

# Outlook & Convictions

Private Banking #17



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

# Outlook & Convictions

Private Banking #17



|                                                                                          |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Editoriale                                                                               | 6  |
| di <b>Nicolas Bickel, CFA</b>                                                            | 6  |
| Macroeconomia                                                                            | 9  |
| di <b>Dott.ssa Mathilde Lemoine</b>                                                      | 10 |
| L'economia mondiale si sta adattando                                                     |    |
| Materie prime                                                                            | 17 |
| di <b>Manuel Maleki, Ph. D</b>                                                           | 18 |
| Hormuz: uno shock, diverse risposte                                                      |    |
| Azioni                                                                                   | 23 |
| di <b>Hervé Prettre</b>                                                                  | 24 |
| Prospettive ancora favorevoli per i mercati azionari                                     |    |
| Focus settoriale                                                                         | 29 |
| di <b>Anthony Toupin e Xiadong Bao</b>                                                   | 30 |
| Semiconduttori ed intelligenza artificiale: a che punto siamo nel ciclo di investimenti? |    |
| Obbligazioni                                                                             | 41 |
| di <b>Guilhem Savry e Rami Boustany</b>                                                  | 42 |
| Credito o titoli di Stato: mantenere un approccio selettivo                              |    |
| Mercato dei cambi                                                                        | 49 |
| di <b>Jean-Marc Guillot</b>                                                              | 50 |
| Meno clamore, meno tensioni?                                                             |    |



# Editoriale



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

Il conflitto tra Iran e Stati Uniti, con il blocco dello Stretto di Hormuz al centro dello scontro, ha tenuto gli investitori con il fiato sospeso per oltre tre mesi, senza tuttavia destabilizzare i mercati finanziari. Nonostante un'inflazione in ascesa, politiche monetarie più restrittive ed una fiducia dei consumatori sotto pressione, dall'inizio del conflitto i mercati azionari hanno registrato una performance positiva.

Sostenuto dalle speranze di un accordo di pace e da un'eccellente stagione degli utili societari, in particolare per alcuni titoli tecnologici la cui crescita degli utili è raddoppiata, l'indice americano S&P 500 ha raggiunto 20 nuovi massimi dal 15 aprile e 25 dall'inizio dell'anno, a conferma del vigore del trend rialzista. Tuttavia, in questa fase di ripresa resta molto elevata la concentrazione su pochi settori e titoli, con appena il 26% delle società in grado di sovraperformare l'indice. Dall'inizio di aprile il settore tecnologico ha contribuito a circa l'80% della performance dell'indice.

Anche i mercati emergenti hanno sovraperformato, con l'indice MSCI Emerging Markets in rialzo del 20% dalla fine di marzo, rispetto al 14% dell'indice MSCI World. Questa performance, tuttavia, non è stata determinata dai tradizionali driver dei mercati emergenti, quali un dollaro debole o il calo dei tassi di interesse, bensì dai titoli tecnologici. Da soli, TSMC, Samsung e SK Hynix hanno generato oltre l'80% della performance dall'inizio del 2026. Il settore tecnologico rappresenta ormai circa la metà dell'indice dei mercati emergenti, mentre tre Paesi, ossia Cina, Corea e Taiwan, ne costituiscono il 70%.

In Europa, l'Euro Stoxx 50 ha leggermente sottoperformato le altre aree geografiche, sia per la minore esposizione alla tecnologia sia per l'impatto sui costi di produzione dell'aumento dei prezzi energetici, riconducibile al conflitto in Medio Oriente.

Nonostante i timori per lo scoppio di una bolla tecnologica e le polemiche sull'intelligenza artificiale, la solidità della domanda di semiconduttori e le speranze suscitate dalla quotazione in borsa di SpaceX hanno ridato slancio al settore, consentendogli di stabilire nuovi record.

Già ad aprile il nostro scenario economico delineava un moderato rallentamento della crescita mondiale e si basava sulla firma di un accordo di pace, accompagnato dalla graduale riapertura del traffico marittimo prima dell'estate. L'annuncio del protocollo d'intesa tra Stati Uniti ed Iran, il 15 giugno, ha confermato questo scenario, rafforzando le nostre prospettive favorevoli per la seconda parte del 2026. Prevediamo un calo dell'inflazione ed una crescita del PIL mondiale del 2,3%, di cui l'1,9% negli Stati Uniti e lo 0,5% nell'eurozona, prima di un lieve rimbalzo nel 2027.

