

# le DOSSIER



SUPPLEMENTO AL NUMERO 89 DI WE-WEALTH

ENRICO VACCARI ZURICH BANK

## IL NUOVO EQUILIBRIO DEI PORTAFOGLI ISTITUZIONALI



CAMBIO PARADIGMA DEL DOLLARO

MULTIPOLARITÀ VALUTARIA  
E NUOVI EQUILIBRI GLOBALI

ORO STRATEGICO

DA COPERTURA TATTICA  
A PILASTRO DI PORTAFOGLIO

EMERGENTI E COMMODITY

LA NUOVA GEOGRAFIA  
DEI FLUSSI GLOBALI

DECLINO DEL 60/40

IL PORTAFOGLIO  
DIVENTA A TRE PILASTRI

# IL NUOVO EQUILIBRIO DEI PORTAFOGLI ISTITUZIONALI

In un contesto segnato da nuove tensioni geopolitiche, inflazione meno prevedibile e progressiva diversificazione valutaria, anche i portafogli istituzionali stanno cambiando struttura. Ne parliamo con Enrico Vaccari, Head of Institutional Client Development di Zurich Bank

## IL CAMBIO DI PARADIGMA DEL DOLLARO

# DAL DOLLARO AGLI ASSET REALI: IL CAMBIO DI PARADIGMA

Negli ultimi mesi la narrativa sul dollaro si è fatta più complessa: da un lato si continua a discutere di progressiva diversificazione valutaria a livello globale, dall'altro le tensioni geopolitiche hanno riportato in primo piano il biglietto verde come asset rifugio. In questo scenario, come sta cambiando l'approccio dei grandi investitori istituzionali verso il dollaro?

a cura di Chiara Samori

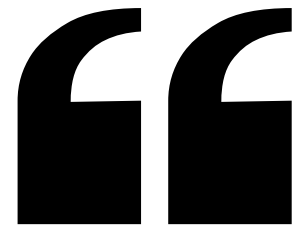
Le scelte di investimento dei maggiori player istituzionali sono tipicamente influenzate più da dinamiche strutturali che da singole view di mercato. In un mondo in cui il dollaro sta progressivamente perdendo parte della forza straordinaria mostrata nel recente passato, l'intera architettura dei portafogli istituzionali è quindi sottoposta a una revisione profonda. La combinazione di squilibri fiscali negli Stati Uniti, tensioni geopolitiche, traiettorie meno lineari della politica monetaria e graduale multipolarità valutaria rende sempre meno credibile l'idea di un'unica valuta "ancora di stabilità" su cui fondare il sistema finanziario globale. In questo contesto, fondi pensione, compagnie di assicurazione, sovereign wealth fund e banche centrali stanno ripensando la propria asset allocation di lungo periodo, spostando parte del baricentro da un modello centrato su asset in dollari verso un'architettura più policentrica in cui oro, mercati emergenti e materie

prime assumono un ruolo strutturale. Per capire la portata di questo cambiamento è utile ricordare perché il dollaro è stato così forte. Per anni ha combinato il ruolo di principale moneta di riserva con quello di "porto sicuro" in tutte le fasi di stress, sostenuto da tassi reali competitivi, profondità e liquidità dei mercati finanziari USA e fiducia nella capacità delle istituzioni di gestire crisi economiche e finanziarie. Il biennio 2022-2023 ha rappresentato l'apice di questa forza: inflazione elevata, banca centrale particolarmente aggressiva, guerra in Europa e shock energetici hanno alimentato una corsa verso il dollaro, spingendo la valuta su livelli che molti osservatori hanno iniziato a considerare eccessivi rispetto ai fondamentali di lungo termine. Una volta rientrata la fase più acuta dell'emergenza, con l'inflazione in calo e la prospettiva di un allentamento graduale delle condizioni monetarie, il differenziale di rendimento a favore degli Stati Uniti ha









## Da copertura tattica a pilastro strategico: l'oro si afferma come elemento strutturale nei portafogli istituzionali, tra diversificazione, protezione e visione di lungo periodo

→ iniziato ad attenuarsi, mentre il tema della sostenibilità del debito federale è entrato con forza nel dibattito internazionale. Per il grande investitore istituzionale, tuttavia, il punto non è "indovinare" il cambio a 6 o 12 mesi, ma interrogarsi sui regimi di fondo. Un regime di dollaro strutturalmente meno forte significa condizioni finanziarie globali diverse, flussi di capitale più equilibrati tra aree, maggiore spazio di manovra per le economie

emergenti e, soprattutto, un ridimensionamento del ruolo del dollaro come unica architrave di stabilità. In questo scenario, continuare a costruire portafogli come se il mondo fosse quello dei tassi sempre in discesa, dell'inflazione compressa e del dollaro eternamente dominante sarebbe un errore strategico. È qui che entra in gioco la scelta di aumentare il peso di oro, mercati emergenti e materie prime all'interno delle allocazioni strategiche.

