

# Outlook & Convictions

Banca Privata #14



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

<b>Editoriale</b>	<b>4</b>
<hr/>	
di <b>Nicolas Bickel, CFA</b>	
<b>Macroeconomia</b>	<b>9</b>
<hr/>	
di <b>Mathilde Lemoine</b>	
L'effetto Trump: un amplificatore del rallentamento della crescita mondiale	
<b>Materie prime</b>	<b>15</b>
<hr/>	
di <b>Manuel Maleki, Ph. D</b>	
Il mercato del petrolio nel 2025: incertezze geopolitiche, ricomposizione dell'offerta e volatilità persistente	
<b>Azioni mondiali</b>	<b>21</b>
<hr/>	
di <b>Hervé Prettre</b>	
Mercati azionari: prevale il sentiment sui fondamentali	
<b>Azioni svizzere</b>	<b>25</b>
<hr/>	
di <b>Michel Leblanc</b>	
Mercato svizzero: stabilità locale, potenza globale	
<b>Europa</b>	<b>29</b>
<hr/>	
di <b>Hervé Prettre e Darius Bakhtari</b>	<b>30</b>
Le banche europee: ancora il vento in poppa, soprattutto con le prospettive di unione bancaria	
da <b>Anthony Penel e Caroline Gauthier</b>	<b>33</b>
"Se non vi occupate di geopolitica, la geopolitica si occuperà di voi".	
<b>Focus settoriale</b>	<b>37</b>
<hr/>	
di <b>Eric de Teissières, Nadjat Hamrouni e Anthony Toupin</b>	
Le città del futuro: rivoluzione urbana e opportunità d'investimento	
<b>Obbligazioni</b>	<b>45</b>
<hr/>	
di <b>Guilhem Savry</b>	
Una maggiore incertezza economica non giova alle obbligazioni sovrane	
<b>Obbligazioni statunitensi</b>	<b>51</b>
<hr/>	
di <b>Guilhem Savry e Gary Girault</b>	
Titoli di Stato statunitensi: pilastro strutturale o fonte di vulnerabilità?	
<b>Mercato dei cambi</b>	<b>57</b>
<hr/>	
di <b>Jean-Marc Guillot</b>	
La fine del dollaro come valore rifugio?	

## Impressum

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 30 giugno 2025  
 Creazione e realizzazione: Julien Currat, Valentine Simonini, Camille Guaine  
 Immagini: Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock



## Editoriale



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

Il mondo non ha mai visto così tanti conflitti geopolitici e tensioni commerciali simultanee dalla fine della guerra fredda. Nonostante la tenuta dell'economia mondiale, questi eventi successivi stanno creando nuove incertezze e richiedono da parte nostra una maggiore vigilanza nelle scelte d'investimento. In un contesto così incerto e in divenire, non si tratta di prevedere ogni movimento di mercato, ma di adeguarvisi correttamente.

Lo "swing" estremo dei mercati azionari, che ha visto le azioni calare di oltre il 15% in appena un mese e rimbalzare allo stesso modo in appena 10 giorni tra aprile e maggio, ne è un ottimo esempio. Le nostre decisioni d'investimento a favore delle azioni, rafforzate all'inizio di aprile tramite azioni statunitensi ed europee, si sono rivelate molto redditizie per i nostri portafogli.

Resta una domanda: è stata la correzione ad essere eccessiva, o il rimbalzo è il riflesso di un eccesso di ottimismo, legato al sussulto degli indicatori di sentiment, dopo i molteplici ripensamenti dell'amministrazione Trump?

Sul piano macroeconomico, le statistiche statunitensi confermano un rallentamento senza tuttavia segnalare una recessione. Sebbene il PIL (prodotto interno lordo) si sia contratto nel primo trimestre negli Stati Uniti, il mercato del lavoro resta solido. La fiducia dei consumatori e delle imprese ha registrato un forte rimbalzo in seguito alla tregua decretata sui dazi doganali. La stagione degli utili societari si è conclusa con una nota positiva, con una solida crescita degli utili e previsioni ampiamente confermate. Inoltre, il tanto atteso annuncio di tagli fiscali negli Stati Uniti è stato finalmente votato alla Camera dei rappresentanti.

In Europa, la continua decelerazione dell'inflazione e la crescita rivelatasi infine leggermente superiore alle attese, ma sempre debole, hanno permesso alla Banca centrale europea di procedere al suo ottavo taglio dei tassi, il 5 giugno scorso. In Cina, il rischio di deflazione sempre presente e gli effetti negativi della guerra commerciale dovrebbero moltiplicare le misure di sostegno fiscale e monetario. Le vendite al dettaglio cinesi di maggio sono inoltre rimbalzate grazie alle sovvenzioni per l'acquisto di alcuni prodotti.

In questo contesto e dopo essere rimaste indietro nel primo trimestre, le azioni statunitensi hanno di nuovo sovraperformato gli altri mercati dall'inizio del secondo trimestre, in particolare grazie al contributo del settore tecnologico. Quest'ultimo ha continuato ad essere sostenuto da eccellenti pubblicazioni di risultati. Le azioni statunitensi registrano nuovamente valutazioni molto elevate, pari a 22 volte gli utili attesi, oltre il 35% al di sopra della media degli ultimi vent'anni.

Oltre al rimbalzo delle azioni, che non sembra essere stato scosso dal recente aumento delle tensioni geopolitiche, una serie di tendenze recenti ha stravolto le convinzioni degli investitori. Una delle più significative riguarda il dollaro, che ha perso oltre il 10% dall'inizio dell'anno rispetto alle principali valute. Il Dollar Index (che misura il dollaro contro un paniere di valute) si ritrova al suo livello più basso da quasi due anni, all'indomani del conflitto tra Iran e Israele.

Lo status del dollaro e del Tesoro statunitense si basa da decenni su importanti pilastri: la fiducia negli Stati Uniti e la stabilità della sua moneta, l'ombrello militare statunitense e l'applicabilità dello Stato di diritto negli Stati Uniti. Eppure, da quando Trump è alla Casa Bianca, questi quattro pilastri sono stati regolarmente scossi e continuano ad esserlo. Ciò non favorisce la ripresa della domanda di dollari e dei titoli di Stato americani, il che dovrebbe continuare a pesare sui tassi a lungo termine e sul biglietto verde.

Ciò detto, a questo punto, lo status di valuta rifugio del dollaro e la qualità storica di asset "senza rischio" dei Treasury sembrano ben lungi dall'essere messi in discussione nel lungo periodo. Infatti, oltre il 70% delle transazioni commerciali nel mondo vengono ancora effettuate in dollari e il mercato del debito statunitense resta il più liquido. Quest'ultimo continua a beneficiare del sostegno e dell'indipendenza della Federal Reserve (Fed), malgrado i tentativi di destabilizzazione dell'amministrazione Trump, e rimane di altissima qualità rispetto a numerosi paesi sviluppati.

In questa fase, la diversificazione degli investitori dagli asset statunitensi sembra avere un impatto maggiore sul dollaro che sulle azioni statunitensi. Nonostante le valutazioni elevate e l'esposizione diretta a numerose incertezze politiche a breve termine, esse mantengono una certa attrattiva. Per un investitore che cerca un'esposizione al settore tecnologico, gli Stati Uniti restano imprescindibili e la capacità delle imprese statunitensi di generare crescita degli utili e margini importanti non ci sembra compromessa in questa fase.



Allo stesso tempo, benché la dinamica di crescita sia inferiore a quella degli Stati Uniti, anche le azioni europee restano molto allettanti, con valutazioni più moderate, livelli di tassi bassi e una ripresa della crescita, in particolare grazie alla ripresa del credito ai consumatori e alle imprese, nonché a programmi pubblici come il piano infrastrutturale tedesco e il ReArmEU.

L'oro, che da diversi anni beneficia di flussi considerevoli, continua a crescere. L'aumento delle tensioni geopolitiche e i movimenti di diversificazione delle riserve valutarie delle varie banche centrali in tutto il mondo alimentano il rialzo dei prezzi.

Dal canto suo, il petrolio è fortemente calato, tornando momentaneamente al di sotto della soglia dei 65 dollari, malgrado i bombardamenti statunitensi in Iran e le minacce di blocco dello stretto di Hormuz, attraverso il quale transita quasi il 20% del petrolio mondiale, destinato principalmente ai mercati asiatici. Il mercato ha considerato questo conflitto come locale ed è stato rassicurato dalle riserve di produzione dell'OPEC e dalla nuova strategia di conquista dell'OPEC+ a vantaggio dei volumi e a scapito dei prezzi. Ciò ha permesso di placare un po' i timori di ripresa dell'inflazione, che hanno spinto la Fed all'immobilismo. Questo calo dei prezzi del petrolio potrebbe essere uno dei numerosi catalizzatori a sostegno di settori come i viaggi e la vendita al dettaglio, i consumi discrezionali, i prodotti alimentari e alcuni settori industriali.

Nel complesso, tassi d'interesse più bassi a breve termine, riduzioni delle imposte negli Stati Uniti, una crescita più forte in Europa grazie al piano infrastrutturale tedesco e al piano di difesa dell'Unione europea, nonché la stabilizzazione delle vendite al dettaglio in Cina dovrebbero sostenere i consumi e gli investimenti nei prossimi mesi e consolidare il nostro posizionamento a favore delle azioni.

Il secondo semestre si preannuncia comunque pieno di sorprese per gli investitori, che devono adattarsi continuamente ai sussulti dell'attualità e districare sentiment e fondamentali, in un contesto in cui i cicli di decisioni politiche sono diventati molto brevi rispetto a quelli degli investitori, del mercato e dell'economia.

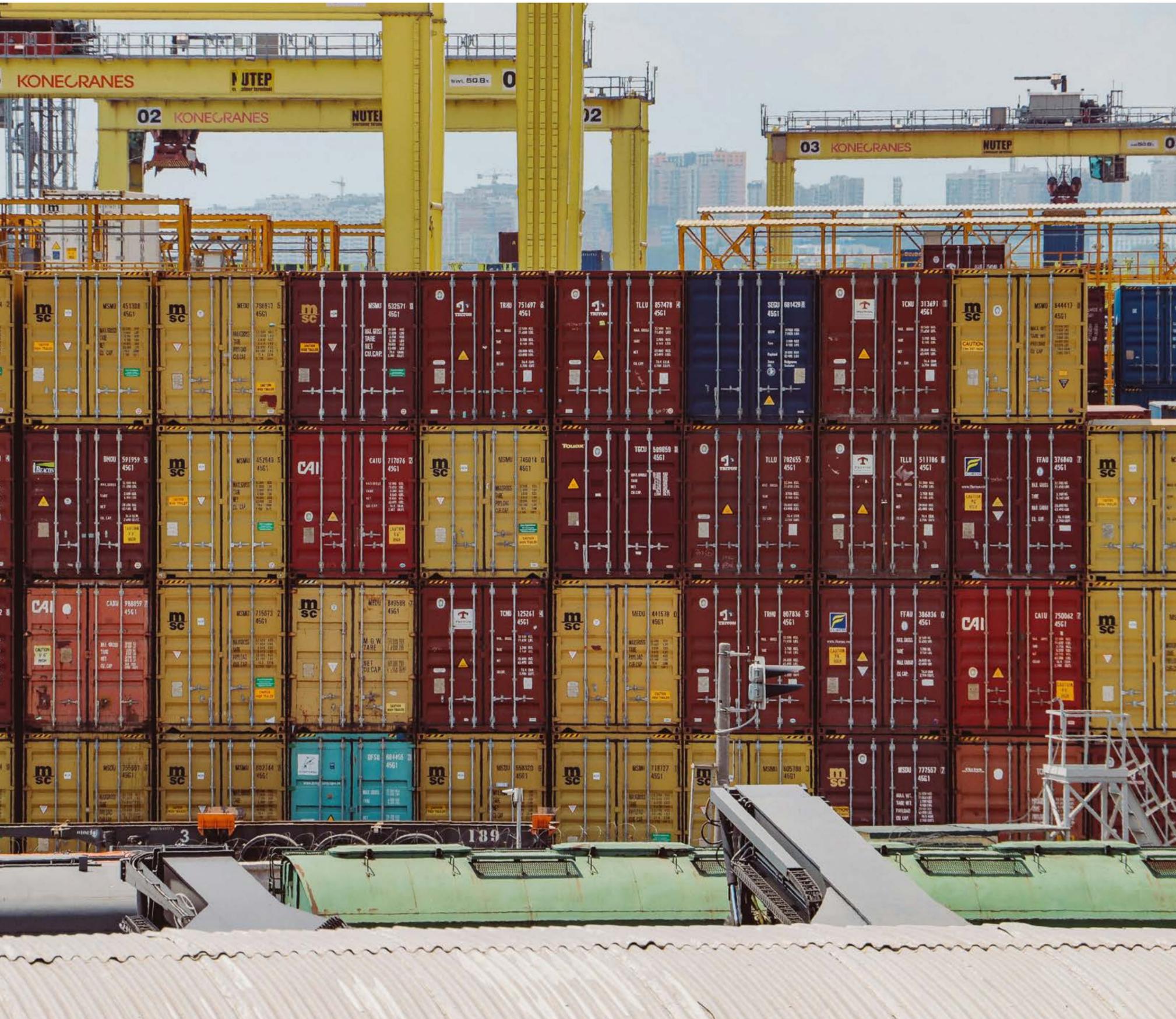
In questa edizione, presentiamo le nostre previsioni economiche nonché le nostre convinzioni sui mercati azionari e obbligazionari per il secondo semestre del 2025. Esaminiamo lo status di valore rifugio del dollaro, dell'oro e delle obbligazioni sovrane statunitensi e condividiamo le nostre prospettive sull'evoluzione dei prezzi del petrolio.