Al tempo stesso, per quanto numerosi indicatori economici mostrino una notevole resilienza, si è aperta una fase di maggiore incertezza, durante la quale le due parti saranno chiamate a definire i dettagli dell'accordo entro la metà di agosto. Inoltre, nonostante il superciclo di investimenti in atto, soprattutto nel settore tecnologico, gli elevati tassi di interesse, frutto degli ingenti deficit pubblici, di un'inflazione che dovrebbe comunque restare superiore agli obiettivi delle banche centrali e di un contesto politico più instabile, dovrebbero incidere sul costo del capitale e, in definitiva, sulla crescita mondiale.

Restiamo costruttivi sui mercati azionari nella maggior parte delle aree geografiche, alla luce della flessione del prezzo del petrolio e del potenziale recupero dei consumi. Privilegiamo i settori industriali, le banche europee ed alcuni segmenti della tecnologia. Manteniamo il sottopeso sui titoli di Stato e preferiamo le duration brevi, dato il deterioramento delle finanze pubbliche nel medio termine. Confermiamo la nostra visione positiva sull'oro, che dovrebbe continuare ad essere sostenuto dagli importanti piani di acquisto delle banche centrali. Nel breve periodo, tuttavia, un dollaro forte ed una Federal Reserve più restrittiva potrebbero pesare sulla sua quotazione.

In questa edizione, presentiamo il nostro scenario economico nonché le nostre convinzioni sui mercati azionari ed obbligazionari. Il focus settoriale è dedicato al potenziale del settore dei semiconduttori, la cui valutazione è più che raddoppiata nel corso dell'anno, e, più in generale, al tema dell'intelligenza artificiale.

Vi auguro una piacevole lettura ed una splendida estate.



Le nostre prospettive  
in video



Gitana 18, Maxi Edmond de Rothschild, Lorient

Macroeconomia



# L'economia mondiale si sta adattando

**Dott.ssa Mathilde Lemoine**  
Group Chief Economist Edmond de Rothschild

**Il calo dei prezzi delle materie prime energetiche si è accentuato in seguito all'accordo tra gli Stati Uniti e l'Iran. Questo sviluppo positivo, sebbene volatile e soggetto alle tensioni tra le parti, conferma il nostro scenario centrale di un rallentamento mondiale** presentato lo scorso aprile (*vedere Outlook & Convictions n. 16, "Dall'energia all'economia mondiale: lo shock della guerra in Medio Oriente si propaga"*). Questo scenario, basato sull'ipotesi di un'intesa tra Stati Uniti ed Iran prima dell'estate, prevedeva una flessione dei prezzi delle materie prime nel secondo semestre del 2026, tale da contenere i rischi di effetti inflazionistici indiretti e di una recessione globale.

Oltre al calo dei prezzi delle materie prime, le minacce inflazionistiche sono mitigate dalla debolezza della domanda. L'inflazione corrente, infatti, è dovuta principalmente all'aumento dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari, cresciuti più rapidamente dei salari. In conseguenza di ciò, il potere d'acquisto delle famiglie si è ridotto. Inoltre, oggi le imprese dispongono di margini molto più ristretti rispetto al 2022 per aumentare i prezzi di vendita, come evidenzia il nostro economista per l'eurozona nel recente articolo *"Gli ammortizzatori del 2022 sono scomparsi"*. Anche i sussidi destinati a contenere i prezzi energetici sono stati più limitati. Negli Stati Uniti, i consumi delle famiglie mostrano segni di debolezza, risentendo del rallentamento dei salari reali, nonostante un mercato del lavoro ancora dinamico. In Cina, le vendite al dettaglio continuano a mostrare segnali di debolezza. Inoltre, la Federal Reserve non sembra avere fretta di innalzare i tassi di riferimento, poiché le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate.

