, che rappresentano inoltre quasi due terzi della crescita degli utili dell'indice, in particolare i titoli tecnologici esposti all'intelligenza artificiale (IA). Il ruolo trainante dell'IA e alcune valutazioni elevate fanno invece temere la formazione di una bolla speculativa a fine 2025.
- **In Europa**, il mercato ha registrato una performance superiore alla media nella prima parte dell'anno, stimolata dai piani di rilancio della difesa europea ReArmEU e dal programma tedesco per le infrastrutture, nonché dai deflussi di capitali dal mercato statunitense a seguito della politica imprevedibile di Donald Trump. Ciò ha avuto un effetto notevole sulle società quotate europee, dato che l'uscita da un mercato statunitense con una capitalizzazione di 60.000 miliardi di dollari per passare a un mercato europeo con una capitalizzazione di 12.000 miliardi di euro ha matematicamente un impatto considerevole. Tuttavia, a fronte dei cambiamenti di rotta di Donald Trump sui dazi doganali, degli utili e delle prospettive eccezionali sui titoli del settore tecnologico statunitense nonché della forza dell'euro che ha intaccato gli utili delle aziende europee, i mercati europei non hanno ancora recuperato il picco raggiunto nel marzo 2025, sottoperformando il mercato statunitense dalla ripresa di aprile.
- **La Cina**, freno dei mercati emergenti dal 2021, si rivela essere un motore nel 2025. La politica volta a frenare la deflazione cinese, nonché diverse misure di rilancio di Pechino e la distensione delle relazioni con gli Stati Uniti hanno infatti stimolato le aspettative su

questo mercato, che gode inoltre di una valutazione interessante.

- **I mercati emergenti** in generale hanno visto ridursi il loro significativo sconto di inizio anno. Anche in questo caso, ciò è avvenuto per via della ricerca di attivi al di fuori dell'eccezionalità americana e a seguito dell'allentamento delle tensioni tariffarie da parte di Donald Trump, tanto che i mercati emergenti registrano una delle migliori performance dall'inizio del 2025 tra le principali aree economiche.

### Cosa possiamo aspettarci dal 2026?

- **Il mercato statunitense** beneficia ancora di venti favorevoli, tra cui le aspettative di tre o quattro riduzioni dei tassi nel 2026, la resilienza della crescita economica, in particolare grazie alla riduzione delle imposte di Donald Trump, la dinamica degli investimenti nell'IA in continua accelerazione e le prospettive di deregolamentazione. Tuttavia, le valutazioni del mercato sono diventate elevate, il consenso è già molto ottimista e la leadership del paese sulle tecnologie di IA è destinata a diminuire in futuro. In tal senso, le prospettive di vendita degli *hyperscaler*<sup>1</sup> e delle società di semiconduttori sono attese con ansia prima di ogni pubblicazione dei risultati finanziari, per capire se la dinamica dell'IA continuerà ad accelerare o se la maggior parte del movimento di investimento è ormai alle spalle. Storicamente, un picco nelle aspettative di crescita costituisce uno degli indicatori chiave del picco di una bolla (come visto in passato con la normalizzazione della crescita della costruzione di linee ferroviarie, delle vendite di transistor, televisori, fibre ottiche, ecc.), ma ciò potrebbe avvenire solo nel 2026 o più tardi. Sebbene la dinamica dell'IA sembri continuare per il momento, non potrà durare per sempre. Inoltre, una performance azionaria concentrata su un numero così limitato di titoli è destinata ad esaurirsi. In questa fase è quindi opportuno mantenere le posizioni nel settore tecnologico per il 2026, ampliando al contempo il proprio interesse ad altri settori, come quello sanitario o industriale, che beneficiano di una ripresa dinamica e di valutazioni più moderate.
- **Il mercato europeo** attende un nuovo impulso alla crescita, che dovrebbe manifestarsi sotto forma di un euro più debole, di una crescita interna più forte o di entrambi. Le nostre previsioni sui cambi indicano un leggero apprezzamento del dollaro, ma a priori non sufficiente a stimolare in modo significativo i profitti. La crescita economica dovrebbe essere sostenuta dall'attuazione del piano infrastrutturale tedesco, ma potrebbe essere frenata dalle incertezze legate al futuro politico francese. Tuttavia, molte società hanno effettuato ristrutturazioni e prevedono una crescita degli utili pari a zero nel 2025, per cui gli utili europei potrebbero registrare un rimbalzo del 10% o più nel 2026. Ciò potrebbe ravvivare l'interesse degli investitori per gli asset europei, in particolare quelli finanziari e industriali che beneficiano dei piani di stimolo.

<sup>1</sup> Un *hyperscaler* è un fornitore di servizi informatici, che gestisce data center su larga scala per proporre servizi di *cloud computing* e di gestione dati. Si tratta di giganti del cloud come Amazon, Google, Microsoft, Alibaba, ecc.



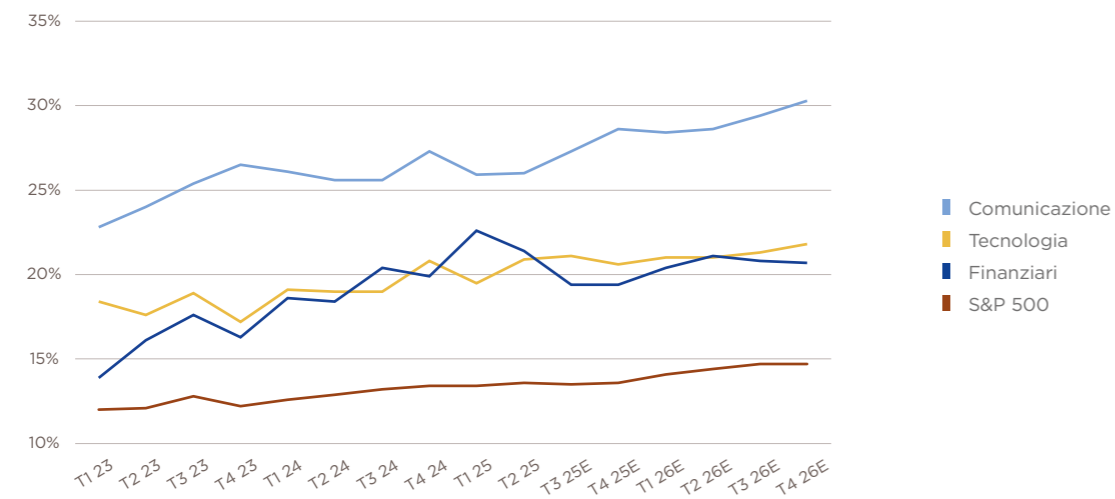
## AZIONI

- **Anche il mercato cinese e i mercati emergenti** rimangono sottovalutati, sebbene le loro valutazioni siano leggermente aumentate rispetto all'inizio del 2025. La loro dinamica potrebbe proseguire, ma necessita di un sostegno perché l'argomento della bassa valutazione, fattore determinante della loro performance nel 2025, oggi non risulta più così rilevante. Le politiche di rilancio della Cina, e potenzialmente una deflazione inferiore, potrebbero fungere da catalizzatori.

Sono probabili picchi di volatilità, come l'episodio di aprile 2025. All'inizio di quel mese, il presidente Trump ha presentato un elenco di dazi doganali considerati arbitrari e proibitivi, che ha rapidamente provocato un crollo massiccio delle azioni pari a oltre il 12%; crollo che tuttavia è stato rapidamente riassorbito, giustificando il mantenimento delle posizioni in essere. Considerando la frammentazione del mondo, le politiche del presidente Trump, i rischi politici in Europa e il contesto geopolitico globale, non si possono escludere eventi che potrebbero innescare nuovi ribassi. Tuttavia, per gli investitori a medio e lungo termine, è dimostrato che mantenere gli investimenti nel tempo e attraverso fasi di volatilità consente di ottenere rendimenti migliori dai mercati azionari.

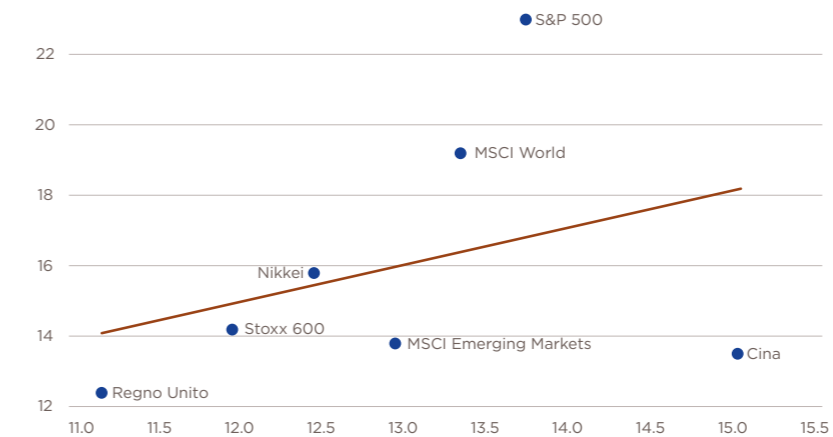
**Grafico 1 — Margini di profitto attesi per le società dell'indice S&P 500 e per alcuni settori**

Margine operativo in percentuale del fatturato, per trimestre



Edmond de Rothschild, Bloomberg

**Grafico 2 — Crescita stimata degli utili e rapporto prezzo-utili per il 2026**



Edmond de Rothschild, Bloomberg

### Quali settori privilegiare nel 2026?

La diversificazione è fondamentale, tra settori sottovalutati che mostrano segnali di stabilizzazione (ad esempio il settore sanitario), altri che beneficiano di una dinamica sostenuta dai flussi di investimento (ad esempio il settore tecnologico) e alcuni settori con fondamentali solidi. È il caso degli industriali, che beneficiano dei piani di rilancio europei, della volontà di reindustrializzazione di Donald Trump, del calo della deflazione in Cina e della riduzione del rischio commerciale globale, ma anche dei finanziari (migliore crescita europea, prospettiva di unione dei capitali in Europa, deregolamentazione negli Stati Uniti).

Il 2025 doveva essere diverso dal 2024. Non è stato così negli Stati Uniti, dove poche aziende a grande capitalizzazione hanno dominato ancora una volta il mercato, e con mercati che si sono comportati in modo completamente differente in Europa e Cina. Il 2026 dovrebbe essere diverso dal 2025, pur offrendo dinamiche simili. Tra i denominatori comuni che dovrebbero continuare, segnaliamo la sovraperformance delle aziende a grande capitalizzazione, in particolare negli Stati Uniti e in Cina, vicine al governo, in grado di guadagnare quote di mercato e con maggiori risorse da investire, in particolare nell'IA. In Europa, il destino dei grandi gruppi dipenderà più dall'euro e dal commercio mondiale. In ogni caso, l'attenzione di Donald Trump sul livello dell'indice S&P 500, la bassa valutazione dei mercati di Europa e Cina e il livello di risparmio di europei e cinesi (così come i tagli fiscali negli Stati Uniti che avvantaggiano i più abbienti, che sono i maggiori investitori



in azioni statunitensi) potrebbero fungere da reti di sicurezza in caso di crolli massicci dei prezzi.

Il 2026 potrebbe anche riservare una serie di sorprese:

- Donald Trump imporrà nuovi dazi doganali se la Cina non seguirà le sue richieste? Inizierà un conflitto con lo scopo di allontanare Nicolas Maduro dal potere in Venezuela?
- Il futuro presidente della Federal Reserve sarà preso sul serio dai mercati?
- Gli investimenti nell'IA proseguiranno?
- Avremo la pace in Ucraina?
- La Germania sbloccherà gli investimenti promessi all'inizio del 2026?
- Jordan Bardella diventerà primo ministro o presidente della Francia?

Purtroppo l'elenco non è esaustivo e sono prevedibili numerosi sconvolgimenti, fonti di preoccupazioni e volatilità, ma anche di opportunità per gli investitori ben informati.

## La corsa agli investimenti nell'intelligenza artificiale continuerà?

**Anthony Toupin**

Senior Research Analyst - Global Investment Research

Gli annunci di investimenti astronomici nell'intelligenza artificiale (IA) hanno dominato il 2025, facendo aleggiare lo spettro di una bolla speculativa sul settore tecnologico. Tuttavia, la nostra analisi ridimensiona questo rischio, con prospettive che restano costruttive per i giganti delle infrastrutture digitali e i fornitori di semiconduttori. La chiave per gli investitori rimarrà la selettività, privilegiando la solidità finanziaria e le opportunità di crescita realistiche rispetto ad annunci sensazionalistici.