Il nostro dossier speciale è dedicato all'evoluzione delle tecnologie che modificheranno il volto e le dinamiche delle città di domani ed esplora i modi per ottenere un'esposizione finanziaria a questa promettente tendenza.

Infine, condividiamo le nostre convinzioni su alcune tematiche d'investimento come le banche europee, il settore della difesa e le azioni svizzere.



▶ Le nostre prospettive in video



# Macroeconomia



# L'effetto Trump: un amplificatore del rallentamento della crescita mondiale.

- La strategia statunitense non si limita all'aumento dei dazi doganali, ma al raggiungimento di un nuovo ordine mondiale.
- Caduta del commercio, calo dei consumi statunitensi per la reindustrializzazione del paese, incertezza storica, variazione della domanda relativa di asset statunitensi, deflazione cinese.
- Rallentamento più marcato del previsto a dicembre per Stati Uniti, eurozona e Asia.
- Il piano di investimenti tedesco potrebbe rivelarsi insufficiente per aiutare l'eurozona a far fronte a un aumento dei dazi doganali del 50%, a un rincaro del prezzo dell'energia legato alla guerra tra Iran e Israele e a una concorrenza cinese ancora più aggressiva.

L'inasprimento delle tensioni sui dazi doganali all'inizio dell'anno ha generato movimenti finanziari di grande ampiezza. L'indice borsistico statunitense è crollato del 20%, il dollaro si è deprezzato di quasi il 10% e i tassi sovrani statunitensi a 10 anni sono aumentati fino a raggiungere un picco del 4,59% il 21 maggio 2025. I mercati sono stati perturbati non solo dagli annunci di aumenti storici dei dazi doganali, ma anche da quelli che confermano la volontà degli americani di far pagare il costo dell'utilizzo del dollaro come moneta di riserva e di uscire dal sistema di Bretton Woods.

## Aumento dei dazi doganali e incertezza: un impatto recessivo

Questi aumenti dei dazi doganali e le misure protezionistiche adottate (restrizioni alle esportazioni, sovvenzioni, ecc.) aumentano i prezzi all'importazione e i costi di produzione, riducono il potere d'acquisto, i consumi delle famiglie e gli investimenti e vincolano le catene di valore. I paesi più dipendenti dagli Stati Uniti sono quelli più colpiti, ma non bisogna sottovalutare gli effetti secondari sui loro partner commerciali. Poiché la guerra commerciale è condotta da un grande paese che ha un'influenza sulla domanda globale, ovvero gli Stati Uniti, questi ultimi potrebbero costringere i loro partner a ridurre i prezzi delle loro esportazioni in cambio di esportazioni verso gli Stati Uniti. Ciò comporterà un calo dei margini ulteriore delle imprese interessate.

Ovviamente è complesso calcolare i dazi doganali effettivi, in quanto, allo stadio attuale, essi sembrano più uno strumento di contrattazione che di policy. Ecco perché abbiamo sviluppato due scenari. Nel primo scenario, verrebbe applicato solo un aumento del 10% dei dazi doganali

sulla stragrande maggioranza delle importazioni statunitensi e un aumento del 30% sugli acquisti dalla Cina, con sovrapprezzi settoriali. In questo caso, il PIL diminuirebbe del 2% negli Stati Uniti, dell'1,6% in Cina e dello 0,5% nell'Eurozona rispetto al 2024. A livello mondiale, il calo sarebbe dell'1,3%. Grazie all'effetto di sostituzione, la produzione industriale e di servizi statunitense aumenterebbe invece dell'1,5%. Questo effetto è più forte per le importazioni transfrontaliere che per le merci che transitano attraverso catene di valore. Dal canto suo, il commercio mondiale scenderebbe del 6% rispetto alla situazione del 2024. L'entità della diminuzione dei flussi sarebbe maggiore nei settori delle attrezzature di trasporto e delle apparecchiature elettriche ed elettroniche, il cui commercio calerebbe del 16%. Lo shock tariffario destabilizzerebbe le catene di valore, in particolare nei settori delle apparecchiature elettriche ed elettroniche e delle attrezzature (la cui produzione dipende al 30% dalle catene di valore).

Nel caso di un secondo scenario, che consiste nell'applicazione totale dei "dazi doganali" reciproci annunciati dall'amministrazione Trump senza esenzione settoriale e con misure di ritorsione, il crollo del PIL raggiungerebbe il 3,8% negli Stati Uniti, l'1,5% in Cina, lo 0,8% nell'eurozona e il 2% a livello mondiale. La produzione statunitense crescerebbe quindi del 2,7%. I paesi del sud-est asiatico e più in generale i paesi "corridoi" che hanno ampiamente beneficiato della guerra commerciale sino-americana avviata nel 2018 dovrebbero patire del rallentamento del commercio mondiale che prevediamo e della recessione industriale. Inoltre, le aziende cinesi riorienterebbero le loro vendite per compensare le minori esportazioni verso gli Stati Uniti e intensificherebbero la loro politica di deflazione per guadagnare quote di mercato.

L'effetto combinato dell'aumento dei prezzi dell'energia derivante dalla guerra tra Iran e Israele, dell'aumento delle importazioni dagli Stati Uniti in seguito ai negoziati con la Commissione europea, dell'applicazione di dazi doganali supplementari del 50% sulle esportazioni europee negli Stati Uniti e dell'aumento della concorrenza cinese potrebbe accelerare l'indebolimento dell'industria europea. I dazi effettivi statunitensi sulle importazioni di beni europei passerebbero quindi al 35% rispetto a meno del 2% nel 2024! Le esportazioni dell'Unione Europea verso gli Stati Uniti potrebbero ridursi del 60% rispetto al loro livello del 2024, e il calo del PIL dell'Unione Europea potrebbe raggiungere il 2,1% rispetto allo 0,8% stimato con l'aumento dei dazi doganali sulle sole esportazioni europee verso gli Stati Uniti. La Banca centrale europea potrebbe quindi tornare a tassi prossimi allo 0, con ripercussioni sul valore dell'euro. L'inflazione core potrebbe essere inferiore di 0,5 punti percentuali rispetto allo scenario con dazi doganali al 10%.

L'aumento dei dazi doganali e il rafforzamento delle misure protezionistiche non costituiscono quindi solo uno shock macroeconomico a breve termine. Comportano una riorganizzazione dei flussi di scambio.

L'aumento dei dazi doganali non è l'unico canale di impatto negativo della politica statunitense. A ciò si aggiunge l'incertezza e l'aumento dei tassi dei prestiti a lungo termine. Secondo l'indice di incertezza della



politica economica (EPU), l'incertezza è triplicata tra il primo trimestre 2025 e il secondo trimestre 2024. Questo canale di trasmissione è molto potente, poiché sostiene il risparmio e pesa sugli investimenti privati. Ha anche l'effetto di aumentare il premio di rischio sul mercato obbligazionario e spingere al rialzo i tassi a lungo termine. I costi di finanziamento dei governi sono aumentati. L'incertezza specifica della guerra commerciale ha invece l'effetto di posticipare gli investimenti previsti sia nell'ambito della catena del valore che in quella di espansione.

**Al canale di incertezza si aggiunge quello della stretta delle condizioni finanziarie.** Il calo iniziale dei mercati borsistici ha avuto un impatto negativo sull'effetto ricchezza e sulla fiducia delle famiglie. Inoltre, i deprezzamenti delle valute sono inflazionistici. Infine, i rialzi dei tassi di indebitamento, in particolare a lungo termine, pesano sui mercati immobiliari e rendono costosi i rifinanziamenti delle imprese e degli Stati.

### Più spesa pubblica per sostenere la domanda

Le spese pubbliche supplementari annunciate dall'inizio dell'anno dovrebbero in parte compensare il calo della domanda. Oltre all'estensione degli sgravi fiscali previsti dai Tax Cuts and Jobs Act del 2017, ne verranno proposti altri al Congresso nell'ambito del "One Big Beautiful Bill" per sostenere gli investimenti negli Stati Uniti. Dal canto suo, il governo cinese ha continuato ad allentare la propria politica monetaria e di bilancio. L'aumento del deficit nel 2025 rispetto al 2024 potrebbe essere dell'1,2% del PIL e del 4% del PIL tenendo conto delle emissioni obbligazionarie dei governi locali e centrali (Local and central government special bond). Secondo il nostro economista cinese, Fang Liu, l'impatto sulla crescita cinese di queste politiche incentrate sugli investimenti pubblici ammonterebbe a 1 punto percentuale. Ma la vera sorpresa arriva dalla Germania che, ancora una volta, ha annunciato un piano di rilancio in un momento decisivo. Lo dimostra l'improvviso rialzo dei tassi dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni e l'apprezzamento dell'euro. Secondo le nostre stime, queste misure potrebbero generare un aumento della crescita tedesca di 0,3 punti percentuali nel 2025, 0,6 nel 2026 e 0,8 nel 2027. Inoltre, il cancelliere Merz ha annunciato che la Germania raggiungerà l'obiettivo di spesa militare del 3,5% del PIL nel 2032, ossia un aumento di 0,2 punti di crescita all'anno. La Germania sceglie quindi, come sempre, la via dell'investimento, che a medio termine dovrebbe avere un impatto positivo anche sull'accumulo di capitale e sulla crescita potenziale. Oltre all'impatto diretto sulla crescita tedesca, il piano da 500 miliardi di euro e l'adozione da parte del Bundestag di un emendamento costituzionale che alleggerisce il freno all'indebitamento il 18 marzo scorso, potrebbero sostenere gli investimenti nell'eurozona. Inoltre, offre margini di manovra a breve termine alla Banca centrale europea e alla Commissione europea per i negoziati commerciali con gli Stati Uniti. Parallelamente, la Commissione europea (CE) ha annunciato una nuova strategia di difesa globale:

il piano ReArm Europe/Readiness 2030. Il piano Readiness 2030 prevede lo stanziamento di oltre 800 miliardi di euro per iniziative mirate. Per maggiori dettagli si rimanda all'analisi di Marie-Louise Deshares, datata maggio 2025: "Area euro: più difesa, più crescita".

### Un dollaro momentaneamente indebolito

Non è stata solo la diffidenza generata dagli annunci di tariffe "reciproche" (Giorno della Liberazione) dello scorso 2 aprile a provocare un rialzo dei tassi sovrani statunitensi e un deprezzamento del dollaro. E' stato anche l'annuncio a sorpresa di un aumento sostanziale della spesa pubblica tedesca e di un allentamento del freno al debito. La risposta della Germania all'imprevedibilità degli Stati Uniti si è rivelata una contromisura molto efficace, poiché ha sostenuto l'euro e di conseguenza ha dato meno peso agli attacchi statunitensi sulla sottovalutazione della moneta unica. Il tasso di cambio effettivo nominale del dollaro è diminuito del 10% tra gennaio e giugno 2025. Il deprezzamento è stato particolarmente forte rispetto al real brasiliano (-9,8%), all'euro (-9,4%) e al franco svizzero (-9,3%). Nello stesso periodo, il biglietto verde ha perso terreno anche rispetto al peso (-8,5%) e al dollaro canadese (-5%).

Di conseguenza, l'euro dovrebbe continuare a beneficiare dell'attivismo tedesco e della buona performance delle economie dell'Europa meridionale. Tuttavia, il dinamismo della crescita nominale statunitense, il vantaggio tecnologico degli Stati Uniti e il loro peso militare dovrebbero continuare a sostenere la domanda di dollari.