Al contempo, l'impatto recessivo causato dal brusco rialzo dei prezzi delle materie prime e dalle interruzioni della produzione tra marzo e giugno è stato attenuato dalla reattività dei trasportatori, che hanno utilizzato rotte marittime e terrestri alternative, e dall'incremento della produzione di petrolio americano, canadese e brasiliano. Inoltre, l'accumulo preventivo di scorte ha sostenuto le esportazioni asiatiche. Un altro aspetto fondamentale è che le imprese si sono dimostrate più reattive rispetto alle interruzioni dell'offerta, soprattutto grazie alle strategie di diversificazione implementate durante il COVID. Ciò è particolarmente vero per le aziende negli Stati Uniti e in Cina, dove i tempi di approvvigionamento sono aumentati rispettivamente del +8% e del +3%, rispetto a un +20% registrato nell'area euro. Infine, le dichiarazioni del presidente americano, che lasciavano intravedere la possibilità di negoziati di pace, hanno contribuito a frenare l'aumento del petrolio dopo il picco di 126 dollari al barile raggiunto dal Brent il 30 aprile 2026. A seguito dell'accordo annunciato tra gli Stati Uniti e l'Iran, la mattina del 15 giugno 2026 il prezzo è sceso a 84 dollari al barile, prima di risalire leggermente con la ripresa degli attacchi.

Questi recenti sviluppi hanno indotto le istituzioni internazionali che sostenevano scenari avversi e severi a prendere in considerazione un rallentamento moderato, simile a quello del nostro scenario centrale. La Banca centrale europea (BCE), ad esempio, durante la sua ultima riunione dell'11 giugno ha aggiunto uno scenario più moderato (*"milder"*) a quelli finora considerati, ossia *"severe"* ed *"adverse"*.

## Scenario centrale di Edmond de Rothschild

Impatto della guerra in Medio Oriente con conclusione a fine giugno

| Il nostro scenario centrale di "rallentamento" | 2025 |            | 2026 |            | 2027 |            |
|------------------------------------------------|------|------------|------|------------|------|------------|
|                                                | PIL  | Inflazione | PIL  | Inflazione | PIL  | Inflazione |
| Mondo                                          | 2,8  | 3,1        | 2,3  | 3,7        | 2,6  | 2,8        |
| Stati Uniti                                    | 2,1  | 2,7        | 1,9  | 3,4        | 2,1  | 2,5        |
| Eurozona                                       | 1,5  | 2,1        | 0,5  | 3,2        | 0,7  | 2,4        |
| Svizzera                                       |      |            | 1,0  | 0,8        | 1,3  | 0,5        |
| Cina                                           | 5,0  | 0,0        | 4,8  | 0,9        | 4,8  | 0,7        |
| Giappone                                       | 1,2  | 3,2        | 0,8  | 2,2        | 1,0  | 1,6        |
| India                                          | 7,5  | 2,0        | 6,0  | 5,3        | 6,4  | 5,1        |
| Brasile                                        | 2,3  | 5,1        | 2,1  | 4,3        | 2,3  | 4,0        |

Calcoli effettuati con il modello di previsione di Edmond de Rothschild Economic Research

**Elevata capacità di adattamento dell'economia mondiale allo shock petrolifero ed alle interruzioni delle forniture**  
L'impatto della guerra in Medio Oriente è stato attenuato dalla notevole capacità di adattamento degli operatori economici. Il trasporto su strada dei container in Medio Oriente, l'utilizzo di altri porti in Siria, Pakistan o India per i transiti, l'aumento dei volumi attraverso il Capo di Buona Speranza ed il Canale di Panama, l'incremento delle esportazioni di petrolio americane, canadesi, brasiliane e russe, nonché il rilascio delle riserve strategiche di petrolio sono tutte misure che hanno avuto, come conseguenza diretta, quella di limitare il rincaro del petrolio, le interruzioni delle forniture e le chiusure degli impianti di produzione. Secondo il nostro specialista di materie prime Manuel Maleki, le esportazioni aggiuntive di petrolio dai Paesi delle Americhe e dalla Russia hanno compensato fino al 20% della contrazione dei volumi transitati attraverso lo Stretto di Hormuz. Allo stesso tempo, le imprese hanno potuto beneficiare degli investimenti effettuati in



seguito alla pandemia per ridurre la propria dipendenza dalle fonti di approvvigionamento, limitando così il forte impatto negativo degli arresti della produzione osservati in Asia. Le imprese hanno inoltre diversificato con successo le proprie forniture e la maggiore capacità di ricorrere a fornitori alternativi, maturata dopo la pandemia, ha impedito un brusco calo della produzione industriale (salvo naturalmente in Medio Oriente, dove dallo scorso febbraio è crollata del 44%). I dati sul commercio dimostrano questa significativa capacità di adattamento delle infrastrutture di trasporto, con i volumi degli scambi in costante ascesa.