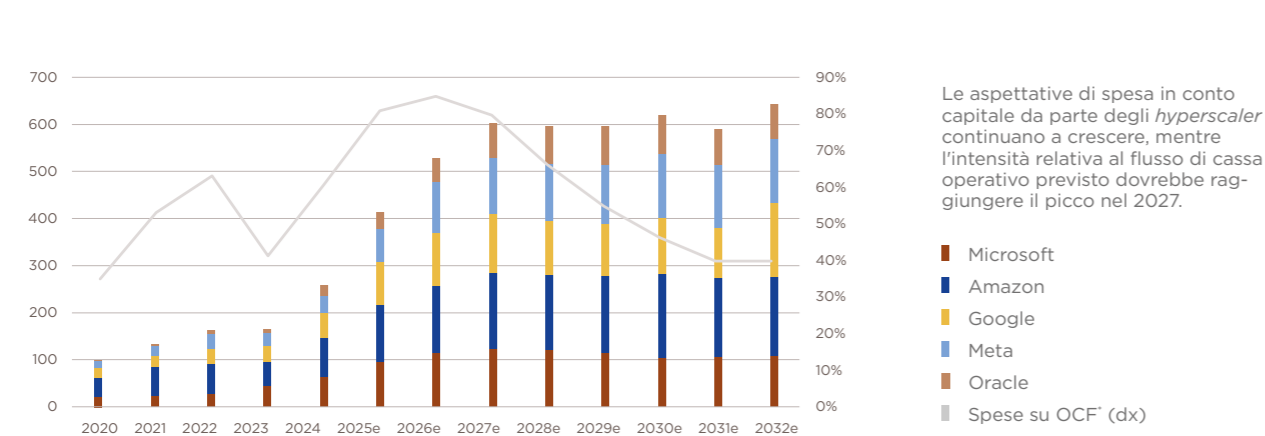
Il 2025 è stato caratterizzato da numerosi sviluppi nel settore tecnologico, in particolare nell'ambito dell'intelligenza artificiale (IA). A partire da gennaio, l'annuncio dell'introduzione di un modello cinese di IA a basso costo, ovvero DeepSeek, ha sconvolto l'ecosistema occidentale, sollevando domande sul reale ritorno degli investimenti realizzati dagli *hyperscaler* (grandi società del cloud). Sebbene il mercato abbia inizialmente accolto questa notizia negativamente, l'effetto DeepSeek è stato di breve durata. Il suo arrivo ha finito per essere un catalizzatore positivo per il tema dell'IA, proprio come il paradosso di Jevons: costi di sviluppo più bassi aumenteranno naturalmente l'adozione dell'IA nel lungo termine, come è avvenuto alla fine del XIX secolo, quando l'introduzione di una macchina a vapore più economica in termini di consumo di carbone ha paradossalmente decuplicato il consumo di quest'ultimo, portando all'adozione generalizzata di tali macchine.

Questo timore di breve durata non ha quindi messo in discussione la traiettoria al rialzo delle aspettative di spesa in conto capitale da parte degli *hyperscaler*, che sembrano più preoccupati dalla prospettiva di perdere terreno rispetto alla concorrenza che dall'obiettivo di un ritorno sull'investimento a breve termine. A questo proposito, mentre il consenso di mercato prevedeva nel 2024 una spesa in conto capitale da parte dei giganti del cloud tra il 2025 e il 2027 nell'ordine di 620 miliardi di dollari (pari al 12% dei loro ricavi attesi nel periodo), le aspettative sono ora passate a 1.700 miliardi di dollari, pari a quasi il 30% dei ricavi attesi.



**Grafico 1 — Spese previste all'anno in capitale fisso per *hyperscaler* e in relazione al flusso di cassa operativo (periodo 2020-2032e)**

Importo in miliardi di dollari  
\*OCF: flussi di cassa operativi

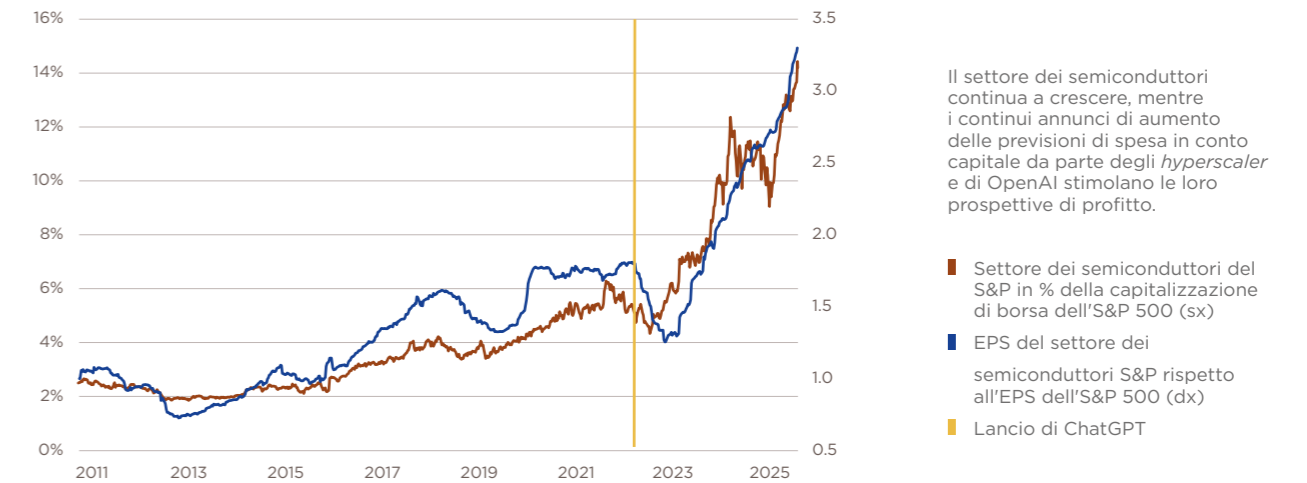


Edmond de Rothschild, Bloomberg

Questo forte aumento delle aspettative di spesa in conto capitale si è tradotto in un marcato apprezzamento delle quotazioni dei fornitori di tecnologie *hardware* per l'IA, in particolare dei titoli dei semiconduttori. Questi ultimi hanno registrato ancora una volta una sovraperformance nel 2025: il SOX, indice globale dei titoli dei semiconduttori, ha sovraperformato l'indice MSCI World del 22% alla fine di novembre (+42% contro +20% in dollari). Inoltre, questo settore che storicamente ha rappresentato il 2-4% dell'indice S&P 500 per 20 anni, è passato solo negli ultimi tre anni al 14% dell'indice.

I titoli dei semiconduttori, identificati come i beneficiari immediati di queste spese in conto capitale, continuano quindi a trarre vantaggio dal continuo aumento delle spese previste per stimolare la crescita dell'IA, indipendentemente dal ritorno sull'investimento per gli *hyperscaler* a più lungo termine. Nvidia, attuale leader nel settore dei processori grafici per l'IA, ha recentemente rivelato di prevedere che la spesa in conto capitale per l'IA raggiungerà oltre 3.000 miliardi di dollari all'anno entro il 2030, sollevando così interrogativi su un contesto di "iper-spesa" e quindi sulla potenziale formazione di una bolla di mercato attorno al tema dell'IA.

**Grafico 2 — Peso dei semiconduttori nell'indice S&P 500, rispetto all'andamento delle previsioni degli utili per azione del settore, in relazione a quelle dell'indice**



Edmond de Rothschild, Bloomberg

**Una corsa alle spese in accelerazione, al di là degli *hyperscaler***

Questa tendenza si è recentemente accentuata in seguito a diversi annunci di partnership tra alcuni giganti tecnologici volti a sviluppare ulteriori capacità di data center per l'IA, con OpenAI, autore di ChatGPT, come denominatore comune.

Al momento della stesura di questo articolo, OpenAI sarebbe impegnata nel finanziamento di oltre 1.500 miliardi di dollari in capacità di data center e infrastrutture cloud, pari a 26 GW di capacità destinate all'IA, che si aggiungono all'obiettivo di 10 GW nell'ambito del progetto Stargate annunciato all'inizio dell'anno. Questi impegni rappresentano quasi quattro volte il consumo di punta della città di New York. Questo in un contesto in cui OpenAI dovrebbe realizzare meno di 20 miliardi di ricavi nel 2026 e ha dichiarato di non aspettarsi di essere redditizia prima del 2029. Al di là di questi importi astronomici, i timori principali riguardano in particolare la crescente circolarità di questi finanziamenti: OpenAI dovrà finanziare gli acquisti di chip Nvidia, AMD, Broadcom, ecc. attraverso finanziamenti di Nvidia, AMD e altri suoi fornitori oppure esistono altri modi per OpenAI di finanziare questi ingenti impegni in termini di capacità di data center?

Certo, l'aumento delle preoccupazioni da parte degli investitori sulla potenziale formazione di una bolla speculativa attorno ai titoli dell'IA resta inevitabile, data la natura sempre più circolare degli investimenti



## AZIONI

previsti nell'IA. Tuttavia, riteniamo debbano essere tenuti distinti, da un lato, i giganti del cloud che in questa fase finanziano l'espansione delle capacità dei data center attraverso abbondante liquidità e, dall'altro, OpenAI, i cui impegni con le società produttrici di chip rimangono impossibili da finanziare con livelli di liquidità finora inesistenti.

### Cosa prevede Sam Altman, CEO di OpenAI?

Riteniamo che Sam Altman abbia adottato una classica strategia di finanziamento aggressivo a breve termine per lo sviluppo della sua offerta di IA "a tutti i costi" con l'obiettivo di:

- Puntare su una forte fidelizzazione dei propri utenti non paganti, che ammontano a oltre 800 milioni alla settimana, con l'obiettivo di rendere i servizi di OpenAI (ChatGPT, Sora, Dall-E, ecc.) indispensabili per questi ultimi, che saranno così disposti a pagare in futuro per questo servizio.
- Rendere OpenAI stessa indispensabile per le aziende produttrici di semiconduttori e per il settore tecnologico, alla luce degli impegni assunti, fino a diventare "too big to fail". Lo stesso Sam Altman ha recentemente dichiarato: "Non mi interessa se spendiamo 500 milioni, 5 o 50 miliardi di dollari all'anno, (...) stiamo creando una superintelligenza e ne vale assolutamente la pena".

La sfida attuale del settore tecnologico dipende quindi dalla capacità di OpenAI di finanziare i propri progetti di espansione e monetizzazione dell'IA.

### Quali prospettive?

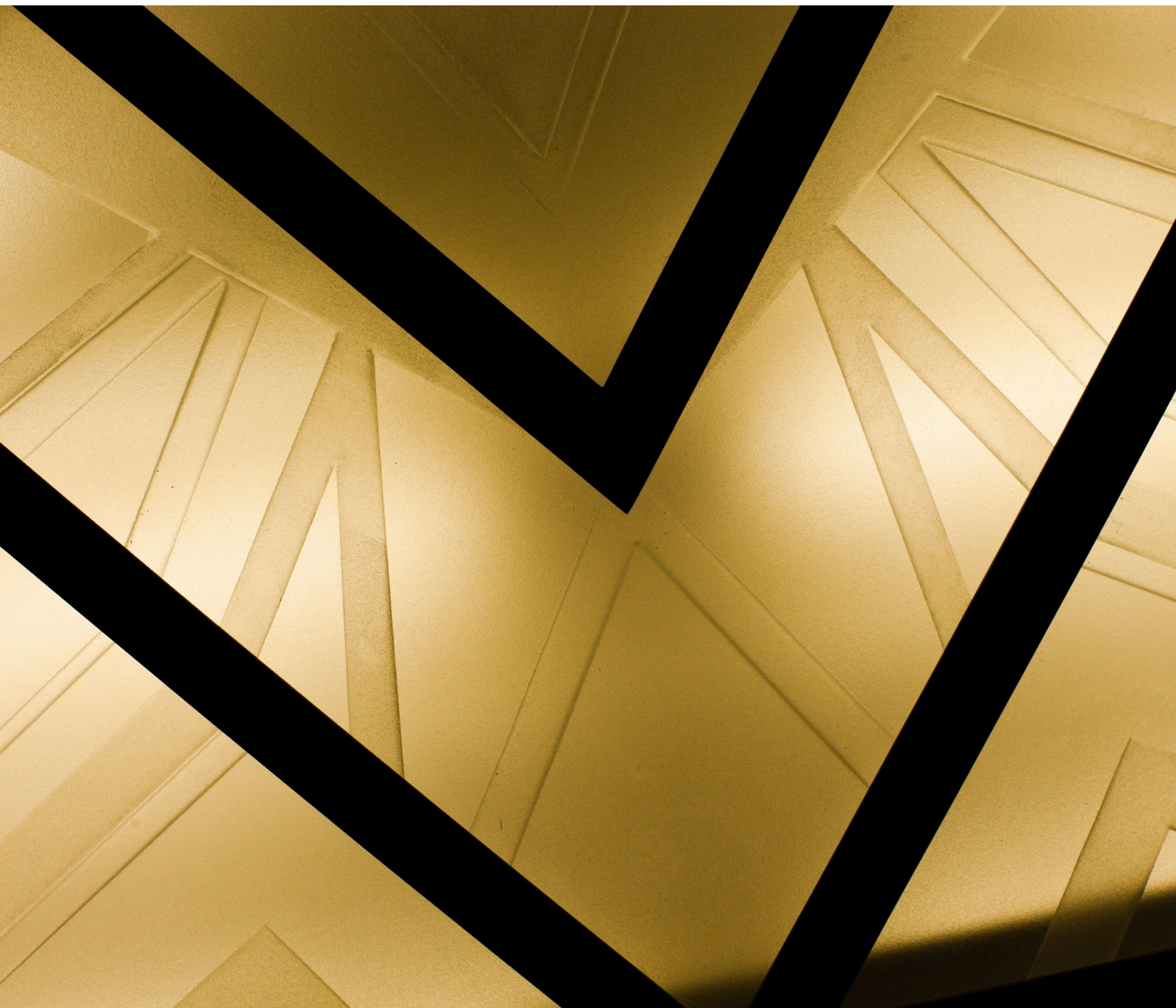
A più lungo termine, e al di là di OpenAI, continuiamo a essere ottimisti sul potenziale di monetizzazione dell'IA in tutti i settori e attività. Inoltre, l'adozione dell'IA dovrebbe rivelarsi diversa dagli ultimi grandi cicli di investimento: l'introduzione del 4G nel 2010 ha richiesto quasi 1.500 miliardi di spese in conto capitale cumulative da parte delle società di telecomunicazioni e 3.300 miliardi di vendite di smartphone affinché il suo utilizzo diventasse comune. L'IA, al contrario, è già pronta per essere utilizzata dagli utenti finali: basta uno smartphone o un accesso a internet per poterla utilizzare, mentre le spese in conto capitale servono a migliorare i modelli esistenti piuttosto che a creare un'infrastruttura presso gli utenti. Infine, le applicazioni più popolari dell'era del 4G, come Instagram, TikTok, Spotify o Uber, sono arrivate solo pochi anni dopo l'introduzione di quest'ultima: le applicazioni di punta dell'era dell'IA potrebbero essere solo agli inizi.