### Conclusione

La politica estera statunitense condotta dall'inizio del 2025 dovrebbe amplificare il rallentamento della crescita mondiale già avviato nel 2025 e nel 2026. Abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per gli Stati Uniti all'1,7% nel 2025 e all'1,9% nel 2026. Per contro, continuiamo a prevedere una crescita del 4,8% quest'anno e del 4,9% nel 2026 in Cina, grazie alle politiche di allentamento fiscale e monetario. L'eurozona beneficerebbe del piano di rilancio tedesco e dei tagli fiscali per le imprese già votati. Benché l'aumento dei dazi doganali sui beni esportati negli Stati Uniti si limiti al 10%, continuiamo a prevedere una crescita dello 0,6% quest'anno e dello 0,8% nel 2026.

**Mathilde Lemoine**

Group Chief Economist Edmond de Rothschild



*Materie prime*



# Il mercato del petrolio nel 2025: incertezze geopolitiche, ricomposizione dell'offerta e volatilità persistente.

Dall'inizio del 2025, il mercato petrolifero mondiale si evolve in un contesto complesso, che mescola incertezze politiche, pressioni sull'offerta, segnali contrastanti sulla domanda e riemergere di rischi geopolitici. Lo shock maggiore si è verificato a giugno, quando le tensioni militari tra Iran e Israele hanno bruscamente fatto aumentare il prezzo del Brent da 60 a 80 dollari in poche sedute. Questa impennata è stata seguita da una rapida ricaduta a 64 dollari, dopo un limitato intervento diplomatico e militare degli Stati Uniti per contenere l'escalation. Sebbene i prezzi del barile si stabilizzino ormai intorno ai 60-65 dollari, questa sequenza sottolinea la fragilità dell'equilibrio attuale, dove si alternano fattori strutturalmente ribassisti e picchi di tensioni geopolitiche.

## Il conflitto Iran-Israele del giugno 2025: fattore scatenante della volatilità e catalizzatore di un premio di rischio duraturo

La guerra tra Israele e Iran segna una tappa decisiva nell'escalation tra i due paesi. Questo shock geopolitico ha immediatamente fatto impennare i prezzi del greggio, che sono saliti di quasi 20 dollari al barile al picco delle tensioni, rivelando il nervosismo estremo dei mercati. Ma al di là della reazione puntuale, lo scontro potrebbe innescare un cambio di paradigma più profondo. Questo conflitto rafforza infatti la probabilità di un ciclo di instabilità ricorrente in Medio Oriente, con fasi di tensione acuta seguite da parziali inversioni di tendenza. Ciò genera una volatilità strutturale: i prezzi aumentano in modo discontinuo, secondo una logica a stadi per cui ogni episodio di crisi porta a un livello di prezzo più alto.

Il premio di rischio geopolitico legato all'Iran potrebbe quindi aumentare di volta in volta in risposta agli eventi in corso. Un aumento duraturo di questo premio richiederebbe un'azione in grado di incidere direttamente sul commercio del petrolio. Anticipando queste scosse, gli operatori di mercato adeguano le loro strategie, rafforzando la componente speculativa dei movimenti dei prezzi.

Al di là della dimensione geopolitica del petrolio, l'analisi dei fondamentali consente di determinare la tendenza del mercato.

## Gli altri fattori geopolitici del petrolio: incertezza politica statunitense e strategia offensiva dell'OPEC+

Il calo dei prezzi del petrolio osservato tra gennaio e marzo 2025, con il WTI passato da oltre 72 dollari a circa 60 dollari, si spiega principalmente con un ritorno dell'incertezza politica negli Stati Uniti. L'anno elettorale, segnato dalla candidatura di Donald Trump a un secondo mandato non consecutivo, ha riaperto i dubbi sulla prevedibilità della politica statunitense in materia di commercio, energia e diplomazia. I mercati temevano un ritorno a una politica estera più isolazionista e transazionale, che avrebbe potuto amplificare le tensioni commerciali e accrescere l'instabilità normativa. Parallelamente, l'OPEC+, in una dinamica meno cooperativa rispetto al passato, ha sorpreso adottando un atteggiamento di riconquista di quote di mercato, contrariamente alla strategia di restrizione dell'offerta messa in atto nel 2023-2024. Arabia Saudita, Russia, Emirati Arabi Uniti e Iraq hanno iniziato ad aumentare la produzione dalla primavera, aggiungendo in teoria più di 400.000 barili al giorno ogni mese, approfittando del fabbisogno asiatico e dell'erosione dell'offerta statunitense. Questa sovrabbondanza relativa ha accentuato le pressioni al ribasso, soprattutto in assenza di un netto rimbalzo della domanda.

## L'allentamento della guerra dei dazi tranquillizza i mercati e stabilizza i prezzi tra i 60 e i 65 dollari

Nonostante le preoccupazioni iniziali legate al ritorno di Donald Trump nella corsa presidenziale, la guerra tariffaria tra Stati Uniti e Cina, temuta dagli investitori, non ha raggiunto l'intensità prevista. Le dichiarazioni di Pechino e Washington da marzo mostrano una volontà di de-escalation, soprattutto sui prodotti energetici, per i quali la Cina resta dipendente da importazioni strategiche. I segnali di accordi settoriali temporanei hanno scongiurato lo scenario di una vera e propria guerra commerciale.

Questo sollievo ha offerto un moderato sostegno alle quotazioni del greggio. Gli investitori, rassicurati dalla stabilità del commercio mondiale, hanno rivisto al rialzo le loro previsioni di domanda. Questo ha aiutato i prezzi a stabilizzarsi intorno ai 60-65 dollari, sostenuti da segnali tecnici (rimbalzi sui principali supporti) e da una gestione più disciplinata delle scorte da parte dei raffinatori asiatici ed europei.

## Verso un nuovo paradigma dei fondamentali: l'OPEC+ guadagna slancio, lo shale oil statunitense si esaurisce e la domanda cresce moderatamente

Il panorama petrolifero mondiale entra in una fase di ricomposizione strutturale. L'OPEC+ sembra aver adottato un cambiamento strategico duraturo: piuttosto che difendere un prezzo elevato a scapito dei volumi, molti dei suoi membri stanno optando per un aumento



graduale della produzione al fine di catturare la quota di mercato lasciata libera dal declino dello scisto statunitense.

Infatti, la produzione statunitense è in calo tecnico dalla fine del 2024 (ma rimane comunque a più di 11 milioni di barili al giorno). Sono diversi i fattori che lo spiegano: finanziamenti più scarsi per i produttori indipendenti, progressivo esaurimento dei migliori giacimenti (sweet spot) e costi di estrazione che sono diventati meno competitivi rispetto al greggio del Medio Oriente. Anche il rialzo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti ha ridotto l'appetito per il finanziamento di nuove trivellazioni.

Di fronte a ciò, l'OPEC+, in particolare tramite l'Arabia Saudita, intende capitalizzare sulla sua capacità di inondare rapidamente il mercato a costi inferiori, in una logica dominante. In definitiva, questa strategia potrebbe aumentare la volatilità se l'equilibrio tra domanda e offerta dovesse rimanere fragile. Sul fronte della domanda, le prospettive restano stabili, con una crescita moderata trainata dall'Asia emergente. Negli Stati Uniti e in Europa, invece, la domanda si sta stabilizzando, se non addirittura diminuendo leggermente, a causa della transizione energetica e del rallentamento della crescita.

### **Conclusione: un mercato in transizione, trainato da forze contraddittorie**

Il mercato del petrolio nel 2025 è segnato da un'instabilità cronica, alimentata al tempo stesso dalla geopolitica, dalle ricomposizioni dell'offerta e dalle incertezze sul ciclo macroeconomico mondiale. Sebbene i prezzi abbiano subito un calo significativo all'inizio dell'anno, l'allentamento delle tensioni commerciali e il persistere delle tensioni geopolitiche hanno permesso una loro stabilizzazione. Ma l'ingresso in un nuovo paradigma, quello di un'OPEC+ conquistatrice e di uno shale oil statunitense indebolito, lascia presagire una volatilità duratura.

In questo contesto, gli investitori devono restare attenti ai principali segnali politici (elezioni statunitensi, Iran, decisioni OPEC+), seguendo le dinamiche microeconomiche settoriali (scorte, margini di raffinazione, costi di estrazione). Il petrolio resta in ogni caso un asset geopolitico.

**Manuel Maleki, Ph. D.**  
Senior Economist US & Commodities



# Azioni mondiali



## Mercati azionari: prevale il sentiment sui fondamentali.

Dall'inizio dell'anno, i mercati azionari hanno sperimentato una volatilità raramente vista prima, tra euforia prima dell'insediamento del presidente Trump, panico dopo l'annuncio dei dazi, seguito da calma e nuovi timori da metà giugno.

La comunicazione erratica della nuova amministrazione e l'annuncio di dazi doganali eccezionalmente elevati all'inizio di aprile hanno generato vendite massicce di attivi statunitensi. L'"eccezionalismo" ha lasciato il posto ai timori di inflazione e recessione legati agli annunci e alla governance dell'amministrazione repubblicana. I risultati delle imprese del primo trimestre, la svolta di Trump sui dazi doganali, l'annuncio di tagli delle imposte e deregolamentazione bancaria e, infine, la resilienza della crescita e della decelerazione dell'inflazione sono tutti elementi che hanno generato, da metà aprile, un rimbalzo significativo delle azioni statunitensi. In effetti, queste ultime hanno quasi ritrovato il loro livello record di febbraio, anche se il termine "eccezionalismo" non viene più utilizzato! A metà giugno, tuttavia, il contesto geopolitico in Medio Oriente e i timori della Fed su un potenziale ritorno dell'inflazione hanno nuovamente suscitato timori.

L'Europa sembra staccarsi dall'S&P 500, con una notevole sovraperformance, frutto di un "risveglio europeo" seguito alla perdita di fiducia degli investitori stranieri per le politiche economiche irregolari del governo, il ritiro degli Stati Uniti dal ruolo di guardiani della pace mondiale e il cambio di rotta della Germania. Il suo cancelliere, Friedrich Merz, sta abbandonando la politica di contenimento del debito pubblico di Angela Merkel per aumentare la spesa per la difesa e le infrastrutture a 10 anni, che potrebbe superare i 1.000 miliardi di euro.

Infine, in Cina si constata una divergenza rara tra l'indice di Hong Kong, che ha registrato un buon progresso dall'inizio del 2025, e l'indice CSI 300 composto da un numero maggiore di titoli domestici. L'indice Hang Seng è infatti costituito da società internazionalizzate, grandi capitalizzazioni tecnologiche e grandi società finanziarie, che approfittano dei flussi in uscita delle azioni statunitensi e delle vendite all'estero di prodotti cinesi che subiscono la deflazione dei costi. Il CSI 300 raggruppa invece società locali esposte alla debolezza della domanda cinese e alla deflazione dei prezzi di vendita sul mercato cinese.

Nel breve termine, lo slancio del rimbalzo registrato dall'8 aprile probabilmente si affievolirà e la volatilità persisterà per una serie di motivi:

- Una stagionalità più negativa
- Il rischio di picco dei prezzi del petrolio
- La scadenza dei termini di negoziazione dei dazi doganali
- Valutazioni diventate più care, soprattutto negli Stati Uniti.

A più lungo termine, la nostra visione resta positiva grazie a:

- Il proseguimento dell'implementazione dell'intelligenza artificiale
- Una crescita degli utili delle imprese sempre resiliente
- L'impatto economico positivo dei tagli fiscali negli Stati Uniti e dei piani per infrastrutture e difesa in Europa
- Una potenziale stabilizzazione della Cina.

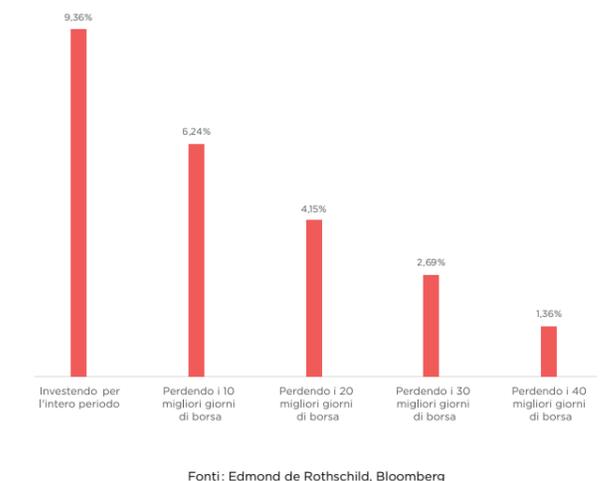
Data la valutazione dei mercati, in particolare quello statunitense (grafico 1), il potenziale a breve termine di questo mercato sembra più limitato rispetto alle ultime settimane. Sui mercati europei, restiamo positivi, vista la loro valutazione più contenuta, una crescita potenziale sottostimata e mercati che, a nostro avviso, anticipano già gran parte delle cattive notizie (geopolitica, crescita debole della Cina, euro forte, ecc.). I titoli finanziari europei (pagina 30), in forte rialzo quest'anno, conservano potenziale, così come i titoli legati alla ripresa europea, in particolare nel settore della difesa (pagina 33). In questo contesto di maggiore volatilità, sono richiesti i titoli difensivi, come i beni di prima necessità e la sanità, ben rappresentati nell'indice svizzero (pagina 26). Agli investitori con una visione a lungo termine conviene rimanere investiti! Non essere esposti nemmeno per qualche giorno di buona performance sul mercato azionario può ridurre significativamente la performance di lungo periodo dei portafogli (grafico 2).