Sul fronte energetico, il conflitto tra gli Stati Uniti e l'Iran ha messo in luce la minore dipendenza dell'economia mondiale dal petrolio. La riduzione del 26% dell'intensità energetica a livello globale dal 2000, gli investimenti tecnologici e lo sviluppo delle energie rinnovabili hanno ridefinito gli equilibri, attenuando l'impatto recessivo sull'economia mondiale di un prezzo del petrolio più elevato. Il vero problema, però, è che questa riduzione non si è verificata con la stessa intensità, non ha riguardato gli stessi utilizzi di energia e non ha avuto le stesse conseguenze macroeconomiche da un Paese all'altro.

La terziarizzazione dell'economia ed il ridimensionamento dell'industria pesante hanno contribuito a ridurre l'intensità energetica del 61% in Romania, del 58% in Lituania, del 48% in Bulgaria e del 49% in Albania. Nel Regno Unito, la deindustrializzazione ha determinato un declino del 50% dell'intensità energetica. In Germania ed in Corea, nonostante il loro vasto tessuto industriale, è diminuita rispettivamente del 38% e del 29%. Infine, in alcuni piccoli Paesi come Aruba, Gibuti o Ruanda, l'energia necessaria a generare un'unità di PIL è scesa rispettivamente dell'81%, 46% e 55%. Al contempo, la transizione energetica è stata asimmetrica. I Paesi dove la produzione di elettricità da fonti rinnovabili è aumentata maggiormente dal 2000 sono la Cina, gli Stati Uniti, l'India, la Germania, il Brasile ed il Regno Unito. Riguardo ai trasporti, gli Stati Uniti guidano la classifica, davanti a Brasile, Cina, Indonesia e Germania. In merito al riscaldamento ed alla climatizzazione, i Paesi che hanno aumentato più di tutti il ricorso alle energie rinnovabili sono l'India, la Nigeria, il Brasile, l'Etiopia ed il Pakistan.

L'Europa, invece, vede rapidamente erodersi il suo vantaggio relativo, frutto della forte riduzione dell'intensità energetica realizzata in passato. Circa il 50% delle reti elettriche europee ha un'età compresa tra i 40 ed i 50 anni e non è più adeguata alle nuove strutture di produzione e consumo. Solo una quota marginale dei benefici derivanti dal miglioramento dell'efficienza energetica è stata reinvestita nella modernizzazione delle infrastrutture e nell'innovazione.

#### L'intelligenza artificiale (IA), motore della crescita e del commercio mondiale

Il rallentamento della produzione industriale e le interruzioni della produzione hanno messo in risalto l'importante contributo dell'IA alla crescita ed al commercio.

All'inizio del 2026, gli investimenti negli Stati Uniti sono aumentati del 10,4%, in particolare quelli legati all'IA. Il credito d'imposta previsto

dalla legge *“One Big Beautiful Bill Act”* ha, come accade ogni volta che i governi americani ricorrono a questo strumento, dato impulso agli investimenti. La Cina non è stata da meno ribadendo, nell'ambito del XV piano quinquennale, l'intenzione di investire nel 2026 circa 15 miliardi di dollari per accelerare la costruzione di data center. Nel complesso, il programma denominato *“six works”* prevede di destinare risorse pari al 5% del PIL alle reti idriche ed elettriche, alle infrastrutture informatiche e per l'IA, alle infrastrutture per le comunicazioni e la logistica, nonché alle reti urbane.

Naturalmente, questi interventi rientrano tra gli investimenti per la sovranità nazionale che avevamo individuato come fattori di sostegno alla crescita mondiale nel breve e medio periodo. La nostra analisi ci aveva consentito di stimarne l'importo in misura pari al 5,3% del PIL mondiale entro il 2030. Tuttavia, gli investimenti legati all'IA hanno anche avuto un impatto molto significativo sul commercio mondiale e sulle esportazioni asiatiche. Secondo i dati dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), il 42% della crescita del commercio globale è attribuibile ai beni connessi all'IA (semiconduttori, apparecchiature per data center, componenti elettronici avanzati, ecc.), sebbene questi rappresentino soltanto il 15% dei prodotti scambiati nel mondo. Di questo fenomeno beneficia innanzitutto l'Asia. Cina, Corea del Sud, Taiwan, Singapore, Malesia e Vietnam rivestono ormai un ruolo essenziale nelle *“supply chain”* globali del settore tecnologico. Le esportazioni asiatiche di apparecchiature elettroniche, componenti ed infrastrutture digitali sono in rapida ascesa, compensando in parte le difficoltà osservate in altri settori ad alta intensità di combustibili fossili. E la crescita è impressionante: nell'ultimo anno le esportazioni di beni legati all'IA sono aumentate del 120% in Corea, dell'80% a Taiwan, del 70% a Singapore, del 60% in Malesia e del 40% in Thailandia e Vietnam. L'incremento è stato più contenuto in Cina, pari al 30%, ma il Paese ha rafforzato notevolmente le proprie quote di mercato nei beni connessi alla transizione energetica ed alle tecnologie *cleantech*<sup>1</sup>. La Cina investe nella transizione energetica il doppio dell'Unione europea ed il 20% dell'aumento della spesa mondiale destinata alla transizione energetica è ascrivibile agli Stati Uniti, che cercano di contrastare il predominio cinese nelle catene del valore delle tecnologie *cleantech*.