Infine, secondo recenti studi, l'importo totale degli investimenti realizzati nell'IA dalle società tecnologiche statunitensi rappresenterebbe solo l'1,4% del PIL in questa fase, contro picchi di cicli di investimento passati che hanno raggiunto il 4-5% del PIL.

**Nel medio termine, continuiamo a ritenere che la tendenza della spesa in conto capitale rimarrà al rialzo, data la necessità dei leader tecnologici di aumentare il proprio dominio nell'ambito dell'IA.**

Questa dinamica dovrebbe consentire di mantenere nel lungo termine la traiettoria al rialzo delle revisioni delle aspettative di ricavi e utili per il settore nei prossimi anni, mentre gli *hyperscaler* stanno già iniziando ad annunciare l'impatto positivo dei loro investimenti nell'IA sulla dinamica delle loro attività tradizionali, in particolare sul cloud e sulle attività esposte ai consumatori: social network, e-commerce, ricerca online, pubblicità, ecc.

**Certo, esistono dei rischi a più lungo termine** relativi all'entità di questi annunci di investimenti, che potrebbero essere rivisti al ribasso in futuro, ma siamo ancora ben lontani da questo stadio. Gli investitori devono quindi continuare a diversificare al di là del settore tecnologico e rimanere selettivi. **Da un punto di vista fondamentale, il ciclo dell'IA dovrebbe continuare a sostenere i titoli tecnologici nel breve termine, giustificando così una visione costruttiva reiterata sul settore, che richiede però vigilanza nel medio e lungo termine.**



Philippe Druillet (nato nel 1944), applique luminosa, ordine speciale per i saloni della banca, Parigi, Francia.

# Focus speciale: oro



# L'oro ha raggiunto il picco?

**Guilhem Savry**

Head of Strategy Research, Global Investment Research

**Jean-Marc Guillot**

Group Treasurer

Bene rifugio per eccellenza, dagli anni '90 l'oro offre una performance solida abbinata a una volatilità moderata. Questo aumento è consolidato dal cambiamento della domanda, guidata da circa dieci anni dalla strategia di de-dollarizzazione avviata dalle banche centrali delle potenze emergenti. Ecco perché la brusca correzione dell'ottobre 2025 non deve impedire agli investitori di mantenere una riserva in oro, pilastro di un'efficace strategia di diversificazione del portafoglio, soprattutto in un contesto di incertezza.

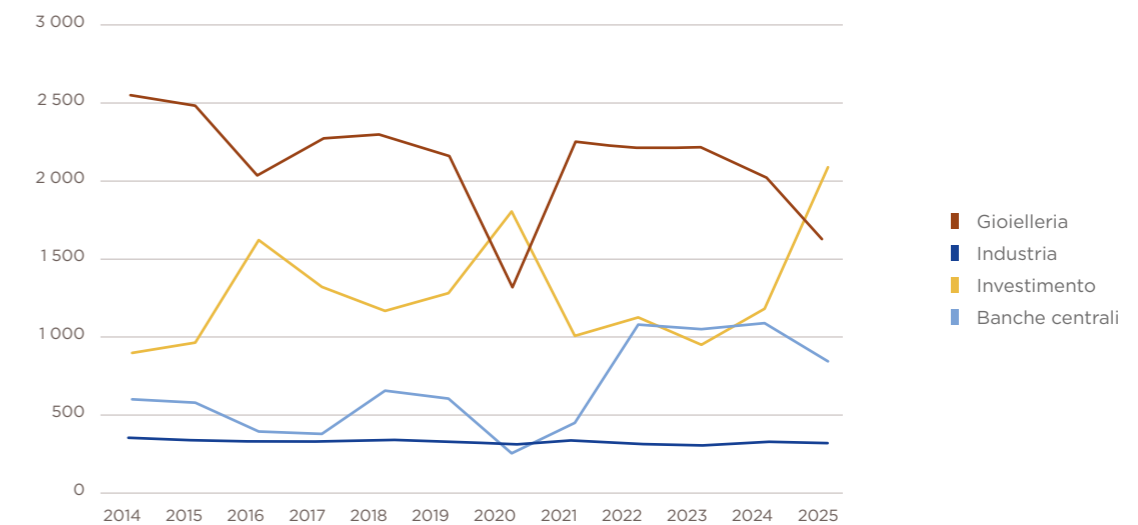
## Un asset a parte

L'oro si è affermato come un bene imprescindibile nella costruzione di un portafoglio. Storicamente, la combinazione tra la sua natura di bene tangibile, la sua rarità e la sua moderata volatilità lo ha elevato al rango di bene rifugio di riferimento, promettendo agli investitori diversificazione e protezione. Il metallo giallo ha così acquisito progressivamente uno status consolidato di asset di decorrelazione. Da decenni offre infatti protezione in caso di inflazione e in periodi di stress sui mercati finanziari. Inoltre, nel lungo periodo, la sua performance risulta simile a quella degli asset più rischiosi, come le azioni globali e il credito ad alto rendimento, ma sempre con una volatilità inferiore. Così, dal 1990, la sua performance annualizzata si attesta al 7% contro il 7,9% dell'indice MSCI World in dollari.

## Mutamento della domanda

L'offerta di oro è aumentata del 10%, raggiungendo 4.957 tonnellate tra il 2014 e il 2024. L'estrazione mineraria, relativamente stabile, è cresciuta solo del 6%, mentre l'offerta proveniente dal riciclaggio è cresciuta del 20%. Gli acquirenti di questo metallo prezioso si dividono essenzialmente in quattro categorie: il settore della gioielleria, l'industria (in particolare quella informatica per i componenti elettronici), le banche centrali per le loro riserve e gli investitori internazionali. I dieci anni dal 2014 al 2024 mostrano una chiara evoluzione della ripartizione della domanda. Il settore della gioielleria registra un calo del 20%, con l'aumento dei prezzi che limita l'accesso al mercato per una parte della clientela. L'industria nel suo insieme ha ridotto i consumi dell'8%. I pilastri della crescita sono quindi chiaramente le banche centrali (+81% a 1.089 tonnellate) e gli investimenti (+32% a 1.180 tonnellate), quasi esclusivamente sotto forma di lingotti e monete.

**Grafico 1 – Evoluzione della domanda di oro in tonnellate**



Edmond de Rothschild, Bloomberg, World Gold Council al 30.09.2025

Sulla scia della crisi in Ucraina e del congelamento dei beni in dollari della banca nazionale russa, la domanda delle banche centrali per il metallo giallo è nettamente aumentata. Dal 2022, la quota dell'oro nelle loro riserve è passata dal 14,7% al 22,8%, rappresentando la seconda più grande allocazione dopo il dollaro. Non sorprende che questo aumento sia dovuto principalmente alle banche centrali dei paesi emergenti nell'ambito della loro strategia di de-dollarizzazione, chiaramente affermata durante il vertice BRICS<sup>1</sup> a Johannesburg nel 2023.

Infatti, negli ultimi dieci anni, le banche centrali di Cina, Brasile e India hanno tutte aumentato sensibilmente la loro allocazione in oro, con incrementi in volume (tonnellate d'oro) rispettivamente del 29%, 93% e 57%. Il peso della Banca centrale cinese nelle riserve totali (oro e valute) è pari al 23% delle riserve complessive di tutte le banche centrali. Tuttavia, per quanto riguarda esclusivamente l'oro, possiede solo il 7,1% di quello detenuto dall'insieme delle banche centrali. Di conseguenza, il processo di aumento della quota dell'oro non sembra ancora concluso. Al contrario, questa tendenza è destinata a proseguire, mentre cresce una reale sfiducia nei confronti del debito dei paesi sviluppati e si insinuano dubbi sul dollaro come valuta di riserva. Le turbolenze dell'amministrazione Trump dal suo insediamento hanno spinto le banche centrali e gli investitori a cercare alternative per diversificare i propri asset oltre il dollaro e i titoli del Tesoro statunitense.

<sup>1</sup> L'acronimo BRICS indica il raggruppamento di paesi di grande importanza: in origine Brasile, Russia, India e Cina.

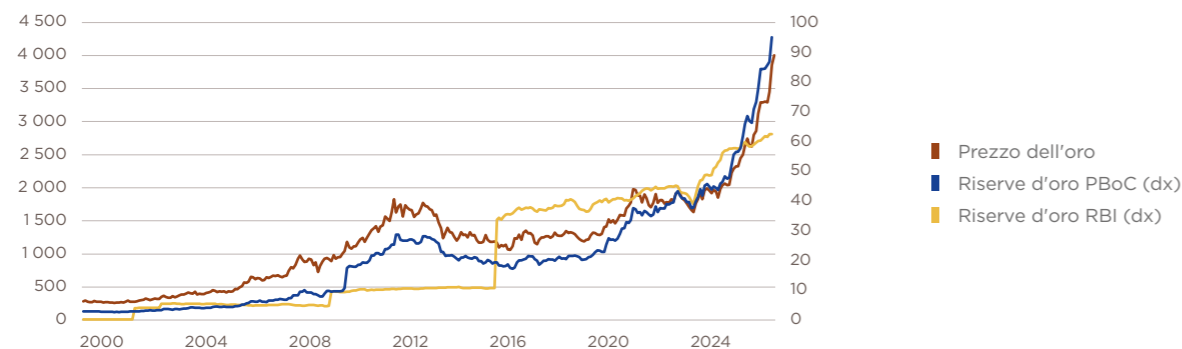


### Il bene rifugio di riferimento

In ogni periodo di stress sul piano geopolitico, l'oro si afferma nuovamente presso gli investitori come bene rifugio di riferimento. È considerato uno strumento in grado di ridurre il rischio complessivo del portafoglio e, grazie al suo effetto di decorrelazione, offre una protezione della performance in caso di crollo dei mercati finanziari. Quest'anno, le incertezze della politica dei dazi doganali nel quadro della guerra economica condotta da Donald Trump hanno sostenuto il prezzo del metallo giallo. La mancanza di una soluzione al conflitto russo-ucraino e la fragilità della situazione in Palestina hanno rafforzato la tematica dei beni rifugio. In tale contesto, l'oro svolge appieno il suo ruolo e si impone come principale alternativa al dollaro. Detenuto in forma fisica, si colloca al di fuori del perimetro di fallimento degli istituti bancari, il che rafforza la sua attrattiva in un periodo di dubbi sul sistema finanziario internazionale. Il sostegno al prezzo dell'oro sembra stabile e difficilmente scomparirà presto, a causa della frammentata situazione globale.