### LA NUOVA CENTRALITÀ DELL'ORO

In un contesto segnato da inflazione meno lineare, shock geopolitici e maggiore attenzione alla tenuta dei portafogli, l'oro è sempre più al centro delle strategie di allocazione. Oggi che ruolo può avere davvero nei portafogli istituzionali: copertura tattica nelle fasi di stress o componente strutturale della costruzione di lungo periodo?

Loro sta vivendo una vera e propria riscoperta. Per anni confinato a ruolo di copertura tattica nelle fasi di paura, oggi viene sempre più interpretato dagli investitori come colonna

portante di un portafoglio di lungo periodo. La ragione è semplice: in un contesto di debito pubblico molto elevato, politiche fiscali espansive e tentazione più forte di "mo-

netizzare" parte degli squilibri nel tempo, la fiducia illimitata nella capacità delle valute fiat di preservare il potere d'acquisto viene meno. Loro non è una passività di nessuno, non rappresenta il rischio specifico di un Paese o di un bilancio societario, è scambiato globalmente ed è storicamente associato a fasi di protezione del capitale reale nei momenti in cui il sistema monetario viene messo in discussione. È questo che spinge sempre più banche centrali - in particolare nei Paesi emergenti - ad aumentare le proprie riserve in oro e gli investitori istituzionali a riconsiderarne il peso nei portafogli "core". Loro assume oggi tre ruoli chiave all'interno dei portafogli istituzionali.

**Primo**, è una barriera contro l'erosione del potere d'acquisto delle valute fiat in un mondo di debito elevato e politiche fiscali espansive.

**Secondo**, è una forma di diver-

sificazione dal rischio dollaro, in una fase in cui la centralità assoluta della valuta americana viene progressivamente ridimensionata.

**Terzo**, è una copertura credibile contro gli shock geopolitici e di fiducia nel sistema, che difficilmente possono essere assorbiti solo con l'uso di obbligazioni e azioni tradizionali.

Non è più percepito come una scommessa da "accendere e spegnere", ma come una presenza stabile, con una sua quota strutturale all'interno del portafoglio. Le politiche di investimento di molti grandi operatori si stanno adeguando: i mandati vengono riscritti prevedendo fin dall'origine una componente di oro e di asset reali, i modelli di rischio-rendimento vengono aggiornati per incorporare questa terza dimensione e il concetto stesso di "portafoglio bilanciato" evolve profondamente.

I temi di mercati emergenti e materie prime restano centrali, ma appaiono sempre più legati all'evoluzione del dollaro, dei prezzi energetici e dei flussi globali di capitale. Come si sta orientando oggi l'investitore istituzionale tra opportunità di lungo termine e rischi tattici di breve periodo su queste asset class?

Parallelamente, un dollaro più debole tende a ricreare spazio per i mercati emergenti.

Quando la valuta americana smette di rafforzarsi in modo continuo, il vincolo esterno su molte economie in via di sviluppo si alleggerisce: il costo del debito in dollari diventa più gestibile, le valute locali possono apprezzarsi o comunque stabilizzarsi, l'inflazione importata si riduce e i margini di manovra delle banche centrali aumentano. Questo permette di passare da un approccio puramente difensivo a una valorizzazione più piena del potenziale di crescita interno.

In tale scenario, gli investitori istituzionali guardano con rinnovato interesse sia al debito in valuta

locale, che offre rendimenti nominali elevati e possibili guadagni valutari, sia alle borse dei Paesi esportatori di commodity, che beneficiano del rialzo dei prezzi delle materie prime in un contesto di dollaro debole. Il legame tra fase di indebolimento della valuta americana e performance relative positive degli asset emergenti ha solide basi storiche: quando il dollaro si indebolisce, il costo del debito in valuta USA diventa più sostenibile, le condizioni finanziarie globali si rilassano e gli afflussi di capitale verso equity e bond emergenti tendono ad aumentare.

Non si tratta solo di un effetto meccanico sui rendimenti, ma di un vero e proprio allentamento del vincolo esterno che grava

su molte economie in via di sviluppo. Valute locali più forti, minore inflazione importata e maggior margine di manovra per le banche centrali permettono a questi Paesi di perseguire politiche più favorevoli alla crescita interna, con ricadute positive sugli utili societari e sulla qualità del credito sovrano.

Le materie prime, a loro volta, non sono più percepite solo come un capitolo ciclico legato alla domanda industriale, ma come un tassello strutturale in un mondo che deve affrontare allo stesso tempo transizione energetica, riarmo infrastrutturale, digitalizzazione e sviluppo dell'intelligenza artificiale. Energia, metalli industriali e metalli critici diventano vettori di trasformazione, oltre che strumenti di protezione dall'inflazione.