**Hervé Prettre**  
Head of Global Investment Research

**Grafico 1:**  
Rapporti prezzo/utigli (P/E) a 12 mesi  
dell'S&P 500 e dello Stoxx 600



**Grafico 2:**  
Performance annualizzata (2003-2023)  
dell'MSCI World secondo diversi scenari





*Azioni svizzere*



# Mercato svizzero: stabilità locale, potenza globale.

A lungo percepito come un mercato di nicchia dominato da alcuni giganti difensivi, il mercato azionario svizzero merita una rilettura. Oltre ad una stabilità comprovata, esso combina esposizione internazionale, diversità settoriale, disciplina finanziaria e rendimento interessante. In un momento in cui gli investitori cercano visibilità, qualità e performance adeguata al rischio, il mercato svizzero si impone come componente imprescindibile di un portafoglio azionario globale.

## Un mercato globale, tra resilienza e crescita

Acquistare un'azione svizzera significa esporsi all'economia mondiale. Le società quotate realizzano quasi il 90% dei loro ricavi fuori dalla Svizzera, con una forte esposizione all'America del Nord, all'Europa e all'Asia, e i loro costi sono principalmente denominati in valute estere. Questa dimensione globale riflette la struttura macroeconomica del paese: la Svizzera presenta un surplus commerciale pari al 10% del prodotto interno lordo (PIL) e le sue esportazioni rappresentano il 48% del PIL, molto più dei paesi vicini.

L'economia domestica, trainata dalle sue PMI, è poco rappresentata in Borsa. Spesso percepito come difensivo a causa del peso dei titoli di aziende farmaceutiche, dei consumi di base (di cui il 40% dell'SPI solo per Nestlé, Roche e Novartis) e delle assicurazioni che costituiscono circa la metà dell'indice, il mercato svizzero è esposto al ciclo economico mondiale quanto il resto del mondo, attraverso le sue società operanti nell'ambito del lusso, dell'industria, della gestione di attivi o del med-tech.

## Profondità e diversità sottovalutate

Quello svizzero è un mercato di grandi dimensioni, che rivaleggia con la Francia e supera la Germania, per popolazioni ovviamente molto diverse (grafico 1). Il mercato si distingue per la dimensione significativa delle sue mid cap (imprese a media capitalizzazione), che sarebbero considerate large cap (imprese a grande capitalizzazione) in numerosi altri paesi. Le prime venti capitalizzazioni svizzere figurano tutte tra le prime cento europee. La profondità del mercato svizzero impressiona (quasi 50 società con capitalizzazioni comprese tra CHF 5 e 50 miliardi), così come la sua diversificazione: industria (Schindler, SGS, VAT), sanità (Straumann, Alcon, Sonova), finanza (Julius Baer, Partners Group), edilizia (Holcim, Sika) o lusso (Richemont).

## Un dividendo stabile e interessante... in CHF

In un contesto di tassi bassi, le azioni svizzere offrono un'alternativa di reddito con un dividendo medio del 3%, molto superiore all'1,5% del mercato statunitense. In termini reali, al netto dell'inflazione, il rendimento svizzero è molto interessante.

Questi dividendi sono in costante crescita e attirano gli investitori istituzionali locali (casse pensioni, fondazioni). Costituiscono infatti un'alternativa a un mercato obbligazionario poco profondo e dal rendimento limitato (attualmente 0,8% per l'Investment Grade). Tra l'altro, il franco forte sta imponendo una disciplina d'investimento alle aziende, in particolare a quelle che perseguono strategie di crescita esterna.

## Una valutazione tornata a essere ragionevole

A lungo percepite come care, le azioni svizzere sembrano oggi valutate ragionevolmente, dopo la rivalutazione delle azioni statunitensi nel 2023-2024 e la riscoperta dei titoli europei nel 2025 (grafico 2). Questo livello sembra giustificato dalla qualità della governance, dalla solidità dei bilanci e dalla regolarità delle politiche di distribuzione.

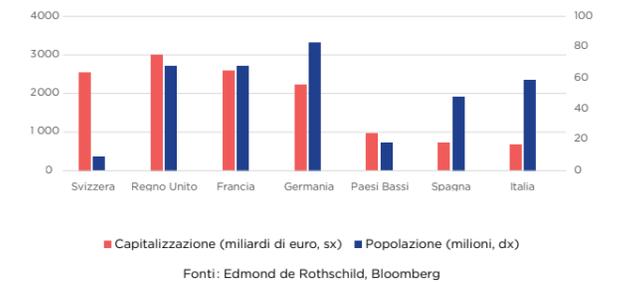
## Investire nella costanza e nell'eccellenza

Acquistare un'azione svizzera significa investire in gruppi mondiali costruiti su rigore, innovazione e prudenza. Significa anche beneficiare di una governance esigente, di una valuta forte e di un contesto politico stabile. Il mercato svizzero unisce rarità, rendimento reale e resilienza. A tale titolo, merita pienamente il suo posto in un portafoglio mondiale diversificato, indipendentemente dalla valuta di riferimento.

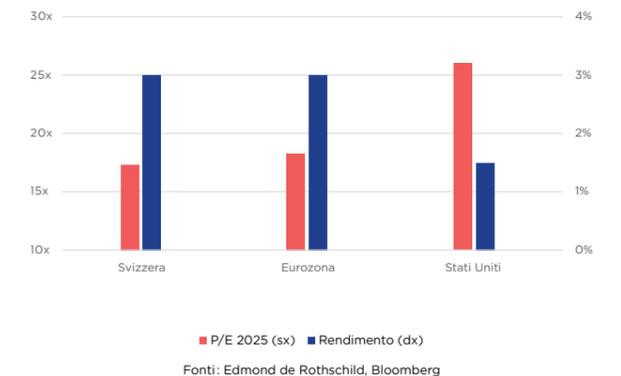
### Michel Leblanc

Head of Equity Expertise - Discretionary Portfolio Management Switzerland

**Grafico 1:**  
Mercati europei: capitalizzazione vs popolazione



**Grafico 2:**  
Multipli di valutazione per regione





Europa



# Le banche europee: ancora il vento in poppa, soprattutto con le prospettive di unione bancaria.

Quello delle banche europee, come indicato nell'Outlook & Convictions n. 13, è il settore più performante in Europa nel 2025 e potrebbe beneficiare ancora di venti di coda favorevoli. Le banche rimangono relativamente sottovalutate, nonostante godano di un'elevata redditività e di buone prospettive.

## Molti elementi congiunturali sono positivi

- Un irripidimento della curva dei tassi, che dovrebbe proseguire con le ingenti spese di bilancio degli Stati europei. Questo irripidimento è benefico in quanto le banche contraggono prestiti a breve termine per erogare prestiti a lungo termine, il che dovrebbe consentire una crescita dei margini netti d'interesse sui prestiti.
- Un'attività di trading favorita dall'attuale volatilità sui mercati finanziari.
- Un consolidamento che dovrebbe intensificarsi con diverse operazioni recenti su larga scala.
- Gli afflussi verso le azioni europee dovrebbero favorire soprattutto il settore bancario, che è il settore leader nell'indice Stoxx 600 (13% dell'indice).
- La riduzione delle pressioni concorrenziali: alcuni marchi di distribuzione che detenevano attività finanziarie le hanno recentemente cedute alle banche, per mancanza di scala o di competenze, mentre le banche online si trovano in fase di stagnazione con una quota di depositi totali che resta bassa (dal 3% al 5%), data la loro difficoltà a offrire servizi a maggior valore aggiunto rispetto ai semplici pagamenti o trasferimenti.
- L'impatto della tecnologia, e in particolare dell'IA, è fondamentale per molti clienti privati e professionisti e le grandi banche hanno maggiori mezzi per investire in questo settore.
- Il proseguimento della normalizzazione delle valutazioni, con la stima del rapporto prezzo/utigli delle banche europee per il 2026 che rimane moderato a 8,5x, rispetto a una media storica di 10-11x.
- Il rafforzamento della remunerazione degli azionisti attraverso dividendi e riacquisti di azioni, grazie a un miglioramento della generazione di cassa.

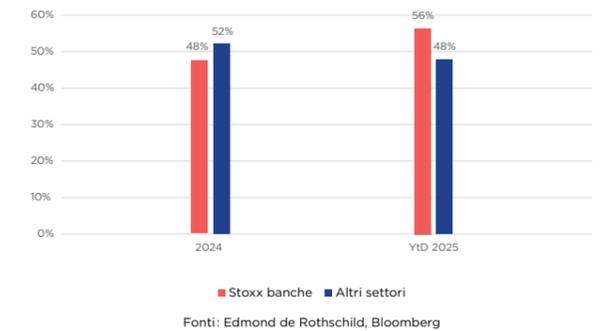
Al di là di questi elementi, l'accelerazione dell'istituzione dell'unione bancaria europea rappresenta un vantaggio supplementare. Gli obiettivi

di questa unione sono semplici: mobilitare per l'economia i 1.400 miliardi di euro di risparmio europeo spesso investiti in misura ridotta e consentire che i risparmi in eccesso in alcune aree vengano prestati e investiti in altre regioni dove i risparmi sono inferiori. Si tratta anche di far nascere in Europa un vero e proprio mercato integrato dei capitali, come quello statunitense.

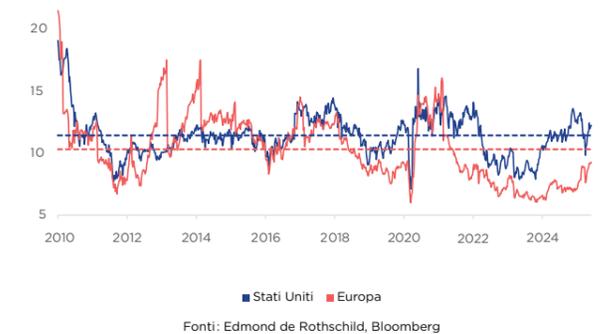
## Un disegno di legge contenente misure fondamentali

- L'armonizzazione della fiscalità sul trading di azioni per rendere più interessante l'acquisto di azioni da parte dei privati.
- La riduzione dei coefficienti di solvibilità nel trading azionario e nella cartolarizzazione, per consentire alle banche europee di essere meno dipendenti dai prestiti tradizionali e di svilupparsi nell'investment banking come intermediario finanziario. Ciò corrisponde al modello delle grandi banche statunitensi, che oggi finanziano solo circa il 30% dell'economia nazionale, la maggior parte della quale è finanziata da gestori patrimoniali, fondi di private equity e fondi pensione, per i quali le grandi banche fungono da intermediari in cambio di una commissione. Le banche europee finanziano ancora più del 70% dell'economia della regione attraverso prestiti tradizionali, il che aumenta il loro rischio e limita i loro volumi di prestito, in particolare con elevati indici di solvibilità. Il modello statunitense offre meno rischio di credito e margini superiori grazie all'intermediazione, quindi una redditività superiore.
- L'armonizzazione delle norme in materia di IPO darà impulso a questo mercato, di cui beneficiano le imprese e le banche, con margini dal 4% all'8% sulle IPO (Initial Public Offering, offerta pubblica iniziale) per le banche.
- L'adozione di una legge sulla resilienza operativa digitale, per rafforzare e armonizzare la gestione dei rischi informatici e la sicurezza delle reti a livello europeo.
- Semplificazione e uniformazione del calcolo dei requisiti patrimoniali. In questo modo, i livelli di capitale regolamentare saranno determinati con un metodo semplice basato su una formula armonizzata, che facilita la comparabilità all'interno del settore e tra i paesi.