### Grafico 2 – Andamento dei prezzi dell'oro e delle riserve delle banche centrali di Cina (PBoC) e India (RBI)

Prezzo in dollari per oncia, riserve d'oro in miliardi di dollari



Edmond de Rothschild, Bloomberg al 30/09/2025

### I buoni periodi non possono durare per sempre

Dal 1° gennaio 2022, il prezzo dell'oro è salito da 1.814 a 4.000 dollari, pari a un aumento lordo del 120% e su base annua del 22,8%. Questo livello rappresenta più del doppio della performance annualizzata dell'MSCI World nello stesso periodo, che raggiunge il 10,4% in dollari. Se questa crescita eccezionale è spiegabile con i fattori sopra descritti, il ritmo degli ultimi mesi è motivo di preoccupazione. Il rischio di inflazione, la sfiducia nei confronti del dollaro e i timori di un conflitto più ampio non bastano a giustificare il rapido aumento del prezzo dell'oncia d'oro. La spiegazione risiede altrove e

più precisamente nel principale pilastro della domanda nel 2025: l'investimento con una quota elevata di Exchange Traded Funds (ETF, fondi negoziati in Borsa). Infatti, nei primi tre trimestri di quest'anno, gli acquisti di ETF garantiti da oro fisico hanno rappresentato l'equivalente di 618,8 tonnellate d'oro. Lo stock totale di ETF è aumentato del 19,2% in questi nove mesi, raggiungendo 3.837,7 tonnellate.

Le partecipazioni in ETF sono per loro natura volatili, poiché questi strumenti sono molto spesso utilizzati a fini di *trading* o per operazioni tattiche. Molti speculatori dell'ultimo minuto sono così saliti sulla giostra dell'oro, trascurando il rischio di montagne russe. I primi segnali di un miglioramento delle relazioni sino-americane hanno indebolito il tema dell'oro come bene rifugio, mentre la brutalità della prima ondata di correzione ha generato un effetto valanga, con gli ultimi arrivati che hanno cercato di limitare le perdite.

### Accumulare sui ribassi

In sintesi, l'incertezza e il livello di stress dovrebbero rimanere elevati sotto la presidenza Trump e alla luce della divisione geopolitica del mondo. Inoltre, la tendenza delle banche centrali a diversificare le loro riserve, allontanandosi dal dollaro statunitense e privilegiando la detenzione di oro, è chiaramente destinata a durare nel tempo. Ad esempio, la Banca centrale della Polonia ha recentemente rivisto il proprio obiettivo, passando dal 20% al 30% per la quota di riserve auree. Infine, il mondo degli investimenti sembra aver preso coscienza del fatto che non può ignorare impunemente la decorrelazione apportata da una quota in oro in un portafoglio. Il brusco calo osservato alla fine di ottobre è dovuto in gran parte al panico e al tentativo disordinato di minimizzare le perdite degli investitori a breve termine. Una volta eliminato l'eccesso di ETF, gli operatori a lungo termine potrebbero approfittare di un livello di ingresso più favorevole per acquistare nuovamente oro. La prossima fase di mercato sarà meno rapida e meno estrema, ma sarà orientata al rialzo. In questo contesto, riteniamo che detenere strategicamente oro in un portafoglio diversificato sia del tutto giustificato.



# L'oro fra luci e ombre: come conciliare un bene rifugio con la sostenibilità

**Eric de Tessières**

Group Chief Sustainability Officer

Bene rifugio per eccellenza, l'oro ritrova un posto centrale nei portafogli d'investimento. Ma dietro al suo splendore, il metallo giallo è oggi al centro di controversie sociali, ambientali ed etiche che lo rendono un bene ad alto rischio reputazionale. Tra estrazione illegale, inquinamento da mercurio e catene di approvvigionamento poco trasparenti, sorge spontanea una domanda: è ancora possibile investire in oro in modo sostenibile?

## Un bene rifugio tornato a essere imprescindibile

In un mondo caratterizzato da volatilità finanziaria, tensioni geopolitiche e inflazione persistente, l'oro si afferma nuovamente come pilastro della gestione patrimoniale. La sua bassa correlazione con i mercati azionari e obbligazionari e la sua liquidità universale lo rendono uno strumento di diversificazione apprezzato.

Per l'investitore attento alla resilienza del proprio portafoglio, ignorare l'oro sembra quindi difficile. La "vecchia reliquia barbarica" cara a Keynes non è mai stata tanto di moda come oggi.

Ma questa rilevanza economica ha anche un rovescio della medaglia: il metallo giallo è al centro di importanti questioni sociali e ambientali.

## Dietro il bagliore, l'ombra delle pratiche illegali

Un'inchiesta estremamente dettagliata del *Financial Times* ("The Illegal Gold Rush Sweeping the World", agosto 2025) rivela la portata di una corsa mondiale all'oro illecito. Dal bacino amazzonico alle savane dell'Africa australe, reti criminali sfruttano siti clandestini, spesso a costo della deforestazione, dell'inquinamento da mercurio e di condizioni di lavoro indegne.

In alcuni paesi produttori, in particolare in America latina, tali pratiche pesano molto. Sempre secondo il *Financial Times*, oltre il 40% delle esportazioni di oro del Perù provrebbe da filiere illegali o informali. Queste attività non si accontentano di alimentare il contrabbando: talvolta finanziano gruppi armati e circuiti di riciclaggio (Global Initiative Against Transnational Organized Crime, 2024).

Le conseguenze umane e ambientali sono notevoli. Un altro sondaggio del *Financial Times* ("The Amazonians Poisoned by the Illicit Gold

Trade", ottobre 2025) documenta la contaminazione da mercurio delle popolazioni amazzoniche, che influisce in modo duraturo sulla salute delle comunità locali e sulla biodiversità regionale. Diversi studi stimano che fino al 25% della produzione mondiale di oro potrebbe provenire da filiere artigianali o informali che sfuggono ai controlli.

Investire in oro indiscriminatamente significa esporsi a rischi di conformità, reputazione e sostenibilità. Queste sfide vanno oltre la sola sfera della sostenibilità: riguardano direttamente la qualità degli attivi detenuti e la credibilità delle istituzioni finanziarie che li sostengono.

## Strade per un oro più responsabile e tracciabile

Rinunciare all'oro non è la soluzione: la sua funzione di diversificazione e protezione resta strategica. Al contrario, distinguere le filiere sostenibili e tracciabili dalle filiere contestabili diventa una necessità. Numerose iniziative internazionali vi contribuiscono.

La London Bullion Market Association (LBMA) impone, attraverso la sua Responsible Gold Guidance (versione 9, 2023), obblighi rigorosi di due diligence a tutte le raffinerie accreditate. Queste ultime devono garantire la completa tracciabilità dei loro approvvigionamenti e verificare che l'oro non provenga da zone di conflitto o da pratiche illegali.

Il World Gold Council, da parte sua, ha aggiornato i suoi Responsible Gold Mining Principles (2022), un quadro completo che copre i diritti umani, la protezione della biodiversità, la governance e la lotta alla corruzione. Questi principi fungono da riferimento per numerose società minerarie industriali, consentendo loro di allineare le proprie pratiche agli standard ESG riconosciuti a livello internazionale.

A questi quadri si aggiungono diverse certificazioni indipendenti, come Fairmined, Fairtrade Gold o Swiss Better Gold, che certificano aziende artigianali rispettose delle comunità locali e dell'ambiente. Anche lo sviluppo dell'oro riciclato, derivante dal ritrattamento di gioielli o componenti elettronici, rappresenta un percorso promettente: nel 2024 rappresentava circa il 30% dell'approvvigionamento mondiale, pari a 1.370 tonnellate (+11% in un anno, secondo il World Gold Council nel 2025).

**Inoltre, la tracciabilità si impone oggi come una sfida importante per il settore aurifero. Dietro lo splendore del metallo, gli investitori cercano ormai una certezza: sapere da dove viene l'oro che detengono.**

Le filiere corte si basano su un modello più diretto, più trasparente e più equo. Collegano infatti senza inutili intermediari le cooperative minerarie artigianali, le raffinerie e gli acquirenti finali. Riducendo il numero di attori, questi circuiti limitano il rischio di miscelazione tra oro legale e oro illegale, migliorando al contempo la remunerazione delle comunità locali. L'ONG svizzera SwissAid, pioniera in questo settore, accompagna da oltre un decennio la strutturazione di queste filiere in



Perù, Bolivia o Burkina Faso. Aiutando i minatori a formalizzare la loro attività, ad adottare migliori pratiche ambientali e a commercializzare la loro produzione tramite partner certificati, contribuisce a costruire una catena di approvvigionamento breve, tracciabile e socialmente responsabile. Programmi simili, sostenuti dalla Swiss Better Gold Association, mettono in contatto diretto i produttori artigianali e le raffinerie svizzere, garantendo così una tracciabilità sul campo basata sulla fiducia e sulla trasparenza.

**La nostra convinzione: selezionare piuttosto che escludere**

In Edmond de Rothschild siamo convinti che la finanza sostenibile non si riduca all'esclusione. Consiste nel distinguere i flussi virtuosi da quelli distruttivi e nell'orientare i capitali verso i primi.

Applicato all'oro, questo approccio si traduce in una selezione rigorosa: privilegiare produttori e raffinatori certificati, circuiti di tracciabilità controllati e veicoli di investimento sostenuti da oro riciclato o responsabile.

Investire nell'oro sostenibile non elimina tutte le controversie, ma permette di conciliare il valore rifugio del metallo giallo con le esigenze contemporanee di sostenibilità. È anche un modo per esercitare un'influenza positiva: ogni grammo di oro investito in una filiera responsabile contribuisce a rafforzare la trasparenza e la resilienza di un settore in piena trasformazione.

**Privilegiare un oro più etico**

L'oro mantiene un ruolo essenziale nella costruzione di portafogli solidi. Ma in un momento in cui la sostenibilità diventa un imperativo strategico, la questione non è più se investire in oro, ma in quale oro investire.

Privilegiando le filiere tracciabili, verificate e certificate, l'investitore contribuisce non solo a proteggere il proprio patrimonio, ma anche a trasformare un settore in cui la trasparenza diventa vitale.

Crediamo che sia possibile riconciliare tradizione e responsabilità: fare dell'oro non un bene da escludere, ma un bene da selezionare con discernimento. Perché in un mondo alla ricerca di un senso, ogni grammo di oro investito invia un segnale: quello del futuro che vogliamo costruire.





Dettaglio architettonico della nostra nuova sede legale nel cuore dell'ecoquartiere dell'Etang, Ginevra, Svizzera.

# Obbligazioni



# Un nuovo contesto per le obbligazioni

**Guilhem Savry**

Head of Strategy Research, Global Investment Research

Nel 2025, le banche centrali hanno proseguito i loro cicli di allentamento, consentendo all'economia di decelerare senza intoppi. Tuttavia, i tassi a lungo termine degli Stati sono cresciuti a causa di una crescente diffidenza rispetto alle traiettorie delle finanze pubbliche. Di conseguenza, le curve dei tassi si sono irripidite. Dal punto di vista delle imprese, il ciclo di investimenti legato all'intelligenza artificiale (IA) ha ripercussioni significative sul mercato del credito, poiché la maggior parte delle nuove emissioni proviene da imprese collegate a questo ciclo senza precedenti.

## Le curve dei rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero rimanere elevate nel 2026

Il 2025 ha visto un significativo aumento della curva dei tassi dei titoli di Stato per due ragioni:

- Il proseguimento del ciclo di allentamento monetario che ha consentito il calo dei tassi a breve termine in tutto il mondo, ad eccezione del Giappone.
- Una politica fiscale poco restrittiva, sia negli Stati Uniti che in Europa, che mantiene livelli di deficit elevati e limita la riduzione del debito rispetto al PIL.