#### Fragilità persistenti a fine anno e nel 2027

Sebbene l'accordo tra Stati Uniti ed Iran abbia determinato un calo dei prezzi delle materie prime, l'accelerazione dell'inflazione, il perdurare dell'incertezza geopolitica ed il rialzo dei tassi di riferimento da parte di diverse grandi banche centrali hanno continuato a mantenere elevati i tassi di rendimento sovrani.

Come sottolineato in precedenza, livelli così alti dei tassi reali e nominali a lungo termine sollevano un rischio ribassista per le prospettive di crescita mondiale, proprio mentre siamo nel pieno di un superciclo di investimenti.

Negli Stati Uniti, i tassi sovrani reali a 10 anni rimangono superiori all'1%, nonostante a maggio l'inflazione sia salita al 4,25%, un livello pari al doppio della media dell'ultimo decennio. In Francia, i tassi reali si attestavano ancora al 2,3% a maggio, rispetto ad una media dello 0,5%

<sup>1</sup> Il termine *cleantech* indica l'insieme delle tecnologie, dei prodotti e dei servizi volti a ridurre l'impatto ambientale delle attività umane, migliorando l'efficienza energetica e l'uso delle risorse, limitando le emissioni inquinanti ed i gas ad effetto serra e promuovendo le energie rinnovabili e l'economia circolare.



nel periodo 2010-2019. Anche sul tratto a lunghissima scadenza della curva l'aumento risulta marcato. Simili livelli appaiono difficilmente conciliabili con l'entità dei finanziamenti necessari per investire nella sovranità, nell'intelligenza artificiale, nella transizione energetica, nelle misure di accompagnamento all'invecchiamento della popolazione e nel rifinanziamento del debito pubblico. A mio avviso, la tensione tra il crescente fabbisogno di investimenti e il costo del capitale che rimane elevato rappresenta tuttora l'anello più debole della crescita globale. Il mercato obbligazionario è pertanto instabile.

Inoltre, gli arresti della produzione dovuti alla chiusura dello Stretto di Hormuz ed alla distruzione di impianti in Medio Oriente potrebbero determinare un aumento duraturo dei prezzi dei fattori produttivi. Le interruzioni della produzione, quelle dell'approvvigionamento e le difficoltà di sostituzione hanno generalmente un impatto negativo più persistente sull'attività. Uno shock "di capacità" ha un effetto recessivo molto più intenso rispetto ad uno shock dell'offerta determinato dai prezzi. A differenza di un aumento dei prezzi, un razionamento o un arresto della produzione non lascia spazio ad alcuna possibilità di adeguamento. Gli operatori non possono sostituire, rinviare o optare per soluzioni alternative. Gli effetti recessivi delle perdite di produzione superano di gran lunga quelli di un rincaro dei prezzi di pari entità. Le imprese non riescono più ad adattare in modo ottimale i propri processi produttivi. In altre parole, un aumento dei prezzi agisce come un prelievo, un razionamento come un vincolo. Nel primo caso l'economia si adegua, nel secondo le viene impedito di produrre.