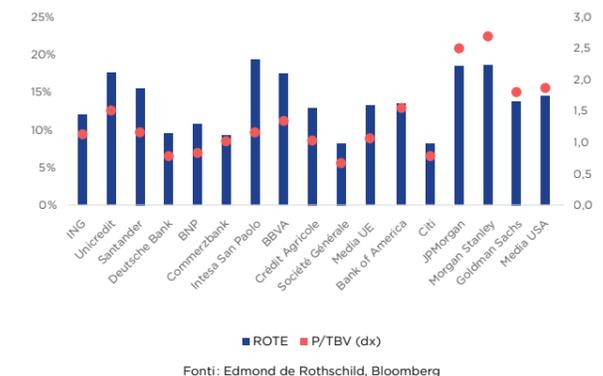
**Grafico 1:**  
Contributo alla performance dello Stoxx  
600 dall'inizio dell'anno



**Grafico 2:**  
Rapporto prezzo/utigli stimato a 12 mesi per gli indici MSCI  
delle banche statunitensi ed europee (medie tratteggiate)



**Grafico 3:**  
Rendimento del capitale tangibile (ROTE) e prezzo/valore  
contabile (P/TBV) delle banche europee e statunitensi





L'unione bancaria dovrebbe stimolare l'attività delle banche d'affari, dei gestori patrimoniali e delle banche che operano nel settore dei prestiti in Europa. Ne beneficerebbero le banche vicine alle aziende con un settore commerciale ben sviluppato, nonché quelle che hanno accesso a risparmi consistenti. Infine, potrebbe favorire un'ondata di fusioni/acquisizioni su scala europea, movimento voluto dall'Europa per avere banche di dimensioni superiori, contribuendo così a rafforzare la rivalutazione del settore.

#### Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

#### Darius Bakhtari

Research analyst, Global Investment Research

## “Se non vi occupate di geopolitica, la geopolitica si occuperà di voi”.

Questa formula, attribuita all'ex consigliere del presidente Carter, Zbigniew Brzezinski, è apparsa a lungo fuori luogo in un'Europa che sognava di essere post-storica, pacificata ed economicamente integrata. Eppure, nel giro di pochi mesi, la realtà si è imposta clamorosamente: la guerra è tornata alle porte dell'Unione e, con essa, la necessità di un risveglio strategico. L'Europa riscopre una verità dimenticata: senza capacità di difendersi, non c'è sovranità politica né autonomia economica. La Difesa è la base che condiziona tutti gli altri fondamentali.

### La Difesa, il ritorno della realtà e l'inizio della sovranità

La guerra in Ucraina ha posto fine a una lunga illusione strategica. Nel giro di poche settimane, l'Europa ha scoperto la portata delle sue vulnerabilità: capacità militari disperse, scorte di armi insufficienti, dipendenza critica dall'ombrello statunitense. Queste debolezze illustrano una perdita di autonomia che compromette la nostra sovranità di fatto.

La sveglia è brutale, ma salutare. L'agenda dei bilanci militari si iscrive in tempi lunghi, ma le intenzioni nazionali hanno già mostrato un'ascesa straordinaria: la Francia parla del 3,5% del suo PIL a lungo termine, mentre la Polonia si avvicinerà al 5% entro il 2025. La Germania, da parte sua, ha il più grande bilancio per la difesa dell'UE dal 2024 e parla di 500 miliardi di euro di spese militari aggiuntive in dieci anni.

La questione dell'allocazione dei budget alle attrezzature sarà centrale: la base industriale e tecnologica di difesa (BITD) europea, molto frammentata, dovrà strutturarsi e far emergere attori di dimensioni critiche, per competere con i grandi fornitori statunitensi. E qui, abbiamo scoperto un alleato inaspettato: il nuovo presidente degli Stati Uniti d'America. In un'intervista a Le Figaro a maggio, Ariane de Rothschild sottolineava che *“Donald Trump rende un grande servizio all'Europa costringendola a uscire dal suo letargo”*. Minacciando di ritirarsi dalla NATO, il presidente degli Stati Uniti gioca il ruolo di stimolo, come dimostrano i percorsi borsistici delle società europee di difesa rispetto alle controparti statunitensi. Il tono politico è cambiato. L'autonomia strategica è un obiettivo dichiarato. E il dibattito pubblico prende atto di un'evidenza: senza una difesa credibile, non c'è sovranità politica né sovranità economica.



In questo contesto, gli investitori hanno tutto l'interesse a reintegrare la difesa nella loro lettura strategica. La stabilità geopolitica è una condizione per la performance sostenibile. Senza sicurezza, non esistono investimenti a lungo termine.

### Il rapporto Draghi: per una sovranità economica attraverso gli investimenti

Nel suo rapporto consegnato alla Commissione europea nel settembre 2024, Mario Draghi, economista ed ex presidente della Banca centrale europea, propone niente meno che un cambio di paradigma. Di fronte all'erosione della competitività del continente, invoca una spinta collettiva – una strategia d'investimento massiccia, coordinata e orientata alla sovranità. Un'Europa che riconosce di essere un attore economico a pieno titolo, capace di competere con Stati Uniti e Cina.

Tre pilastri strutturano questa ambizione:

- **L'energia:** l'Europa deve garantire un'energia pulita, competitiva e indipendente. Ciò includerà le energie rinnovabili, un ritorno al nucleare (convenzionale e SMR, Small Modular Reactor), la densificazione delle reti elettriche per consentire l'elettrificazione industriale e l'uso del GNL (gas naturale liquefatto) per compensare la perdita del gas russo. L'autonomia energetica è la condizione per un'industria competitiva e resiliente.
- **L'innovazione:** la sfida è la produttività. A partire dal 2040, l'Unione Europea perderà 2 milioni di lavoratori all'anno. Sarà necessario produrre di più con meno braccia e, a tal fine, controllare le tecnologie critiche (IA, biotech, spaziale, semiconduttori) e ripristinare la capacità d'innovazione.
- **Il finanziamento:** l'Europa dispone di un risparmio abbondante ma allocato male. Mario Draghi chiede una "unione del risparmio e dell'investimento" (Savings and Investment Union, SIU) per mobilitare questo risparmio verso il finanziamento della nostra sovranità, in particolare attraverso una modernizzazione dei mercati dei capitali e una vera unione bancaria (si veda l'articolo precedente), in un panorama europeo attualmente troppo frammentato.

Tuttavia, senza sicurezza, questi pilastri restano fragili. Le catene di valore critiche, le infrastrutture energetiche, i laboratori, le fabbriche: tutto si fonda su una base geopolitica stabile. La difesa non è una priorità concorrente, è la chiave strategica dell'insieme.

### Per gli investitori, una trasformazione da cogliere già oggi

Considerata a lungo un tabù per gli investimenti, la difesa sta ora emergendo come un tema di gestione accettato, sostenuto da governi, industria e istituzioni europee. I bilanci aumentano rapidamente, gli strumenti comunitari si moltiplicano (in particolare il Fondo europeo di difesa) ed emerge una chiara volontà di consolidare una base industriale e tecnologica di difesa integrata a livello europeo.

Ma questa dinamica non è che un inizio. Il capitale pubblico non basterà. Il rapporto Draghi chiede una mobilitazione congiunta, attraverso la quale gli investitori privati svolgano un ruolo strategico nel finanziare la trasformazione del continente. La difesa è una componente importante di questa transizione, ma non è l'orizzonte. La sovranità europea si gioca anche sul terreno economico, attraverso l'energia, l'innovazione e il finanziamento.

L'investimento ragionato nella sovranità non deve essere un "one sector show", con le sue conseguenze in termini di volatilità. Investendo nei pilastri economici del rapporto Draghi, gli attori privati possono cogliere una trasformazione di fondo, diversificando la loro esposizione a un tema trasversale e sostenibile: quello della sovranità.

Investire nella sovranità europea significa sfruttare un movimento profondamente radicato che porterà rendimenti finanziari: riarmo, rinnovamento energetico, reindustrializzazione, innovazioni critiche, per non parlare del finanziamento di questi investimenti. Queste dinamiche non sono fuochi di paglia a breve termine, ma temi sostenibili, attorno ad attori europei strategici. E, al di là del rendimento, si tratta anche di un impegno extra-finanziario. Questo tema incarna una responsabilità: partecipare alla rifondazione della nostra casa comune e all'autonomia delle nostre decisioni collettive. In una parola: alla nostra libertà. Come diceva Jean Monnet, *"gli uomini accettano il cambiamento solo nella necessità e vedono la necessità solo nella crisi"*. È giunto il momento di scegliere.

#### Anthony Penel

Portfolio Manager European Equities,  
Edmond de Rothschild Asset Management

#### Caroline Gauthier

Co-head of Equities  
Edmond de Rothschild Asset Management



Focus settoriale



# Le città del futuro: tra rivoluzione urbana e opportunità d'investimento.

Storicamente, lo sviluppo delle città è stato la culla dei grandi cambiamenti, che si tratti dell'avanzamento tecnologico o del progresso sociale, politico, economico e culturale. Questo fenomeno dovrebbe intensificarsi in futuro. La città di domani sta prendendo forma davanti a noi: più verde, più flessibile e accessibile, automatizzata, incentrata sulla tecnologia e sull'innovazione, meglio monitorata, sede di grandi aziende e di un'ampia gamma di servizi. Nonostante le sfide legate alle disuguaglianze, la crescita continua delle città potrebbe offrire numerose opportunità di investimento interessanti.

## La città in trasformazione

Secondo le Nazioni Unite, entro il 2050 circa 2,5 miliardi di persone in più vivranno in aree urbane, portando la popolazione urbana globale a circa il 68%. Questa cifra dovrebbe salire all'80% nei paesi più ricchi. Questa rapida urbanizzazione genera sfide importanti in termini di infrastrutture, mobilità, sostenibilità e qualità della vita e persino di equilibrio tra le popolazioni. In questo mondo in continua evoluzione, le città del futuro vengono modellate oggi attraverso il prisma della sostenibilità, dell'accessibilità, dell'innovazione tecnologica e delle opportunità economiche che generano. Con l'accelerazione dell'urbanizzazione, le sfide ambientali e sociali diventano sempre più pressanti, spingendo i comuni e gli investitori a ripensare le infrastrutture e persino lo stile di vita urbano. Le città sostenibili, intelligenti e connesse non sono più un'utopia, ma una necessità per soddisfare le esigenze di una popolazione urbana in crescita.

Per gli investitori esperti, queste trasformazioni rappresentano una miriade di opportunità. Le tecnologie verdi, i sistemi di trasporto intelligenti, gli edifici a energia neutra o positiva, le piattaforme di connessione, i sistemi di monitoraggio e le infrastrutture digitali sono solo alcune delle piste promettenti per investimenti redditizi e responsabili, sebbene anche la città di domani debba affrontare delle sfide.

## La città sostenibile

La sostenibilità si impone come pilastro centrale delle città del futuro, un concetto che va oltre la semplice considerazione ambientale per abbracciare una visione olistica dell'urbanistica. Si tratta di una novità, dopo secoli di crescita dovuta semplicemente all'afflusso di popolazione e allo sviluppo di quartieri senza un vero controllo sul quadro

generale. Di fronte all'emergenza climatica e alla scarsità delle risorse, le metropoli di tutto il mondo sono costrette ad adottare ambiziose strategie volte a ridurre la loro impronta di carbonio e migliorare la qualità della vita dei loro abitanti. Questa transizione verso città più sostenibili si manifesta con una moltitudine di iniziative innovative, sostenute da politiche pubbliche e da investimenti privati crescenti. Ad esempio, l'integrazione massiccia dell'energia rinnovabile nelle reti urbane non solo riduce le emissioni di gas serra, ma crea anche posti di lavoro locali nel settore delle tecnologie verdi. I parchi eolici offshore, come quello di Hornsea nel Regno Unito, e le solar farm urbane, come quelle sviluppate a Singapore, diventano nuove componenti dei paesaggi cittadini moderni.

## La riconversione di edifici industriali dismessi

In quest'ottica di sostenibilità urbana, il risanamento dei siti industriali dismessi e la riconversione degli edifici esistenti svolgono un ruolo cruciale. Invece di espandersi all'infinito, le città devono ricostruire se stesse, ottimizzando l'utilizzo degli spazi già urbanizzati. Questo approccio permette non solo di preservare i terreni naturali e agricoli limitando l'artificializzazione del suolo, ma anche di rivitalizzare aree spesso trascurate. I distretti industriali, ad esempio, rappresentano opportunità uniche per sviluppare progetti innovativi, come eco-quartieri o spazi dedicati all'economia circolare, dove le vecchie strutture vengono trasformate in luoghi di vita, di lavoro o di cultura. Questa strategia di densificazione intelligente promuove anche una migliore gestione delle risorse e delle infrastrutture, incoraggiando al contempo un mix sociale e funzionale nel cuore delle città.

## Verso una città a zero emissioni

Un altro esempio di questa tendenza è rappresentato dagli edifici a energia positiva, che producono più energia di quanta ne consumano grazie a pannelli solari integrati e sistemi di gestione intelligente dell'energia. Città come Copenaghen e Stoccolma hanno fissato obiettivi ambiziosi per diventare neutrali in termini di carbonio rispettivamente entro il 2025 e il 2040, in parte grazie alla costruzione di tali edifici. In Svizzera, Ginevra ha intrapreso un'ambiziosa ristrutturazione delle sue reti termiche: invece di avere una caldaia in ogni edificio della città, il calore sarà prodotto in una centrale e inviato agli edifici attraverso canalizzazioni sotterranee. L'energia sarà generata dall'incenerimento dei rifiuti, dal gas naturale, dalle pompe di calore che attingono l'acqua del lago Lemano per alimentare la rete di calore. L'acqua profonda del lago Lemano sarà utilizzata anche per rinfrescare gli edifici. Con questa implementazione, Ginevra intende accelerare la transizione energetica e ridurre le sue emissioni di gas a effetto serra del 60% entro il 2030. Queste iniziative sono sostenute da quadri normativi rigorosi e incentivi fiscali, che creano un ambiente favorevole agli investimenti immobiliari sostenibili.