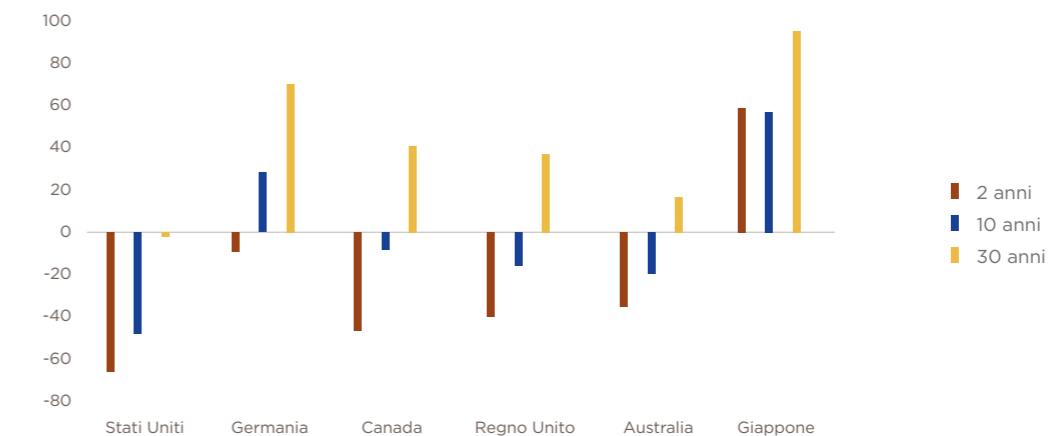
Quest'ultimo elemento ha portato gli investitori a richiedere un premio per finanziare gli Stati nel lungo termine, determinando un aumento non trascurabile dei tassi a 30 anni. Questo aumento delle scadenze lunghe riflette infatti le incertezze generali sulle finanze pubbliche di alcuni paesi che peserebbero sulla propensione degli investitori ad acquistare titoli di Stato, in particolare quelli con scadenze molto lunghe (grafico 1). Potrebbero entrare in gioco anche altri fattori, come la riduzione in corso del bilancio delle banche centrali. Infine, l'irripidimento della curva dei tassi avviene in un momento in cui le emissioni di debito pubblico rimarranno sostenute, con un forte fabbisogno di rifinanziamento e nuovi investimenti pubblici (in particolare nel settore della difesa in Europa) da sovvenzionare.

Mentre il ciclo di allentamento monetario volge al termine in Europa, Canada e Regno Unito e il mercato anticipa circa tre o quattro tagli dei tassi da parte della Federal Reserve (Fed) entro la fine del 2026, riteniamo che il percorso delle finanze pubbliche in Europa e negli Stati Uniti sarà il fattore più importante nel determinare l'andamento dei tassi a lungo termine nel 2026. Infatti, il premio di inflazione e il premio di crescita sono attualmente relativamente stabili e lo scenario

centrale di moderato rallentamento dell'economia degli Stati Uniti sembra ben radicato nel corso delle obbligazioni statunitensi. In questo contesto, prevediamo il proseguimento dell'irripidimento della curva dei rendimenti, che ridurrà l'attrattiva delle obbligazioni sovrane in un portafoglio bilanciato, tanto più che il loro carattere difensivo diminuisce con l'aumentare del premio a termine, riducendo i vantaggi della diversificazione della loro esposizione.

## Grafico 1 — L'irripidimento delle curve dei tassi si è accentuato quest'anno in tutto il mondo

Variazione dall'inizio dell'anno in punti base (pb)



Edmond de Rothschild, Bloomberg

## Un rischio di credito ancora moderato

Per il 2026, tenendo conto dei livelli molto bassi dei differenziali (o *spread*) creditizi, prossimi a quelli del 2007, e dei due recenti fallimenti (Tricolor e First Brand) negli Stati Uniti, **si pone la questione del rischio sistemico, così come quella del contagio alle imprese con rating più elevato qualora un segmento del credito legato ai prestiti e ai crediti privati dovesse essere colpito da un aumento significativo dei casi di insolvenza**. Benché sia più difficile rispondere concretamente al rischio sistemico legato al credito privato che, per definizione, non è monitorato o lo è solo in misura limitata dagli organismi di regolamentazione, riteniamo che i recenti eventi siano in gran parte sporadici, specifici e poco suscettibili di rappresentare la punta dell'iceberg di un ciclo globale negativo. Infatti, il calo dei tassi e gli importanti rifinanziamenti sui mercati delle obbligazioni ad alto rendimento e dei prestiti sindacati hanno recentemente ridotto i rischi di insolvenza a breve termine, mentre i prossimi tagli dei tassi da parte della Fed ridurranno ulteriormente il costo di finanziamento delle nuove obbligazioni.



## OBBLIGAZIONI

A riprova di ciò, i tassi di insolvenza delle obbligazioni e dei prestiti ad alto rendimento nel 2024 erano rispettivamente dell'1,5% e del 4,5%, mentre negli ultimi dodici mesi sono stati dell'1,4% e del 3,5%. Il dato è molto basso per le obbligazioni high yield (la media a lungo termine per queste ultime è di circa il 3%) e in calo sul mercato dei prestiti su base annua.

Per quanto riguarda i rischi di contagio del credito con leva finanziaria al mercato delle obbligazioni con rating più elevato, i dati recenti non destano preoccupazione. I flussi verso i fondi e gli ETF (Exchange Traded Funds, o fondi quotati in Borsa) sono stati importanti e positivi da diversi mesi. Ciò suggerisce che gli investitori distinguono tra i diversi segmenti, piuttosto che preoccuparsi dell'intero mercato. Inoltre, le differenze di prezzo relative tra i diversi rating sottolineano anche che gli investitori discriminano tra le qualità creditizie. Pertanto, gli scostamenti tra i rating CCC-B, CCC-BB e B-BB sono ai massimi da quasi tre mesi, poiché gli investitori hanno concentrato le loro inquietudini sui livelli con i rating più bassi. Al contrario, gli scostamenti tra i rating BBB-A e BB-BBB non si allontanano dai recenti trend.

**Ciò conferma che le preoccupazioni relative ai rischi di credito nelle categorie inferiori non dovrebbero avere alcun impatto sul credito con rating elevato. In tale contesto, manteniamo il nostro posizionamento a peso neutrale per quanto riguarda le obbligazioni corporate.**

### **Gli investimenti nell'IA incidono anche sul mercato delle obbligazioni corporate**

Nel 2025, la spesa per investimenti finanziata dal debito ha registrato un'accelerazione e ha continuato a occupare un posto di rilievo in molti segmenti dei mercati del credito. Dall'ascesa del tema dell'IA nel 2022, la maggior parte delle spese di investimento delle grandi aziende tecnologiche è stata finanziata dalle ingenti riserve di liquidità presenti nei loro bilanci.

Negli ultimi trimestri, **sembra che il vento sia cambiato, con i mercati dei capitali di prestito che assumono un ruolo sempre più importante.** Questo cambiamento è visibile in molti segmenti dei mercati del credito: nel mercato degli ABS (dove le emissioni legate ai data center hanno raggiunto i 20 miliardi di dollari dall'inizio del 2025), nel mercato del credito a imprese quotate e non quotate, passando per gli accordi bilaterali di finanziamento dei fornitori. Secondo Goldman Sachs, le emissioni obbligazionarie da parte di società direttamente legate all'IA hanno raggiunto finora nel 2025 quota 141 miliardi di dollari, superando l'offerta lorda di 127 miliardi per l'intero 2024. Gli emittenti tecnologici di questo paniere hanno rappresentato la parte più consistente dell'offerta, con 86 miliardi di dollari, seguiti dalle utility, con 51 miliardi.

**Riteniamo che questa tendenza proseguirà per due motivi. In primo luogo, le disponibilità liquide delle grandi aziende tecnologiche sono diminuite notevolmente, raggiungendo livelli quasi equivalenti a quelli**

**degli emittenti Investment Grade (IG). In secondo luogo, la propensione alla spesa rimane forte, con una crescita degli investimenti che dovrebbe raggiungere il 50% su base annua fino al 2026.** A nostro avviso, l'impatto sui mercati del credito è nel complesso negativo a fronte dell'aumento del debito totale e della diminuzione del rapporto tra flusso di cassa e debito. Sebbene non vi sia ancora motivo di allarmarsi, dati gli elevati flussi di cassa e il basso indebitamento delle grandi aziende tecnologiche, vale la pena monitorare l'evoluzione della composizione del finanziamento delle spese di investimento al di là della liquidità. Il settore tecnologico è quindi importante per questa classe di attivi, con un peso nell'indice *High Yield* Bloomberg che è passato dal 6% all'11% dal 2015.

Inoltre, il ritmo dei progressi nell'intelligenza artificiale determinerà i vincitori e i vinti nel mondo delle imprese, man mano che i nuovi strumenti di IA verranno gradualmente implementati nelle economie globali. Anche le disparità settoriali e regionali, quali l'accesso alla potenza di calcolo, i costi energetici, la regolamentazione e l'ambiente favorevole all'innovazione, svolgeranno un ruolo importante. Secondo uno studio di Moody's del 23 settembre 2025, una progressiva integrazione dell'IA porta a un miglioramento dell'efficienza e dei margini, senza modificare in modo significativo le gerarchie concorrenziali. In caso di progressi più rapidi e sostenuti, il rischio di perdita di competitività per le imprese che tardano ad adattarsi aumenterà, in linea con il concetto di distruzione creativa dell'economista Joseph Schumpeter, e in tal caso le distinzioni all'interno dei settori del credito dovrebbero essere più marcate. Per Moody's, alcuni settori trarranno vantaggi sproporzionati dalla diffusione dell'IA.

**In entrambi gli scenari, sia quello di integrazione rapida che quello più moderato, i vantaggi più significativi legati all'IA si concentrano in un numero limitato di settori. Si tratta in particolare dei fornitori di tecnologie, dei settori ad alta intensità di manodopera come quello assicurativo, logistico e dell'outsourcing dei processi aziendali, nonché dei settori ad alta intensità di dati come quello finanziario, sanitario e dei media. Per contro, alcuni settori si trovano di fronte a limiti strutturali in materia di miglioramenti legati all'IA.**

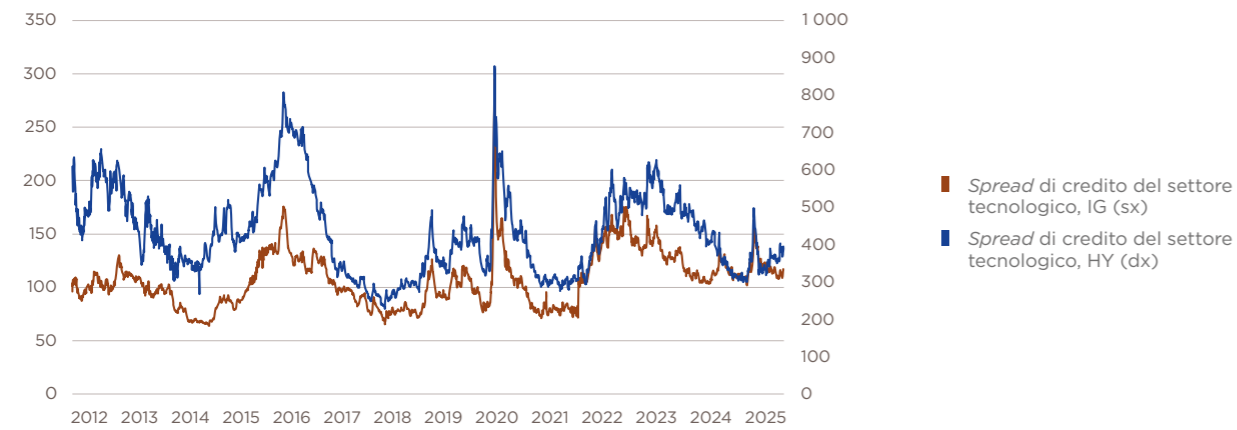
**Settori quali i servizi pubblici, l'industria farmaceutica, il petrolio e il gas, l'industria pesante e le infrastrutture non dovrebbero subire perturbazioni o opportunità significative legate all'IA entro il 2030, anche in uno scenario di rapida evoluzione delle capacità di quest'ultima.** Ciò è dovuto alla dinamica strutturale di questi settori, caratterizzati da lunghi cicli di investimenti e di ricerca e sviluppo.