Questo approccio cambia il paradigma a prescindere dalla view di mercato e riduce lo scetticismo di norma riservato ad una attività priva di flussi di cassa.

Poiché la maggior parte delle commodity è prezzata in dollari, una valuta USA meno forte tende storicamente ad accompagnarsi a fasi di maggiore robustezza dei prezzi delle materie

prime, con beneficio per i Paesi esportatori – spesso emergenti – e per gli investitori che ne hanno saputo anticipare il potenziale. Le commodity sono tipicamente prezzate in dollari e, storicamente, mostrano una relazione inversa con la valuta americana: fasi di debolezza del dollaro coincidono spesso con fasi di forza delle materie prime.

Ma oggi questo rapporto si inserisce in una narrativa più ampia, che include la transizione energetica, il riarmo industriale e militare, la digitalizzazione e la crescita dell'intelligenza artificiale.

Rame, litio, nichel, terre rare e altri metalli strategici non sono più solo "materie prime", bensì input indispensabili per la trasformazione tecnologica e ambientale in corso.

Per il grande investitore istituzionale, ciò si traduce nella necessità di pensare alle commodity come a un insieme di esposizioni differenziate: l'oro come bene rifugio, l'energia tradizionale come ponte in una transizione che sarà lunga e non lineare, i metalli industriali e critici come leva sul tema della "nuova industrializzazione" globale.







## IL DECLINO DEL 60/40

Per anni il portafoglio bilanciato tradizionale è stato il punto di riferimento per molti investitori. Alla luce delle nuove correlazioni tra asset, del ritorno della volatilità macro e del peso crescente degli asset reali, ha ancora senso parlare di un modello "classico" di portafoglio bilanciato oppure siamo già entrati in una nuova fase?

In questo quadro di riequilibrio globale, uno dei simboli più evidenti del cambio di paradigma è il declino del portafoglio 60/40 tradizionale. Per decenni, la combinazione 60% azioni e 40% obbligazioni è stata lo standard quasi universale nella costruzione dei portafogli di lungo periodo. Funzionava bene in un mondo dove l'inflazione rimaneva contenuta, i tassi tendevano a scendere, le banche centrali intervenivano prontamente in caso di crisi e il dollaro consolidava il suo ruolo di baricentro della finanza globale. Quel modello è nato e si è affermato in un'epoca caratterizzata da tre condizioni strutturali: un lungo trend di discesa dei tassi di interesse, un'inflazione tendenzialmente sotto controllo e una fiducia quasi assoluta nella capa-

rità delle banche centrali di stabilizzare il ciclo economico. In quel contesto, la componente obbligazionaria offriva rendimento reale positivo e fungeva da ammortizzatore naturale nei momenti di correzione dell'azionario. Quando l'azionario soffriva, i tassi scendevano, i prezzi dei bond salivano e il portafoglio si riequilibrava quasi naturalmente. Oggi questo meccanismo è oggi molto meno scontato. Con livelli di debito più elevati, inflazione non sempre docile, traiettorie dei tassi più irregolari e correlazioni tra azioni e obbligazioni meno stabili, la semplice opposizione tra equity e bond nella stessa valuta non basta più a garantire la resilienza del portafoglio. Ci confrontiamo con un'inflazione più "appiccicosa", con livelli di debito pubblico elevatissimi

nelle principali economie sviluppate, con cicli di politica monetaria più irregolari e con la prospettiva che i tassi reali non tornino rapidamente sui livelli ultra-bassi a cui ci eravamo abituati.

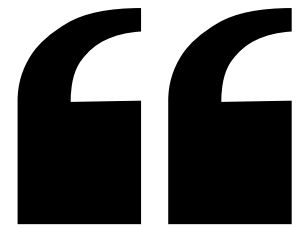
Da qui la crescente consapevolezza, in ambito istituzionale, che il vecchio 60/40 non sia più il "punto di partenza neutrale" dell'asset allocation, ma piuttosto un retaggio di un'era specifica, difficilmente replicabile. In un contesto del genere, la coppia azioni/obbligazioni denominata in un'unica valuta fa molta più fatica a garantire protezione e diversificazione come in passato. Al suo posto si sta affermando un modello che potremmo definire a tre pilastri. Il primo pilastro resta la componente di crescita: azioni globali, con un'attenzione diversa nella selezione dei Paesi e dei settori, privilegiando economie e business model che beneficiano della nuova geografia dei flussi di capitale e dei grandi trend strutturali (energia, tecnologia, infrastrutture, transizione verde). Il secondo pilastro è la componente di stabilizzazione e reddito: le obbligazioni, selezionate con maggiore cura per qualità, durata e diversificazione valutaria, consapevoli che non potranno sempre

svolgere da sole il ruolo di "air-bag" nei momenti di stress. La componente obbligazionaria mantiene la funzione di generare reddito e di attenuare la volatilità, ma con rendimenti reali meno generosi e una correlazione con l'azionario meno prevedibile.