## Una città verde senza rifiuti

La creazione di aree verdi urbane e la promozione della mobilità dolce sono inoltre elementi chiave per migliorare la qualità dell'aria e la salute pubblica. Le aree verdi hanno un impatto significativo sulla temperatura urbana, agendo come "isole di freschezza". Riducono la temperatura media della città di circa 2°C e possono addirittura creare differenze di 10°C o più tra una strada e uno spazio verde durante un'ondata di calore. Questo raffreddamento è dovuto all'ombra degli alberi, all'assenza di asfalto (che accumula calore durante il giorno) e all'evapotraspirazione, che raffredda l'aria ambiente.

Le città investono anche in infrastrutture ciclabili, aree pedonali allargate e trasporti pubblici più efficienti e meno inquinanti. Un altro settore in cui le città sostenibili stanno apportando delle innovazioni è quello dei sistemi di gestione intelligente dei rifiuti e dell'acqua. Le tecnologie avanzate stanno diventando sempre più comuni, come i sensori IoT (Internet of Things) per monitorare i livelli dei rifiuti e ottimizzare i percorsi di raccolta, o i sistemi di recupero dell'acqua piovana per irrigare gli spazi verdi. Queste soluzioni consentono non solo di ridurre i costi operativi, ma anche di migliorare l'efficienza e la sostenibilità dei servizi urbani.

Le città sostenibili diventano così ecosistemi propizi all'innovazione, attirando talenti e capitali in un circolo virtuoso di crescita responsabile.

## Una città con notevoli disparità economiche ma fonte di opportunità

La vicinanza di università, centri di ricerca o grandi gruppi sempre più potenti grazie alla globalizzazione rende le capitali più attrattive di qualsiasi altra città per le popolazioni qualificate. Per contro, le popolazioni meno qualificate in cerca di lavori nel settore dei servizi lasciano le città medie, le campagne o i paesi poveri per trasferirsi in modo precario nelle capitali o nelle periferie. Infine, il massiccio aumento dei prezzi immobiliari espelle alcune famiglie delle classi medie (100.000 abitanti in meno a Parigi, ad esempio dal 2010). La grande città crea posti di lavoro qualificati e servizi, quindi raggruppa una popolazione molto benestante e una popolazione precaria, mentre si svuota della sua classe media.

Cosa succederà tra 10 anni? È probabile che i centri urbani vedano un ulteriore aumento dei prezzi degli immobili, che dovrebbe spingere le famiglie e le classi lavoratrici ad abbandonare l'area, attirando una popolazione benestante e una popolazione disposta ad accettare alloggi modesti pur di trovare un lavoro. Modelli di vita moderni, come il telelavoro e gli spazi di coworking, potrebbero però offrire alle giovani generazioni la possibilità di tornare a centri urbani dinamici. In questo modo si dovrebbe vedere un aumento ancora più marcato delle disuguaglianze in città. Ciò rafforzerà l'esigenza di sicurezza,

ma anche l'emergere di una cultura internazionale. I fornitori tradizionali di servizi di altri paesi troveranno una manna in questa popolazione qualificata e globalizzata. La città sarà il centro di esplosione della tecnologia e del progresso, stimolati dall'intelligenza artificiale.

Ma potrebbe essere ancora di più un intreccio di culture diverse, fonte al contempo di ricchezza e di tensioni, che alla fine riescono a convivere e a far prosperare una metropoli più sostenibile, più high-tech, più connessa e più piacevole da vivere.

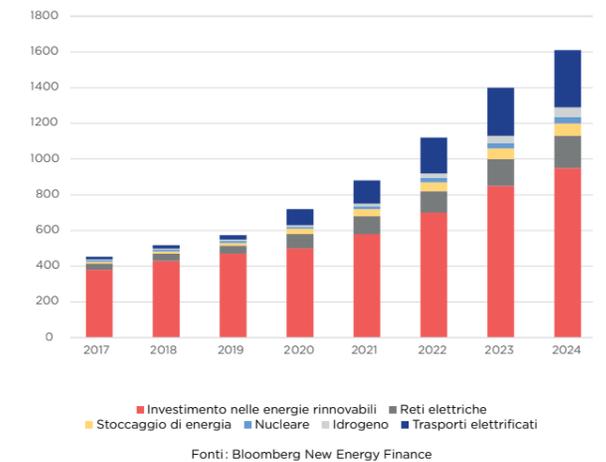
## La tecnologia al centro delle sfide della città di domani

In un mondo in costante evoluzione, le città di domani affrontano la sfida di fondere le innovazioni tecnologiche con lo sviluppo urbano per creare ambienti resilienti, sostenibili e smart, in cui la qualità della vita è rafforzata dall'integrazione omogenea di sistemi intelligenti e connessi.

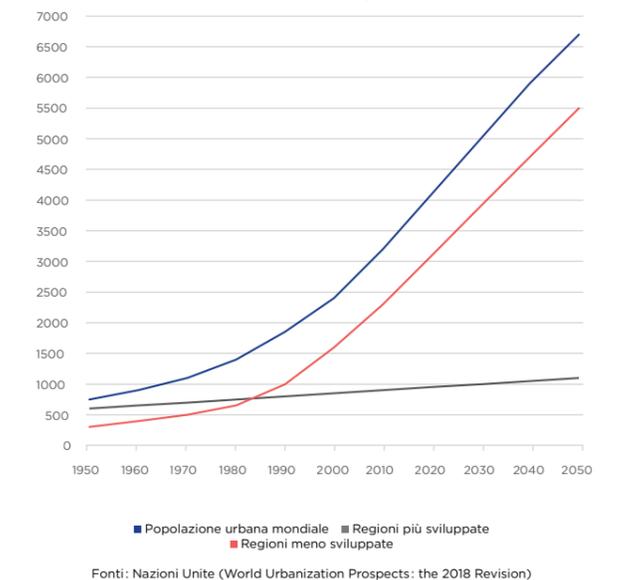
Singapore, leader in questo settore, utilizza una fitta rete di sensori IoT per monitorare vari aspetti della vita urbana, come la qualità dell'aria e il volume di traffico. Questa rete consente di ottimizzare l'utilizzo delle risorse e migliorare la mobilità urbana in tempo reale. Dubai, da parte sua, investe massicciamente nella stampa 3D, con un ambizioso progetto di costruire il 25% dei suoi nuovi edifici entro il 2030 sfruttando questa tecnologia, in modo da ottimizzare al massimo le risorse impiegate.

L'integrazione dei veicoli autonomi continua a progredire in diverse metropoli degli Stati Uniti, in particolare a San Francisco e Phoenix, permettendo di ovviare all'intensificazione del traffico automobilistico da un lato e alla mancanza di autisti dall'altro. Londra sperimenta sistemi di illuminazione pubblica adattivi che si regolano in funzione della frequentazione delle zone, riducendo così il consumo energetico notturno. I trasporti aerei autonomi prendono forma, come a Parigi dove sono allo studio progetti di droni taxi per offrire tragitti veloci ed ecologicamente sostenibili tra i principali poli urbani. Molte città intendono utilizzarli anche per rendere più fluido il trasporto di merci e, in particolare, la consegna a domicilio, con l'obiettivo di ridurre la congestione.

**Grafico 1:**  
Investimenti nella transizione energetica per categoria (2010-2024)



**Grafico 2:**  
Stime e proiezioni della popolazione urbana mondiale (1950-2050), in milioni





Infine, le tecnologie legate alla realtà aumentata e virtuale vengono utilizzate anche nella pianificazione urbana per incoraggiare la collaborazione tra progettisti, architetti e sviluppatori, facilitando la pianificazione di progetti immobiliari. I "gemelli" o "cloni" digitali ne sono un esempio: permettono sia di prevedere una migliore urbanizzazione a monte della costruzione, sia di gestire l'intero ecosistema in modo virtuale, una volta conclusi i progetti immobiliari. Infine, le "foreste urbane" verticali che fioriscono in molte città asiatiche ma anche occidentali, come Milano, dimostrano come l'integrazione dei sensori possa garantire la salute della vegetazione e contribuire a ridurre l'anidride carbonica nelle aree urbane.

### **Come esporsi al crescente potere della tecnologia nelle città?**

L'Internet delle cose è al centro di questa trasformazione, che permette un monitoraggio efficace e una gestione intelligente delle infrastrutture urbane, grazie a una moltitudine di sensori interconnessi. L'intelligenza artificiale (IA), l'avanguardia delle tecnologie intelligenti integrate nelle città del futuro, svolge un ruolo cruciale ottimizzando i sistemi autonomi e offrendo capacità di analisi predittiva che facilitano il processo decisionale consapevole. La connettività (5G e prossimamente 6G) migliora la comunicazione tra dispositivi intelligenti, accelerando l'attuazione di soluzioni di mobilità e gestione delle risorse. La stampa 3D rappresenta una rivoluzione nel settore edilizio, che permette di costruire più rapidamente e di ridurre i rifiuti. La realtà aumentata e quella virtuale (AR/VR) ottimizzano la pianificazione e la visualizzazione dei progetti urbani, facilitando così le collaborazioni tra i diversi attori dello sviluppo immobiliare. Infine, lo sviluppo della tecnologia dei droni apre nuove strade per il trasporto aereo autonomo, offrendo soluzioni logistiche che potrebbero ridurre la congestione stradale. I semiconduttori, onnipresenti nei dispositivi tecnologici, rimarranno la spina dorsale di tutte queste innovazioni e il modo migliore per essere esposti finanziariamente.

### **Come esporsi alle sfide infrastrutturali della città di domani?**

Le città sostenibili favoriscono l'emergere di nuove forme di collaborazione tra il settore pubblico e quello privato. Le partnership pubblico-privato (PPP) diventano uno strumento essenziale. Queste collaborazioni permettono di condividere i rischi e i benefici, accelerando al contempo l'attuazione di soluzioni innovative. Ad esempio, le imprese private possono investire in tecnologie avanzate per la gestione dell'energia o dei rifiuti, mentre i comuni forniscono le infrastrutture e i quadri normativi necessari, garantendo al tempo stesso la visibilità dei flussi di cassa alle imprese per un lungo periodo.

La sostenibilità urbana rappresenta quindi per gli investitori un'opportunità senza precedenti di partecipare alla costruzione di città più resilienti e prospere. Sostenendo progetti che integrano pratiche sostenibili, gli investitori possono non solo contribuire alla lotta contro il cambiamento climatico, ma anche beneficiare di rendimenti interessanti in mercati in piena crescita. Le città del futuro, sostenibili e innovative, offrono così un terreno fertile per investimenti redditizi e responsabili.

In conclusione, le città di domani si profilano all'orizzonte come entità dinamiche e sostenibili, forgiate dall'innovazione tecnologica e da una visione risolutamente orientata alla sostenibilità. Ciò non impedisce una convivenza tra "molto agiati" e "molto assistiti". Le sfide poste dalla crescente urbanizzazione e dai cambiamenti climatici, in particolare la necessità di sicurezza, aprono la strada a opportunità di investimento senza precedenti, dove performance finanziarie e responsabilità ambientale vanno di pari passo. Gli investitori hanno un ruolo cruciale da svolgere in questa trasformazione, sostenendo progetti che non solo generano rendimenti interessanti, ma contribuiscono anche a costruire un futuro più sostenibile.

#### **Eric de Tessières**

Group Chief Sustainability Officer

#### **Nadjet Hamrouni**

Director Sustainable Investment Solutions

#### **Anthony Toupin**

Senior analyst Global Investment Research



Obbligazioni



# Una maggiore incertezza economica non giova alle obbligazioni sovrane.

Storicamente, quando l'economia rallentava e l'incertezza aumentava, gli investitori trovavano rifugio negli attivi cosiddetti difensivi, come le obbligazioni sovrane degli Stati con i rating migliori, e in alcune valute come il franco svizzero, lo yen o l'oro. Questa relazione non è più così forte come prima. Dall'inizio dell'anno, infatti, tutti i rendimenti obbligazionari a 10 anni dei principali paesi sono aumentati, mentre le prospettive di crescita sono state riviste al ribasso a causa dell'incertezza legata ai dazi doganali, all'aumento dei deficit pubblici e ai caotici annunci dell'amministrazione Trump.