Inoltre, le disparità regionali svolgeranno un ruolo importante nella distribuzione globale dei benefici dell'IA. I vantaggi dell'adozione dell'IA, infatti, non saranno distribuiti in modo uniforme tra le regioni. Le differenze nel contesto dell'innovazione, dei costi energetici, della regolamentazione e dell'accesso alla potenza di calcolo



determineranno il ritmo e la portata dell'implementazione, producendo risultati divergenti in termini di credito tra i settori. Le economie che dispongono di un ampio bacino di lavoratori qualificati nel settore digitale possono inoltre beneficiare di maggiori guadagni in termini di produttività. D'altro canto, le regioni con carenza di talenti tecnici potrebbero subire un'adozione ritardata o parziale. **In questo contesto in rapida evoluzione e in costante mutamento, riteniamo che gli investimenti nell'IA siano diventati un motore sostenibile dell'offerta di obbligazioni societarie, al pari delle fusioni e acquisizioni.**

**Grafico 2 – Il premio di rischio richiesto dagli investitori sugli emittenti più indebitati del settore tecnologico è aumentato**  
Differenziale di rendimento (*spread*) in punti base (pb)



Edmond de Rothschild, Bloomberg

## Obbligazioni corporate: dove posizionarsi?

**Rami Boustany**

Head of Fixed Income Credit Research - Global Investment Research

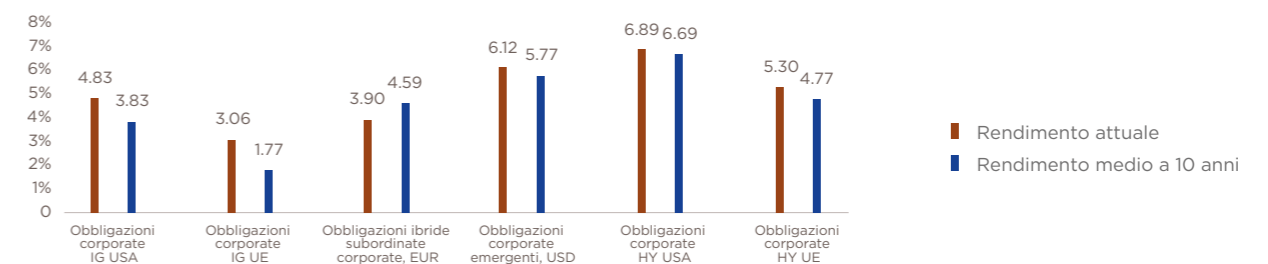
**Dieter Van de voorde, CAIA, CQF, IFID**

Senior Fixed Income Portfolio Manager

Gli *spread* di credito obbligazionari sono in calo da tre anni, il che invita oggi a rivalutare l'interesse di questa classe di attivi. Benché la debolezza degli *spread* renda la valutazione delle obbligazioni vulnerabile a qualsiasi aumento dell'avversione al rischio, i rendimenti assoluti restano superiori alla media storica su dieci anni, offrendo così interessanti opportunità di carry, grazie a tassi d'interesse che restano relativamente elevati negli Stati Uniti e in Europa.

Le obbligazioni *investment grade* statunitensi ed europee hanno registrato rendimenti rispettivi del 4,83% e del 3,06%, contro medie del 4,35% e del 2,65% negli ultimi cinque anni. Le obbligazioni ad alto rendimento (*high yield*) e quelle corporate dei mercati emergenti presentano attualmente rendimenti inferiori di 20-50 punti base rispetto alla media quinquennale, ma restano superiori alla media decennale.

**Grafico 1 – Rendimento attuale rispetto al rendimento medio a 10 anni per i diversi segmenti obbligazionari, in percentuale**



Edmond de Rothschild, Bloomberg al 07/11/2025

<sup>1</sup> In questo caso, gli scostamenti dei crediti obbligazionari rispetto ai tassi sovrani considerati sicuri.



Questo livello degli *spread* riflette una **stabilizzazione dei tassi di insolvenza su livelli bassi** negli ultimi anni, senza previsioni di un notevole aumento su scala mondiale. Ciò si spiega con la resilienza dell'economia mondiale, la crescita degli utili delle imprese e la solidità relativa dei loro bilanci. Mentre l'inflazione si avvicina agli obiettivi delle banche centrali negli Stati Uniti e in Europa, a seguito delle misure di inasprimento monetario intraprese dalla Federal Reserve e dalla Banca centrale europea (BCE) nel 2024, i deficit di bilancio dei governi e l'aumento del debito sovrano aumentano il **rischio di un irripidimento delle curve dei tassi**, un fattore che potrebbe causare volatilità in questa classe di attivi.

#### Segmento *investment grade*

In questo segmento, la preferenza va alle imprese di grandi dimensioni con una solida posizione concorrenziale, una redditività stabile e una buona capacità di generazione di cash flow. Parallelamente, suggeriamo esposizioni selezionate a settori ancora in fase di rallentamento del ciclo economico, allo scopo di cogliere *spread* più interessanti. Ad esempio, alcuni settori che offrono rendimenti interessanti sono:

- **I principali costruttori automobilistici**, con bilanci solidi, forte liquidità e piani di risanamento credibili per recuperare competitività in termini di gamma di modelli e struttura dei costi.
- **Le aziende chimiche** con solidi indicatori di credito, attività diversificate e produzione parzialmente localizzata in regioni con costi di energia e materie prime inferiori a quelli dell'Europa, come negli Stati Uniti. Manteniamo un atteggiamento prudente circa i crediti con rischio di declassamento del segmento *high yield*.
- **Le aziende di telecomunicazioni** che offrono ai propri clienti un'ampia gamma di servizi, detengono quote di mercato significative e presentano indicatori di credito stabili nonostante gli elevati investimenti.
- **I settori in cui l'indebitamento è elevato ma sostenibile** grazie a una forte redditività e a una buona visibilità degli utili, spesso garantiti da una regolamentazione favorevole o da contratti a lungo termine: **infrastrutture** (concessioni autostradali, aeroporti, torri di telecomunicazione), **immobiliare**, **utility** (distribuzione e trasporto di gas ed elettricità), **generazione di elettricità** ed **energie rinnovabili**.

**Le grandi banche sistemiche europee e statunitensi** restano interessanti nel segmento *investment grade*, offrendo rendimenti elevati nonostante la loro forte capitalizzazione. Il premio al rischio riflette una struttura del capitale complessa, associata a obbligazioni con clausole di *bail-in* che consentono un salvataggio interno senza assistenza esterna.

#### Mercati emergenti

Le aziende dei mercati emergenti seguono la tendenza generale del mercato obbligazionario, con indici di credito relativamente solidi, benché gli *spread* siano storicamente bassi. Questo segmento può essere integrato nei portafogli per migliorare rendimento e diversificazione, a condizione che vi sia una maggiore tolleranza al rischio. A causa delle disparità economiche e politiche tra i mercati emergenti e tra questi e i mercati sviluppati, la selezione obbligazionaria deve essere rigorosa. In questo caso, sono validi anche i criteri applicabili alle imprese *investment grade* nei mercati sviluppati, con un'ulteriore attenzione ad alcuni punti chiave:

- **Rischio di cambio contenuto o struttura dei costi principalmente in valuta locale** che tende a deprezzarsi e associata a ricavi elevati in valute forti.
- **Capacità di trasferire l'inflazione.**
- **Fondamentali solidi** indipendenti da un eventuale sostegno statale.
- Attività in **settori strategici** per il rispettivo paese.

I settori privilegiati comprendono:

- **Le imprese pubbliche** che monopolizzano l'estrazione di materie prime (**compagnie petrolifere integrate, miniere di ferro, oro, fosfato**) in America Latina, Asia centrale o Nord Africa.
- **Le utility**, in particolare la distribuzione e il trasporto di elettricità, che beneficiano di una regolamentazione favorevole e di posizioni solide, principalmente nella penisola arabica, ma anche in Europa dell'Est e in America Latina.
- Le aziende esportatrici, tranne nei mercati in cui la valuta locale si apprezza in termini reali (Turchia) o grandi multinazionali. Queste aziende operano nei settori del **cemento**, dell'**aerospaziale**, delle **compagnie aeree** o degli **operatori portuali**.
- **Le banche sistemiche su scala nazionale.**
- **Le società immobiliari** con bilanci sani nei paesi del Golfo.



**Segmento delle obbligazioni "ibride" subordinate**

Anche questo segmento offre delle opportunità di carry, ma con strumenti complessi. Il loro rendimento è superiore a quello delle obbligazioni senior (+60 punti base in dollari e +90 in euro), giustificato da un livello di rischio più elevato:

- Questi strumenti sono subordinati, il che riduce notevolmente il valore residuo in caso di inadempienza.
- Le cedole possono essere differite.
- La loro scadenza effettiva è incerta, ma gli emittenti dispongono di diverse date di richiamo possibili.

Queste obbligazioni ibride sono generalmente emesse da società con un modello di business difensivo, che occupano posizioni monopolistiche (**distribuzione e trasporto di elettricità e gas**), soggette a una regolamentazione e a contratti a lungo termine che garantiscono il recupero degli investimenti e l'indennizzo contro la volatilità dei prezzi delle materie prime nel midstream (**oleodotti, gasdotti**). Coprono anche i settori della **produzione di energia elettrica**, dei **progetti di energie rinnovabili**, delle **telecomunicazioni** e delle **compagnie petrolifere integrate** con posizioni dominanti in ambienti concorrenziali razionali.

**Segmento high yield**

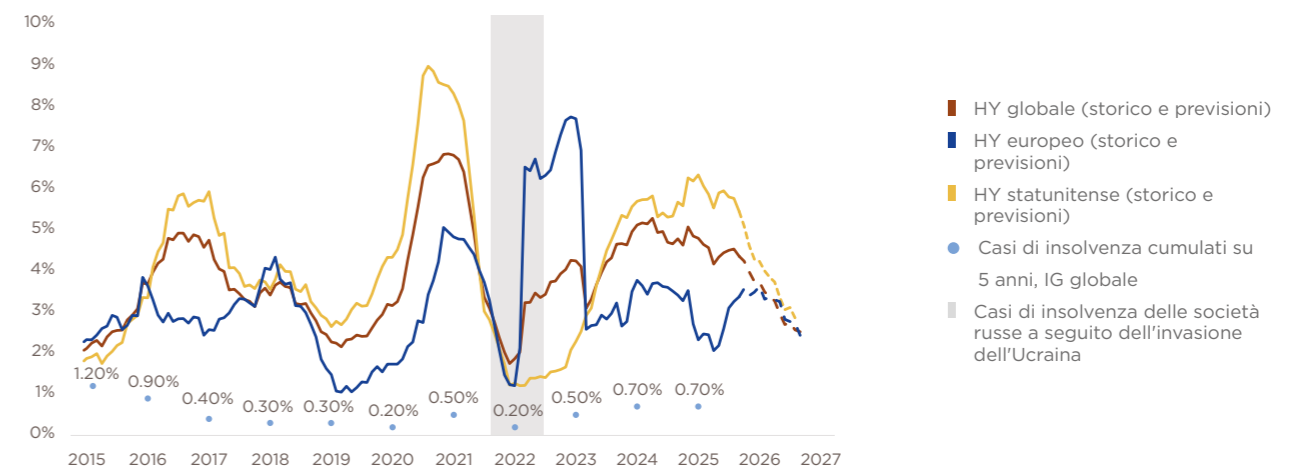
Per gli investitori tolleranti al rischio, un'esposizione al segmento *high yield* consente di migliorare i rendimenti dei portafogli. Anche in questo caso gli *spread* sono ridotti, con indicatori di credito più solidi rispetto agli ultimi cinque anni, ma la qualità dei bilanci e delle performance operative sono meno omogenee rispetto all'*investment grade*, imponendo una rigorosa selettività. Nel segmento europeo *high yield*, le aree di interesse coprono:

- **I fornitori di componenti automobilistici**, alle prese con costi energetici elevati, il rallentamento delle vendite di auto elettriche in Europa e la perdita di quote di mercato in Cina. Ci concentriamo sui **fornitori di componenti francesi** in grado di ridurre i costi, riposizionare le attività e mantenere indicatori di credito sostenibili nonostante l'assenza di crescita dei ricavi.
- **Le telecomunicazioni**, nell'ambito delle quali l'indebitamento è elevato. La preferenza va agli operatori che dispongono di una migliore qualità di rete e di una forte posizione competitiva legata alla copertura 5G e allo sviluppo della fibra ottica, pur rimanendo cauti nei confronti di quelli che faticano a invertire il calo del numero di abbonati.

- **Le aziende leader su mercati frammentati**, che consentono una crescita attraverso frequenti acquisizioni di concorrenti più piccoli e margini superiori grazie alle sinergie cumulative. Queste aziende operano nel **noleggino di attrezzature per l'edilizia o la generazione mobile di energia elettrica, nel trattamento dei rifiuti o nei servizi di ingegneria**.

In conclusione, gli asset obbligazionari contribuiscono alle performance grazie a un carry ancora interessante. Nonostante gli *spread* creditizi ridotti e il rischio di irripidimento delle curve dei tassi, i rischi sono attenuati da una previsione di tassi di insolvenza contenuti.

**Grafico 2 — Tasso di insolvenza su 12 mesi consecutivi per le società high yield e tasso di insolvenza cumulativo su 5 anni consecutivi per le società IG globali, in percentuale del numero di emittenti**



Edmond de Rothschild, Moody's



Foto di Ludovic Minet, Four Seasons Hotel,  
Megève, Francia.

# Private Markets



# Private Equity: Situazione corrente e prospettive

**Matthieu George, CFA**

Private Equity – Head of Portfolio Management

Per anticipare l'evoluzione dei mercati non quotati nel resto del decennio, è essenziale valutare i fattori ciclici che li influenzano attualmente. Le distribuzioni dei fondi di private equity (PE) versate ai loro committenti (*Limited Partner* o LP) sono state modeste negli ultimi tempi e questo ha ridotto l'entusiasmo o la capacità degli investitori di investire in nuovi fondi. Questa situazione contrasta fortemente con l'attività osservata nel 2021, quando erano in vigore le misure di rilancio legate al COVID-19.