Il terzo pilastro è quello degli asset reali, al cui interno l'oro assume una posizione centrale come riserva di valore di lungo periodo, assicurazione contro l'erosione monetaria e strumento di decorrelazione rispetto ai rischi specifici legati a singole valute o giurisdizioni. Dentro questa categoria rientrano diverse tipologie di investimento (immobili, infrastrutture, commodity), ma il ruolo dell'oro è particolare e difficilmente sostituibile. Loro, infatti, non rappresenta il rischio di una singola economia o di un singolo emittente e non è una passività di nessuno: è un attivo reale, liquido, globale, che storicamente ha mostrato la capacità di proteggere il potere d'acquisto nel tempo. In questa logica, l'oro smette di essere un semplice strumento da "accendere e spegnere" nelle fasi di paura e diventa una presenza stabile, con una sua quota strutturale all'interno del portafoglio. Non viene più trattato come una







**La vera sfida non è prevedere i mercati, ma costruire portafogli più resilienti: integrare asset reali, ripensare il 60/40 e adattarsi a un mondo meno centrato sul dollaro**

→ scommessa tattica, ma come un mattone essenziale della costruzione di lungo periodo, al pari dell'azionario e dell'obbligazionario. Le politiche di investimento di molti grandi operatori si stanno quindi adeguando: i mandati vengono riscritti prevedendo fin dall'origine una componente di oro e di asset reali, i modelli di rischio-rendimento vengono aggiornati per incorporare questa terza dimensione e il concetto stesso di "portafoglio bilanciato" evolve da una bilancia con due piatti a una struttura sostenuta da tre

colonne. Per il grande investitore istituzionale questo si traduce in policy di portafoglio che prevedono sin dall'inizio una quota stabile di oro, non marginale e non puramente tattica, integrata all'interno dei modelli di rischio e di ritorno atteso. I mandati di investimento vengono ripensati per riflettere questa nuova geografia, con benchmark che includono esplicitamente la componente di asset reali e meccanismi di ribilanciamento che tengono conto delle dinamiche specifiche di oro, valute e commodity.

za approfondita dei mercati, penso di poter giocare un ruolo chiave nel supportare i clienti nell'interpretazione del cambio di paradigma. Il mio approccio alla consulenza si basa su tre pilastri concreti. Primo, integrare nel dialogo con i clienti il tema del superamento del 60/40, spiegando con linguaggio chiaro perché, in un mondo di dollaro meno dominante, inflazione più instabile e correlazioni azioni-obbligazioni meno affidabili, ha senso introdurre stabilmente una "terza gamba" di asset reali nel portafoglio. Secondo, proporre di valutare anche l'oro come componente strategica, calibrata su orizzonte temporale e profilo di rischio del cliente, spiegandone i tre ruoli chiave: protezione del potere d'acquisto, diversifi-

cazione dal rischio dollaro, copertura geopolitica. Terzo, utilizzare gli alternativi in generale per aumentare la resilienza complessiva dei portafogli, ribilanciando parte della componente obbligazionaria tradizionale – che oggi offre meno protezione – verso strumenti legati a oro e commodity, mantenendo però una chiara disciplina di rischio e di pesi massimi. Il punto di incontro con Zurich Bank è proprio qui: da un lato una visione di consulenza evoluta, che spiega perché il mondo sta cambiando; dall'altro una piattaforma d'investimento che offre già oggi gli strumenti per trasformare quella visione in portafogli concreti, coerenti con la sfida del dollaro debole e del nuovo equilibrio policentrico dei mercati.

**COSTRUZIONE DI PORTAFOGLIO**

In uno scenario caratterizzato da maggiore volatilità macroeconomica e da un equilibrio valutario meno scontato rispetto al passato, quali sono oggi gli accorgimenti più importanti che un consulente dovrebbe considerare nella costruzione dei portafogli dei clienti?

In questo scenario di profonda trasformazione, la capacità di tradurre il nuovo paradigma in scelte con-

crete di portafoglio diventa decisiva. Grazie all'esperienza trentennale nel settore finanziario e della conoscen-



IN COLLABORAZIONE CON



Allegato al numero 89 - Aprile 2026  
Pubblicità [pubblicità@we-wealth.com](mailto:pubblicità@we-wealth.com)

# Consulenza di valore

Per la gestione  
del tuo patrimonio  
scegli l'eccellenza.

[zurichbank.it](http://zurichbank.it)