Anche in Europa, la fine della regola del freno all'indebitamento in Germania per finanziare un vasto piano infrastrutturale (20% del PIL tedesco su 10 anni) ha stimolato i rendimenti obbligazionari. Nel Regno Unito e in Giappone, incertezze di bilancio e un'inflazione superiore alle aspettative hanno avuto un effetto simile.

## Quali sono le cause dell'indebolimento di questa relazione?

Tra i vari fattori, due elementi svolgono un ruolo di primo piano:

- Il livello dei debiti degli Stati, che non possono più finanziarsi a tassi vicini allo zero come in precedenza
- Un rischio inflazionistico ancora presente in molti paesi, che riduce la possibilità di un ampio allentamento monetario.

Infatti, la vigilanza degli investitori rispetto alle traiettorie delle finanze pubbliche è tornata sul mercato obbligazionario, come dimostra la minore propensione per le emissioni a lunga scadenza. Questo rialzo dei rendimenti deriva da un aumento del premio di rischio per le obbligazioni sovrane. Ciò vale soprattutto per le obbligazioni statunitensi, dove i tassi a lungo termine sono molto sensibili agli annunci legati al bilancio e alla possibilità di aumentare nuovamente il già importante deficit (deficit di bilancio intorno al 7% atteso nel 2025). Anche la maggiore incertezza sulle prospettive di inflazione è un fattore importante. Il recente aumento dei livelli d'inflazione nel Regno Unito e in Giappone sottolinea che la lotta contro l'aumento dei prezzi non è vinta ovunque. Negli Stati Uniti, mentre gli ultimi dati sull'inflazione sono stati incoraggianti, le aspettative di inflazione delle famiglie si sono impenate, mantenendo l'economia statunitense e la Fed nell'incertezza sul percorso dei prezzi.

In questo contesto, la maggior parte delle banche centrali ha un margine limitato per allentare la politica monetaria, nonostante i rischi che pesano sull'attività. A parte la Banca centrale europea (BCE), che a giugno ha abbassato i tassi per l'ottava volta consecutiva, la Federal Reserve (Fed), la Banca d'Inghilterra o la Banca del Canada sono maggiormente in modalità attendista ("wait and see" in inglese), nella speranza di avere maggiore visibilità sulle prospettive d'inflazione prima di concentrarsi sui rischi che pesano sulla crescita. La probabilità che i membri della Fed allentino la loro politica monetaria a breve termine è sensibilmente diminuita dall'inizio dell'anno, così come le aspettative per la Banca d'Inghilterra. Così, i mercati scontano solo due tagli dei tassi da parte della Fed nel 2025, contro oltre quattro a fine marzo. Infine, il rapporto tra i tassi sovrani e il rischio economico si è attenuato, a causa dell'aumento della concorrenza da parte di emissioni societarie di altissima qualità. Mentre il volume delle emissioni dei titoli di Stato continua ad aumentare, le obbligazioni societarie di alta qualità sembrano molto più allettanti e concorrono alla domanda strutturale e istituzionale un tempo associata alle emissioni dei paesi con i rating migliori.

## Quali sono le conseguenze per l'allocazione di attivi?

Vediamo due conseguenze principali dell'indebolimento del rapporto tra obbligazioni sovrane e rischi economici:

- Curve obbligazionarie costantemente ripide
- Un rischio di ricerca di altri attivi cosiddetti difensivi da parte di investitori che una volta allocavano essenzialmente la loro componente di investimenti prudenti alle obbligazioni sovrane.

Sebbene la parte corta della curva sia protetta dai cali dei tassi delle banche centrali e dal carattere accomodante delle attuali politiche monetarie, l'aumento dei tassi con scadenza a 10 anni e oltre ha portato ad un irripidimento della curva, sia su quella statunitense che su quella tedesca o britannica. È probabile che questa situazione perduri e si accentui. In questo contesto, sembra opportuno esporre i portafogli obbligazionari o diversificati agli attivi che beneficiano di tale irripidimento. Storicamente, un simile movimento della curva risulta favorevole al settore finanziario, il cui core business è la trasformazione di liquidità a breve termine in credito a lungo termine (pagina 52).

Per quanto riguarda la capacità protettiva dei titoli sovrani, gli ultimi episodi di stress del mercato e la mancanza di reazione dei rendimenti a lungo termine, che erano soliti beneficiare dei flussi di investitori difensivi, hanno evidenziato il cambiamento di comportamento dei titoli sovrani con rating più elevato. Di conseguenza, la loro sensibilità agli shock economici e finanziari si è attenuata, in particolare a causa di un rischio inflazionistico sempre presente e di un livello di debito elevato. Ciò rende difficile un calo rapido e improvviso del loro rendimento. Questa riduzione della loro capacità di diversificazione aumenta il bisogno di sostituzione nei portafogli diversificati, che necessitano di



attivi cosiddetti difensivi. L'oro è uno dei grandi beneficiari di questo cambiamento, ad esempio, ma anche il franco svizzero.

### Vigilanza sui tassi sovrani

La situazione statunitense rimane eccezionale dal 1987, poiché il tasso a 10 anni non aveva mai registrato un tale rialzo in seguito a un calo dei tassi della Fed. Dal calo di 50 punti base (pb) dei tassi d'interesse della Fed a settembre 2024, il rendimento del decennale statunitense è risalito di oltre 80 pb, mentre nel 1995 era rimasto stabile a cinque mesi dal primo calo dei tassi. Il rendimento diminuisce in media di 52 pb nei mesi successivi alle prime riduzioni dei tassi. In Europa, nonostante otto tagli dei tassi della BCE, i tassi a 10 anni sono scesi poco o nulla nel periodo. Ciò è rafforzato dalla riforma dei fondi pensione olandesi, i più potenti dell'eurozona, che dovrebbe permettere loro di privilegiare investimenti obbligazionari più rischiosi; ciò dovrebbe limitare gli acquisti di titoli sovrani più sicuri in futuro.

In questo contesto, le obbligazioni sovrane sembrano meno interessanti, in particolare a causa del previsto aumento delle emissioni per finanziare deficit più importanti. L'irripidimento delle curve dei tassi sovrani e i tassi più elevati possono anche determinare una maggiore volatilità sui mercati azionari a breve termine (pagina 22). D'altro canto, questo non dovrebbe rimettere in discussione l'attrattiva delle azioni a medio termine, poiché un aumento dei disavanzi dovrebbe tradursi in una maggiore crescita economica. Questo contesto si rivela inoltre favorevole per il settore finanziario, sia a livello azionario che obbligazionario.

### Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

**Grafico 1:**  
Differenziale tra i tassi a 2 anni e a 10 anni delle curve sovrane statunitensi e tedesche, in punti base



**Grafico 2:**  
Variazione dei tassi dopo il primo calo\*



\*La BCE ha ridotto i tassi per la prima volta a giugno 2024 e la Fed a settembre 2024



# Obbligazioni USA



# Titoli di Stato statunitensi: pilastro strutturale o fonte di vulnerabilità?

La rielezione di Donald Trump ha riaperto l'instabilità sui mercati finanziari mondiali. I primi annunci economici del suo nuovo mandato hanno accresciuto le incertezze legate agli attivi statunitensi. E se i mercati azionari hanno reagito con nervosismo, anche le obbligazioni sovrane statunitensi, tradizionalmente percepite come un bene rifugio, non sono state risparmiate.

Da diversi mesi, i mercati sembrano più governati dall'emozione che dai fondamentali economici. L'episodio del "Giorno della liberazione" di inizio aprile, segnato dall'annuncio di nuove misure tariffarie, ha evidenziato questo fenomeno con un picco di volatilità. Tuttavia, questa reazione, per quanto spettacolare, è stata di breve durata e non mette in discussione la sostenibilità del debito statunitense. Ma c'è una domanda: stiamo assistendo quest'anno a un cambio di regime strutturale per i titoli di Stato (o Treasury)?

## Un debito pubblico sotto sorveglianza

Il debito degli Stati Uniti ha superato il 120% del PIL nel 2025, uno dei livelli più alti tra le grandi economie. Questo peggioramento, cominciato nel 1980, ha registrato un'accelerazione con la pandemia di Covid-19, senza segni di rallentamento. Il principale motore di questa dinamica resta il deficit di bilancio, che potrebbe superare il 7% del PIL entro il 2026, in funzione degli orientamenti dell'amministrazione Trump.

Questo deficit dovrebbe essere confrontato con una crescita nominale di circa il 5%, ovvero un differenziale del 2%. Questo squilibrio è certamente preoccupante, ma resta meno pronunciato che in altre grandi economie, come la Francia, dove il divario tra deficit e crescita nominale si attesta intorno al 3%. Strutturalmente, gli Stati Uniti hanno un potenziale di crescita nominale superiore a quello europeo, sia in termini di crescita reale che di inflazione, il che dà loro un maggiore margine di manovra fiscale.

Il governo statunitense dovrà far fronte a un crescente fabbisogno di finanziamenti e dovrà rifinanziare un terzo del suo debito entro il 2025. Questa situazione si verifica in un contesto di tassi elevati, che aumentano la sensibilità alle relative variazioni, soprattutto in un ambiente in cui le emozioni sembrano dettare i movimenti del mercato. Tuttavia, questo stress deve essere messo in prospettiva rispetto a una domanda degli attori istituzionali, sia statunitensi che internazionali, che resta sostenuta.

## Una reazione di mercato contenuta

Malgrado le tensioni, la performance delle obbligazioni statunitensi resta positiva dall'inizio dell'anno. L'indice MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index), equivalente obbligazionario del VIX (Volatility Index), ha raggiunto un picco di volatilità da due anni intorno al 2 aprile, ma i tassi sono rimasti pressoché invariati dalla fine del 2024. Il tasso a 10 anni si attestava al 4,5% a inizio giugno, rispetto al 4,6% di dicembre (grafico 1). Ciò ha generato una performance globale superiore al 2% dall'inizio dell'anno, legata al carry dei tassi elevati.

L'evoluzione principale si situa a livello della curva dei tassi. Gli investitori hanno privilegiato le scadenze brevi, provocando un calo di oltre 20 punti base del tasso a 2 anni. Al contrario, il tasso a 30 anni ha superato il 5% a fine maggio, il suo livello più alto dal 2007. Il differenziale tra i tassi a 2 e 30 anni si è quindi irripidito di 40 punti base: un chiaro segnale di aumento del premio a termine.

Questo movimento riflette un arbitraggio: da un lato, una preferenza per il breve termine, percepito come più sicuro in un contesto incerto, dall'altro, un requisito di remunerazione più elevato a lungo termine di fronte all'opacità della traiettoria di bilancio statunitense.

## Un attivo chiave, tra incertezze politiche e fondamentali solidi

Nei prossimi mesi, la volatilità dovrebbe restare elevata, mentre Donald Trump intende accelerare le sue riforme prima delle elezioni di metà mandato del 2026. Anche la questione del taglio dei tassi resta aperta: la Federal Reserve attende chiari segnali di controllo dell'inflazione per agire, mentre il presidente spinge per un allentamento più rapido. Questo braccio di ferro è rafforzato dalle voci relative alla nomina di Scott Bessent come successore di Jerome Powell alla guida della Fed nel maggio 2026. Tale prospettiva potrebbe incidere sulla percezione dell'indipendenza dell'istituto, potenziale fonte di instabilità per i mercati. Questa sostituzione potrebbe rafforzare lo scenario di allentamento monetario, intensificando ulteriormente l'irripidimento della curva.

Ciononostante, i Treasury conservano grandi punti di forza. Rappresentano il mercato obbligazionario più profondo e liquido del mondo. Il loro ruolo di garanzia e il loro status di benchmark per gli investitori istituzionali ne fanno il fulcro del sistema finanziario globale.

Sul piano economico, i fondamentali statunitensi restano solidi: una crescita resiliente, un'inflazione in via di stabilizzazione e una bassa disoccupazione. Nonostante il ritiro a maggio del rating AAA da parte dell'agenzia di rating Moody's, la capacità fiscale degli Stati Uniti resta importante. Il rapporto tra gettito fiscale e PIL, pari ad appena il 27%, è inferiore alla media OCSE (34%), offrendo un potenziale margine di manovra.



### Navigare con discernimento

I titoli di Stato statunitensi mantengono il loro status centrale nel sistema finanziario mondiale. I loro rendimenti, superiori al 4% in termini nominali e prossimi al 2% in termini reali, figurano tra i più interessanti delle grandi economie mondiali (grafico 2). Questo rendimento remunera l'incertezza.

In questo contesto, è necessario un approccio selettivo. Le scadenze brevi e intermedie ci consentono di beneficiare del carry, limitando al contempo l'esposizione a un aumento dei premi a termine.