Il ritmo delle distribuzioni è notevolmente rallentato in seguito alla stretta della politica monetaria nel 2022 e i flussi di capitale hanno avuto dimensioni più modeste. Uno dei principali fattori di questo rallentamento è la difficoltà dei gestori di fondi di realizzare uscite all'altezza delle aspettative, tenuto conto delle condizioni del mercato. Di conseguenza, i gestori scelgono di conservare i loro investimenti più a lungo piuttosto che venderli a un prezzo inferiore, il che comporta una riduzione delle uscite e un prolungamento della durata dei fondi.

**Mentre le performance rimangono stabili, il mercato del private equity ha subito un rallentamento... e il 2026 dovrebbe essere un anno di transizione**

Dopo tre anni contrassegnati da uscite limitate e distribuzioni nette negative, il private equity si è riorganizzato nel 2025. I valori in dollari delle fusioni e acquisizioni hanno registrato risultati positivi, ma il numero delle transazioni racconta un'altra storia: le mega-transazioni nascondono un numero totale globale ai minimi dal 2005<sup>1</sup>.

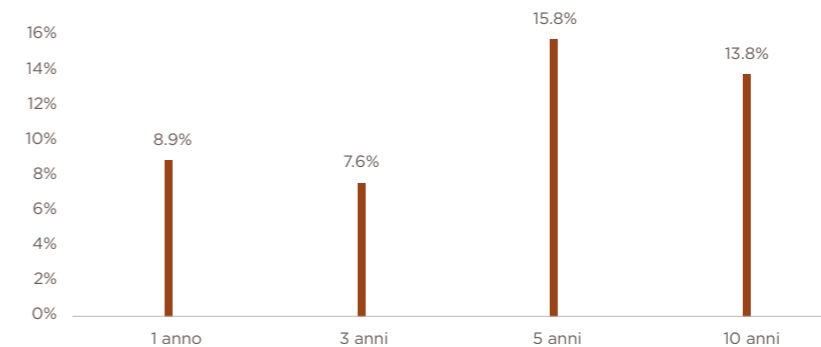
Le distribuzioni agli investitori sono rimaste modeste, accentuando il rallentamento della raccolta di fondi e spingendo i gestori di fondi (GP) verso strumenti di liquidità alternativi. Tuttavia, **le performance sottostanti del private equity sono rimaste solide e le valutazioni delle transazioni "ragionevoli", gettando le basi per una normalizzazione progressiva nel 2026.**

## Performance

Sul lungo termine, gli indici di riferimento continuano a registrare rendimenti netti a due cifre per le strategie di buy-out e per il private equity in generale, con tassi di rendimento interni (IRR<sup>2</sup>) su cinque e dieci anni rispettivamente pari al 15,8% e al 13,8%<sup>3</sup> (grafico 1). Su periodi più brevi, come un anno, il private equity ha sottoperformato i mercati quotati. Ma occorre innanzitutto ricordare che questo mercato è intrinsecamente a lungo termine e, in secondo luogo, che il private equity ha ampiamente superato la performance delle azioni quotate durante la recessione del 2022. Tutto ciò configura la recente debolezza come un riallineamento dell'asset class ad un più normale andamento di lungo periodo.

Le valutazioni sono migliorate fino alla metà del 2025, data degli ultimi dati disponibili, a conferma di ciò che osserviamo: **la creazione di valore operativo e le fusioni-acquisizioni continuano ad avvenire anche quando le uscite sono lente.** Sebbene queste cifre non garantiscano risultati a breve termine, aiutano a spiegare perché **numerosi LP continuano a mantenere i loro investimenti in portafoglio.**

**Grafico 1 – Tassi di rendimento interni (IRR) mondiali per le strategie di capital transmission, cumulati nel periodo**



Edmond de Rothschild, MSCI al 30/06/2025

## Raccolta di fondi

Preqin, una società di ricerca specializzata nei mercati non quotati, sottolinea che il mercato si sia sbloccato rispetto al 2023-2024, poiché il cosiddetto "effetto denominatore" si sta attenuando e le distribuzioni stanno iniziando a riprendere. Nel private equity, questo effetto si verifica quando il valore totale del portafoglio quotato di un investitore diminuisce a causa, ad esempio, di un crollo dei mercati come nel 2022, a fronte di un valore degli investimenti non quotati che resta stabile. Ciò fa aumentare la percentuale di Private Equity nel

<sup>1</sup> Dati a fine giugno 2025

<sup>2</sup> Un indicatore di performance dei fondi chiusi

<sup>3</sup> Secondo il rapporto MSCI Private Capital Benchmarks per le strategie di capital transmission nel secondo trimestre 2025



portafoglio portando negli anni successivi a degli aggiustamenti per rispettare i target di allocazione. A conferma di un cambiamento in atto, nonostante la raccolta di fondi sia ancora relativamente debole, recentemente notiamo un numero maggiore di gestori che riescono a raccogliere fondi per diversi miliardi di dollari in sottoscrizione, raggiungendo la loro capacità massima in pochi mesi e con un unico *closing*<sup>4</sup>.

A livello globale, nel 2026 la raccolta di fondi dovrebbe rimanere inferiore ai picchi registrati prima del 2022, con gli asset in gestione concentrati sui gestori in grado di dimostrare una profonda conoscenza del settore, capacità di creare valore in modo ripetuto e credibilità in termini di liquidità. **I canali di gestione patrimoniale privata dovrebbero continuare ad ampliare l'accesso a questa classe di attivi.**

#### Attività e valutazione delle transazioni

Il valore complessivo delle fusioni e acquisizioni è aumentato più rapidamente del numero di operazioni finora nel 2025, con la ripresa delle mega-operazioni. **I prezzi sembrano tuttavia ragionevoli**: nel primo semestre, i multipli mediani di takeover negli Stati Uniti si collocano prossimi alla loro media decennale. I prezzi dipendono sempre dai costi di finanziamento e dalla sostenibilità degli utili.

#### Uscite e liquidità

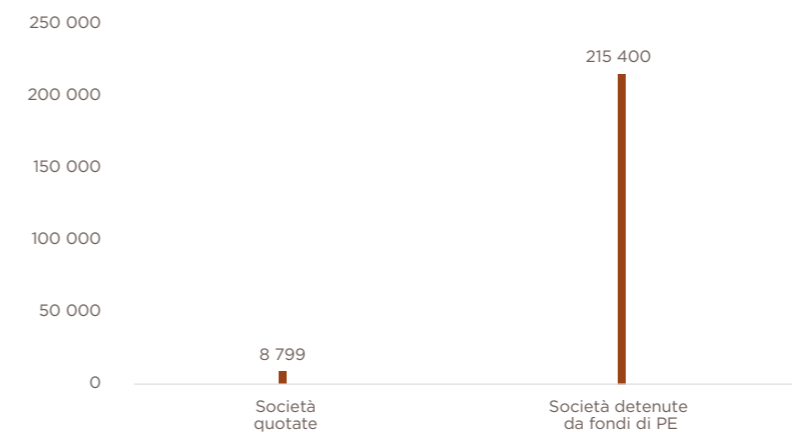
Le uscite restano il principale ostacolo. Il loro valore totale nel 2025 (ultimi dati disponibili relativi al primo semestre) ha beneficiato di alcune operazioni eccezionali, ma il numero di aziende vendute ha raggiunto il livello più basso degli ultimi anni; le vendite ad attori strategici e le operazioni tra fondi di investimento hanno dominato l'attività, mentre le quotazioni in borsa hanno contribuito solo in modo isolato al numero totale di exit.

**Di conseguenza, i GP si sono affidati maggiormente ai continuation vehicle (CV<sup>5</sup>) e al finanziamento a livello di portafoglio.** Alpinvest, importante allocatore di asset sui mercati non quotati, stima che i CV rappresentino ormai circa il 13% degli outflows da LBOs. A questo proposito, i fondi di fondi di private equity sono stati testimoni di diversi eventi di liquidità nel corso degli ultimi due anni e conveniamo che i CV siano diventati un'opzione importante per l'ottenimento di liquidità. Sebbene la riduzione dei differenziali tra i prezzi di acquisto e di vendita sia di fondamentale importanza per rilanciare le vendite, un contesto macroeconomico favorevole rimane comunque importante affinché le società in portafoglio raggiungano i loro obiettivi di bilancio, un elemento chiave per i potenziali acquirenti.

Nel 2026, questi meccanismi che consentono di convertire parte del valore delle società in portafoglio in liquidità senza obbligare i GP a cederle dovrebbero continuare ad avere il vento in poppa. Il loro

utilizzo dipenderà dalla fiducia dei fondi nella creazione di valore futuro di tali attivi. L'ecosistema del mercato secondario, in piena crescita, dovrebbe quindi continuare ad assorbire il fabbisogno di liquidità.

**Grafico 2 — Numero di società quotate rispetto a società con fondi di private equity come azionisti**



Edmond de Rothschild, MSCI

#### Cosa succederà adesso?

**Definire "alternativi" i Private Markets è anacronistico: sono ormai essenziali per costruire un portafoglio solido.** Questi mercati non sono più "nicchie" o "alternativi": sono il **terreno di maggiore creazione di valore, in quanto le imprese rimangono non quotate più a lungo e rappresentano una parte più importante dell'universo d'investimento** (grafico 2). Allo stesso tempo, poiché sempre meno nuove società vengono quotate in borsa, i mercati quotati sono invecchiati, si sono concentrati e sono diventati più correlati, riducendo i vantaggi della diversificazione. E infine, la correlazione tra azioni e obbligazioni è diventata meno affidabile come strumento di assorbimento degli shock.

**In questo contesto, un'allocazione moderata (ad esempio il 20%) in asset non quotati può migliorare la qualità di un portafoglio: il private equity è in grado di migliorare il rendimento atteso grazie a un azionariato attivo e a leve operative di creazione di valore e, in quanto asset reale, è in grado di aumentare la diversificazione del portafoglio.** Ciò ovviamente non significa che gli asset non quotati ottengano sempre risultati superiori nel breve termine, ma piuttosto che essi hanno la capacità di aumentare i rendimenti di lungo periodo in un modo che i

<sup>4</sup> Nel private equity, il closing è l'ultima tappa di un'operazione, che si tratti di raccolta di fondi o di vendita di un'impresa.

<sup>5</sup> I "continuation vehicle" consentono di prolungare la detenzione di un attivo per massimizzarne il valore, offrendo al contempo un'opportunità di liquidità agli investitori che desiderano ritirare la propria partecipazione. Il patrimonio viene ceduto dal vecchio fondo a un nuovo veicolo creato appositamente, a un prezzo stabilito da un investitore secondario. Gli investitori del vecchio fondo decidono se vogliono reinvestire nel nuovo veicolo insieme al consorzio formato dall'investitore secondario.



mercati pubblici non riescono più a realizzare con la stessa efficacia. Peraltro, i rendimenti delle strategie di private equity sono più determinati dalla **creazione di valore specifico** che dal beta del mercato, il che è interessante tenuto conto dell'aumento dei movimenti sincronizzati delle azioni quotate.

Se ci si concentra specificamente sul prossimo futuro, il **2026 si preannuncia come un "anno di svolta"** con prospettive plausibili in entrambe le direzioni. Gli elementi disponibili fanno propendere però verso un esito positivo.

Nel corso del resto del decennio, **prevediamo una ripresa del volume delle exit, che dovrebbe contribuire ad avviare un nuovo ciclo nel settore del private equity e dei mercati non quotati in generale.** Tra gli scenari che potrebbero innescare questo nuovo ciclo figurano il calo dei tassi di interesse di riferimento, il proseguimento della convergenza delle valutazioni degli attivi tra acquirenti e venditori, un contesto macroeconomico più favorevole che consenta alle società in portafoglio di realizzare i propri budget previsionali e un cambiamento strutturale nell'allocazione dei portafogli, dai mercati quotati verso quelli non quotati.



Dettaglio, saloni della banca, Ginevra, Svizzera.

# Mercato dei cambi



# Quali sono le sfide in serbo per il mercato dei cambi nel 2026?

**Jean-Marc Guillot**  
Group Treasurer

Il 2025, sul mercato delle valute e dei metalli preziosi, è stato caratterizzato da un'elevata incertezza legata alla natura imprevedibile della politica condotta da Donald Trump. Da quando è salito al potere, il nuovo inquilino della Casa Bianca ha infatti moltiplicato gli effetti sorpresa e i cambiamenti di rotta, sia sul fronte della guerra economica che nel suo agognato ruolo di pacificatore nei conflitti israelo-palestinese e russo-ucraino. E' stato anche apertamente interventista nei confronti della Federal Reserve, cercando di condizionare le decisioni della banca centrale in modo sostanziale.

Il resto del mondo non ha fatto eccezione alla regola dell'incertezza. I diversi episodi di instabilità politica in Francia, in un contesto di debito elevato, hanno influenzato l'euro. Il Giappone ha affrontato una forte trasformazione politica, i cui impatti restano da valutare. La Svizzera, dal canto suo, deve fare i conti con un dazio doganale inizialmente fissato al 39% e con l'attrattiva della sua valuta come bene rifugio. Questo contesto sembra doversi perpetuare nel 2026, rendendo necessarie vigilanza e reattività nella gestione del rischio di cambio.

## Stati Uniti: minacce inflazionistiche

Negli Stati Uniti, la Fed ha iniziato a settembre un ciclo di allentamento monetario. Alla data di redazione del presente articolo, il mercato prevede tassi al 3% alla fine del primo semestre 2026 contro il 4% attuale. Pur essendo sostenuto dal rallentamento del mercato del lavoro, questo scenario resta comunque ipotetico. Infatti, l'inflazione non è mai scesa fino al livello di equilibrio desiderato pari al 2% di aumento annuo dei prezzi. Anzi, l'indice dei prezzi al consumo ha iniziato a risalire nell'estate del 2025, passando dal 2,6% al 2,7% e poi al 2,9%. Le numerose barriere fiscali introdotte dall'amministrazione Trump sulle importazioni di beni dai paesi stranieri costituiscono costi aggiuntivi, la cui totalità non viene assorbita né dall'esportatore né dall'importatore. Anche il cliente finale, il cittadino statunitense, è colpito. La trasmissione non è immediata, ma il rischio di rimbalzo dell'inflazione è presente e potrebbe indurre la Fed a riconsiderare la propria politica accomodante.

Infine, se da un lato lo status di moneta di riserva del dollaro statunitense fa discutere, dall'altro è destinato a perdurare nel medio termine, in mancanza di alternative credibili e di liquidità sufficiente per le banche centrali estere e gli investitori internazionali.

## Europa: l'eurozona indebolita dal rischio Francia

L'instabilità politica in Francia, il valzer dei primi ministri e le perenni concessioni di bilancio finanziate da un debito abissale hanno spinto le agenzie ad abbassare il rating del paese, aumentando i costi dei prestiti. Il rischio Francia pesa sull'eurozona e influenza il corso della valuta comune. Se l'unità dimostrata nell'affrontare la minaccia russa aumentando le spese militari ha sostenuto un aumento dell'euro, il rischio di bilancio francese limita l'interesse degli acquirenti per la moneta unica. Il mercato ha poche aspettative sull'evoluzione della politica monetaria della Banca centrale europea (BCE) e prevede tassi stabili al 2% per i prossimi 24 mesi, con un leggero rischio di un ultimo taglio di 25 punti base se il sostegno all'economia lo giustificasse. Questa stabilità sui tassi europei, associata al rischio di revisione delle previsioni al ribasso negli Stati Uniti, fa pensare a un EUR/USD stabilizzato intorno a 1,15.

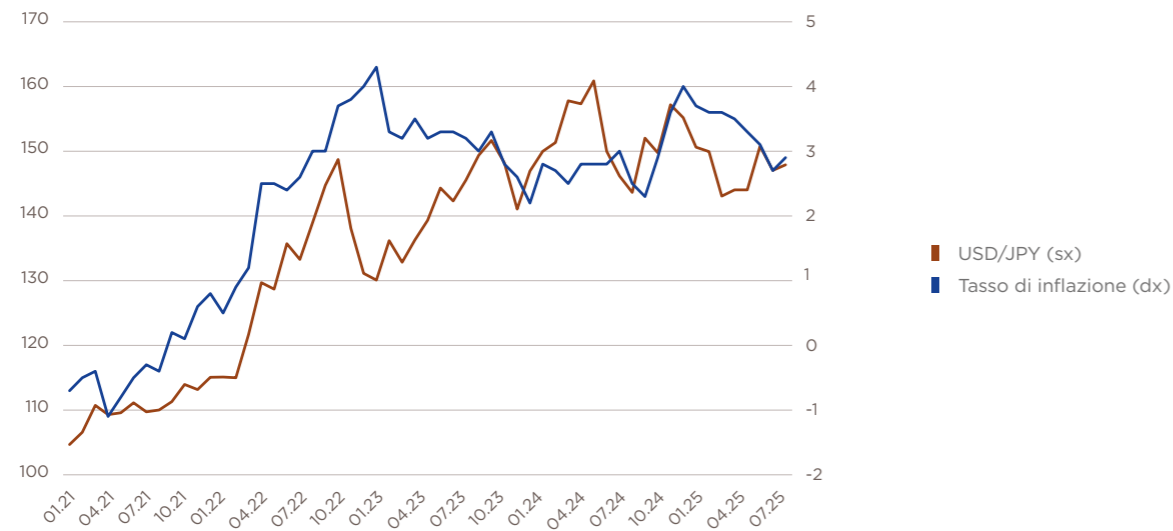
## Giappone: perdita di valore dello yen?

In Giappone, la transizione alla guida del Partito Liberal Democratico ha portato Sanae Takaichi, 64 anni, a diventare la prima donna a ricoprire la carica di primo ministro dell'arcipelago. La premier mostra una chiara volontà di ridurre la pressione del costo della vita sui suoi elettori elaborando un nuovo piano economico e stanziando un bilancio speciale. Tuttavia, gli sgravi fiscali o altre riduzioni delle imposte dovranno essere finanziati, molto probabilmente, attraverso un aumento del debito pubblico mediante nuove emissioni di JGB (titoli di Stato). Misure che contrastano il progressivo inasprimento monetario condotto dalla Banca del Giappone sotto la governance dell'ex primo ministro Kazuo Ueda, volto a contrastare un'inflazione che resta troppo elevata al 2,9% su base annua.

Il rischio principale per lo yen è una perdita di valore dovuta alle decisioni del governo, con la possibilità di testare nuovamente la zona 155/160 rispetto al dollaro statunitense. Poiché una valuta debole aumenta il rischio di inflazione importata, è molto probabile che il ministero delle finanze intervenga di nuovo sul mercato per contenere il movimento. In combinazione con il proseguimento dell'attuale politica monetaria restrittiva, ciò dovrebbe consentire nel medio termine una stabilizzazione dello yen intorno a 140/145 rispetto al dollaro.



**Grafico 1 — L'accelerazione dell'inflazione è stata accompagnata da un deprezzamento dello yen in Giappone**

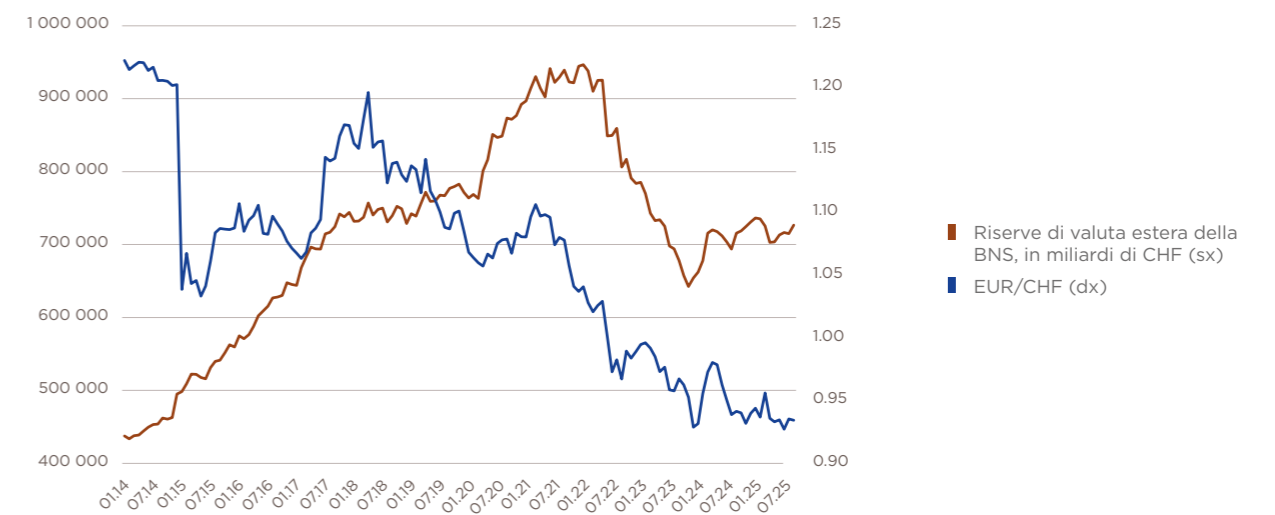


Edmond de Rothschild, Bloomberg

**Svizzera: un'incredibile resilienza**

La Svizzera, penalizzata dai dazi statunitensi inizialmente fissati al 39% e dalle pressioni esercitate sul settore farmaceutico, continua a dimostrare una notevole resilienza e una sorprendente capacità di adattamento. L'elevato valore aggiunto dei prodotti esportati e, per alcuni, l'assenza di prodotti sostitutivi continuano a giocare a suo favore. La Banca nazionale svizzera (BNS) ha portato il suo tasso di riferimento allo 0% per dissuadere gli investitori internazionali in cerca di sicurezza dal detenere troppi franchi, ma anche per sostenere la crescita del paese. Il franco svizzero continua comunque a essere scambiato a livelli elevati. I punti critici di supporto sono pari a 0,92 in EUR/CHF e a 0,78 in USD/CHF. Al di sotto di questi livelli, sembra probabile un intervento della BNS con due diverse leve. In primo luogo, la BNS dovrebbe privilegiare un ulteriore aumento delle sue riserve mediante acquisti di attivi in valuta estera. In secondo luogo, potrebbe nuovamente prevedere tassi negativi, nonostante gli effetti pregiudizievoli sul settore della previdenza professionale e su una parte del settore finanziario. Il probabile effetto di queste misure è una stabilizzazione, seguita da un lieve calo del franco verso quota 0,96 e 0,84 a medio termine.

**Grafico 2 — La BNS potrebbe indebolire la propria valuta intervenendo sul mercato valutario**



Edmond de Rothschild, Bloomberg

## Avvertenze

Il presente documento è pubblicato da Edmond de Rothschild. Non ha valore contrattuale ed è stato redatto esclusivamente a scopi informativi. Non può essere comunicato a persone che si trovano in giurisdizioni dove esso costituirebbe una raccomandazione, un'offerta di prodotti o servizi o una sollecitazione e la cui comunicazione potrebbe, di conseguenza, contravvenire alle disposizioni legali e normative applicabili. Il presente documento non è stato esaminato o approvato da alcuna autorità di regolamentazione in alcuna giurisdizione. I dati numerici, i commenti, le opinioni e/o le analisi contenuti nel presente documento riflettono l'opinione di Edmond de Rothschild sull'andamento del mercato, sulla base delle sue competenze, delle sue analisi economiche e delle informazioni in suo possesso alla data di redazione del presente documento e sono soggetti a modifiche in qualsiasi momento e senza preavviso. Potrebbero non essere più accurati o pertinenti al momento della pubblicazione, in particolare alla luce della data di redazione del presente documento o a causa dell'andamento del mercato. Il presente documento ha il solo scopo di fornire informazioni generali e preliminari alle persone che lo consultano e non deve essere utilizzato come base per alcuna decisione di investimento, disinvestimento o conservazione di un investimento. In nessun caso Edmond de Rothschild potrà essere ritenuta responsabile di eventuali decisioni di investimento, disinvestimento o conservazione di un investimento prese sulla base di tali commenti e analisi. Edmond de Rothschild raccomanda pertanto a tutti gli investitori di procurarsi i vari documenti previsti per legge per ciascun prodotto finanziario prima di investire, al fine di analizzare i rischi associati e di formarsi una propria opinione indipendente. Si raccomanda di ottenere una consulenza indipendente da parte di professionisti specializzati prima di effettuare qualsiasi operazione basata sulle informazioni contenute nel presente documento, in particolare al fine di assicurarsi che l'investimento sia adatto alla propria situazione finanziaria e fiscale. Le performance e la volatilità passate non sono indicative di quelle future, non sono costanti nel tempo e possono essere influenzate in modo indipendente dalle variazioni dei tassi di cambio. Fonte delle informazioni: se non diversamente indicato, le fonti utilizzate nel presente documento sono quelle di Edmond de Rothschild. Il presente documento e i suoi contenuti non possono essere riprodotti o utilizzati in tutto o in parte senza l'autorizzazione di Edmond de Rothschild.

Copyright © Edmond de Rothschild - Tutti i diritti riservati

Direttore della pubblicazione: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO  
Capo redattore: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research  
Coordinatrice editoriale: Ariane Girouard  
Completato in data 24 novembre 2025  
Design: Valentine Simonini  
Immagini: Edmond de Rothschild

[www.edmond-de-rothschild.com](http://www.edmond-de-rothschild.com)