Malgrado le tensioni, i Treasury restano quindi un attivo da considerare per la costruzione di un portafoglio diversificato. Il loro ruolo di stabilizzazione e l'eccezionale liquidità li rendono uno strumento interessante, anche se ora devono essere maneggiati con cura.

#### Gary Girault, CFA

Head of Fixed Income Expertise - Discretionary Portfolio Management Switzerland

#### Guilhem Savry

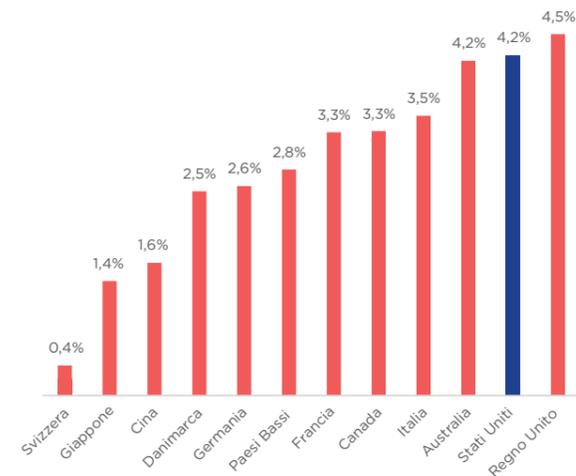
Head of Strategy Research, Global Investment Research

**Grafico 1:**  
Il tasso statunitense a 10 anni resta ancorato intorno al 4,25% negli ultimi 2 anni, malgrado l'aumento della volatilità

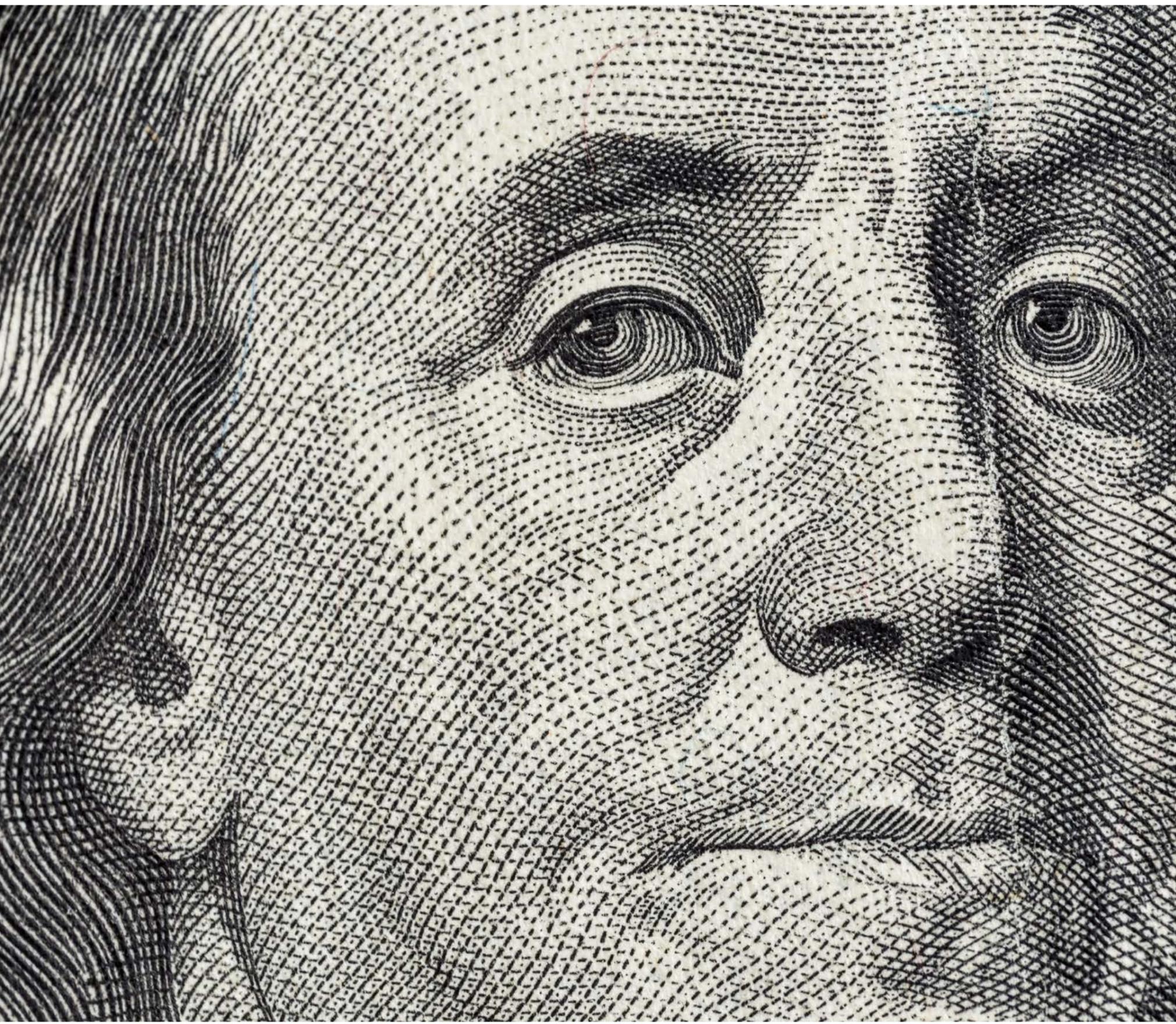


Fonti: Edmond de Rothschild, Bloomberg al 30/06/2025.

**Grafico 2:**  
Uno dei tassi a 10 anni più interessanti tra le grandi economie mondiali



Fonti: Edmond de Rothschild, Bloomberg al 30/06/2025.



Mercato dei cambi



# La fine del dollaro come valore rifugio?

Gli investitori internazionali stanno perdendo fiducia nel sistema finanziario statunitense e questo potrebbe segnare la fine del biglietto verde come porto sicuro in caso di crisi politica o finanziaria.

## Una soap opera americana

La telenovela dei dazi doganali statunitensi si è arricchita di una nuova stagione. In nome della sicurezza nazionale, il presidente ha deciso di aumentare dal 25% al 50% le tasse su acciaio e alluminio. Allo stesso tempo, la Casa Bianca sta fronteggiando una certa resistenza sul piano legale, poiché i suoi dazi sono stati dichiarati illegali dalla Corte del Commercio Internazionale degli Stati Uniti con sede a New York e da un tribunale federale di Washington.

Attualmente, non è stata annunciata alcuna sospensione delle tasse. Ma una spada di Damocle aleggia sopra le misure faro del programma Trump. La reazione del mercato sembra essere meno epidermica rispetto ai precedenti episodi di dazi, con l'opinione sempre più convinta che Donald Trump non abbia intenzione di applicare effettivamente questi dazi, ma piuttosto di usarli per assicurarsi una posizione di forza nei negoziati commerciali con il resto del mondo.

Ancora più preoccupanti sono i rinnovati insulti e le critiche a Jerome Powell, presidente della Federal Reserve, che rappresentano chiaramente una minaccia all'indipendenza della banca centrale. Esse intervengono in un contesto in cui l'agenzia Moody's ha finalmente deciso di declassare il rating del debito statunitense e in cui lo stesso debito potrebbe raggiungere nuove vette sulla scia della "grande e bellissima legge" di bilancio voluta dal presidente Trump ("One Big Beautiful Bill"). Tutto questo mentre le tensioni politiche raggiungono un livello elevato sullo sfondo della discordia tra Trump e Musk, dello spiegamento della Guardia nazionale sul suolo statunitense in occasione degli scontri di Los Angeles a giugno e dell'assenza di progressi significativi dell'amministrazione Trump per la pace in Ucraina o a Gaza. Sono tutti argomenti che sconsigliano di utilizzare il dollaro come bene rifugio e incoraggiano gli investitori a perseguire una graduale de-dollarizzazione, favorendo la diversificazione attraverso l'oro e dando un'altra occhiata alle criptovalute.

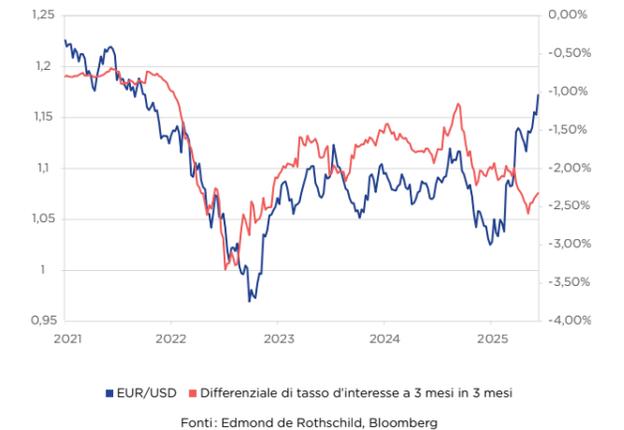
Infine, mentre l'inflazione resta sotto controllo, il rischio di rallentamento dell'economia statunitense aumenta con un calo delle creazioni di posti di lavoro. La Fed potrebbe decidere di abbassare finalmente il suo tasso sicuro a sostegno della crescita e ridurre così il carry positivo a favore del dollaro.

## In Europa la crescita resiste meglio del previsto

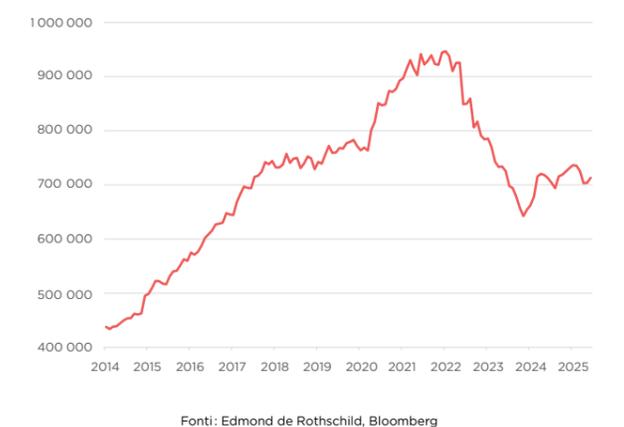
Nell'Unione europea, la crescita si mostra più resistente del previsto, l'inflazione è attualmente sotto controllo e la Banca centrale europea ha raggiunto il livello che ritiene neutro per il suo tasso primario al 2%. Senza una ragione particolarmente pressante per ridurre ulteriormente il costo del denaro, la BCE potrebbe benissimo scegliere l'inazione nelle prossime riunioni di politica monetaria. Così facendo, mentre la Fed inizierebbe ad abbassare i tassi, il carry favorirebbe un rialzo dell'euro rispetto al dollaro, come suggerisce il grafico 1 delle previsioni di carry a tre mesi. Inoltre, nell'eventualità di trattative commerciali più equilibrate del previsto con gli Stati Uniti, la sorpresa economica sarebbe sul fronte europeo, con un effetto positivo sulla valuta. Entro la fine dell'anno, un andamento verso quota 1,20 si impone come il nostro scenario privilegiato.

L'eventualità di tariffe al 31% evocata dal presidente Trump per tassare le importazioni dalla Svizzera crea un rischio economico importante. Tanto più che, dall'inizio dell'anno, il dollaro ha perso il 10% del suo valore contro la valuta elvetica, riducendo ulteriormente la posizione concorrenziale degli esportatori svizzeri. I flussi nel CHF rimangono sostenuti, per ragioni di diversificazione del rischio in un bene rifugio. La Banca nazionale svizzera ha tutte le ragioni di voler stabilizzare il valore del franco. Essa dovrebbe tuttavia non privilegiare l'arma delle riserve in valuta estera (grafico 2) per evitare che la Svizzera venga etichettata come un paese manipolatore di valuta dagli Stati Uniti, soprattutto in un momento di negoziati commerciali. La soluzione più ovvia è l'introduzione di tassi di interesse negativi per scoraggiare la speculazione e ridurre l'appeal del franco.

**Grafico 1:**  
Previsioni di carry a 3 mesi (EUR/USD)



**Grafico 2:**  
Riserve in valuta estera della Banca nazionale svizzera





## Il grande vincitore resta l'oro

È vero che l'oro è entrato in una zona di congestione tra 3.200 e 3.400 dopo il test lampo della zona di 3.500 quando è stata minacciata per la prima volta l'indipendenza della Fed. Tuttavia, le ragioni per un'ulteriore tendenza al rialzo sembrano essere presenti. Prosegue il progressivo movimento di de-dollarizzazione delle banche centrali, che approfittano delle scadenze sul debito statunitense per reinvestire in oro. L'interesse per l'oro come bene rifugio e strumento di diversificazione del portafoglio resta elevato. Infine, il calo del tasso di interesse pagato sul dollaro sta riducendo il mancato guadagno per i detentori di metallo giallo e sostiene il prezzo dell'oncia.

**Jean-Marc Guillot**  
Tesoriere Gruppo

### 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 contenute 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