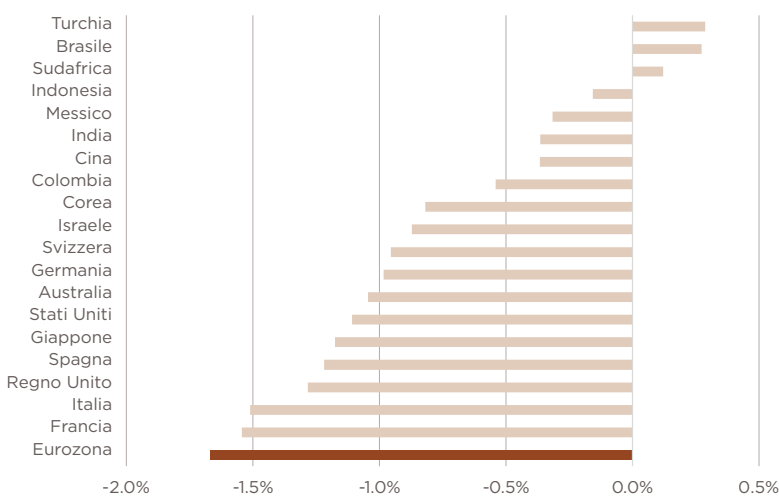
Inoltre, occorrerà del tempo per ricostruire gli impianti distrutti e riprendere le produzioni interrotte. I costi aggiuntivi di produzione ed approvvigionamento dovrebbero persistere oltre il 2027, così come il premio a termine derivante dall'incertezza geopolitica, il che peserà sulla crescita mondiale nel 2026 e nel 2027.

Il previsto rallentamento della domanda mondiale, soprattutto nell'eurozona, limiterà anch'esso l'attività economica nei prossimi trimestri, al pari del rialzo dei tassi di riferimento. L'Europa presenta una domanda interna debole, una forte esposizione al commercio mondiale, una maggiore sensibilità ai costi energetici, minori investimenti nell'IA e nelle relative infrastrutture, come pure nella transizione energetica, e livelli dei tassi reali superiori alla crescita nominale tendenziale dell'eurozona. Questo ha un notevole effetto recessivo.

Se le tensioni in Medio Oriente dovessero attenuarsi, è probabile che la crescita riprenda in modo più robusto nel 2027. Tuttavia, questo rialzo potrebbe rivelarsi modesto, alla luce di una politica monetaria più restrittiva, di tassi di indebitamento elevati in un contesto di massicci fabbisogni di finanziamento, del deterioramento del mercato del lavoro e del rallentamento dei consumi, senza contare la persistente instabilità geopolitica.

**Grafico 1 — Le famiglie perdono fiducia sotto il peso dell'inflazione, soprattutto nell'eurozona**

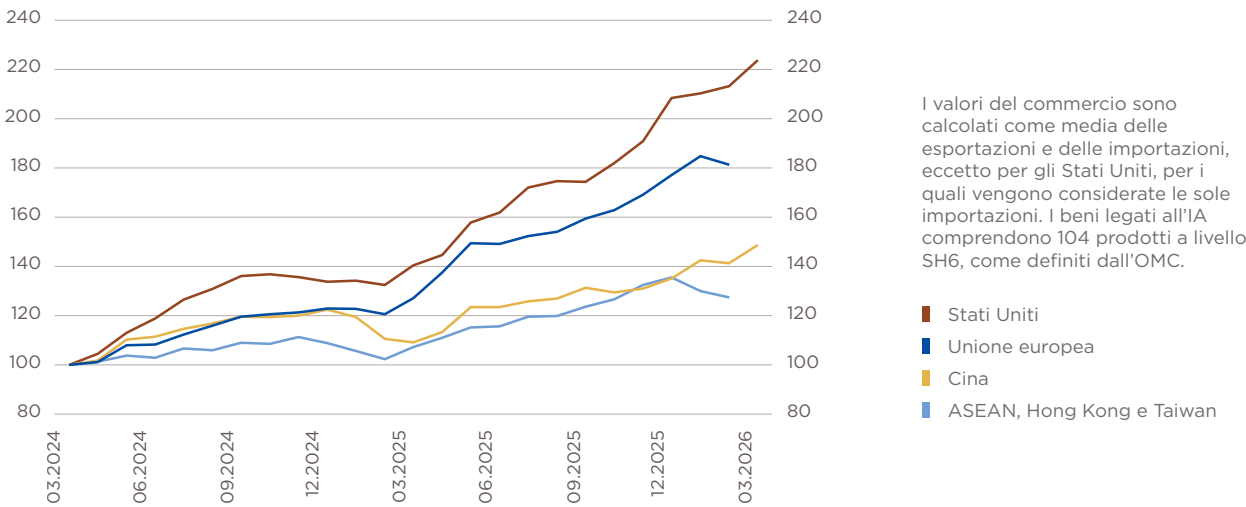
Andamento della fiducia delle famiglie da febbraio 2026, in %



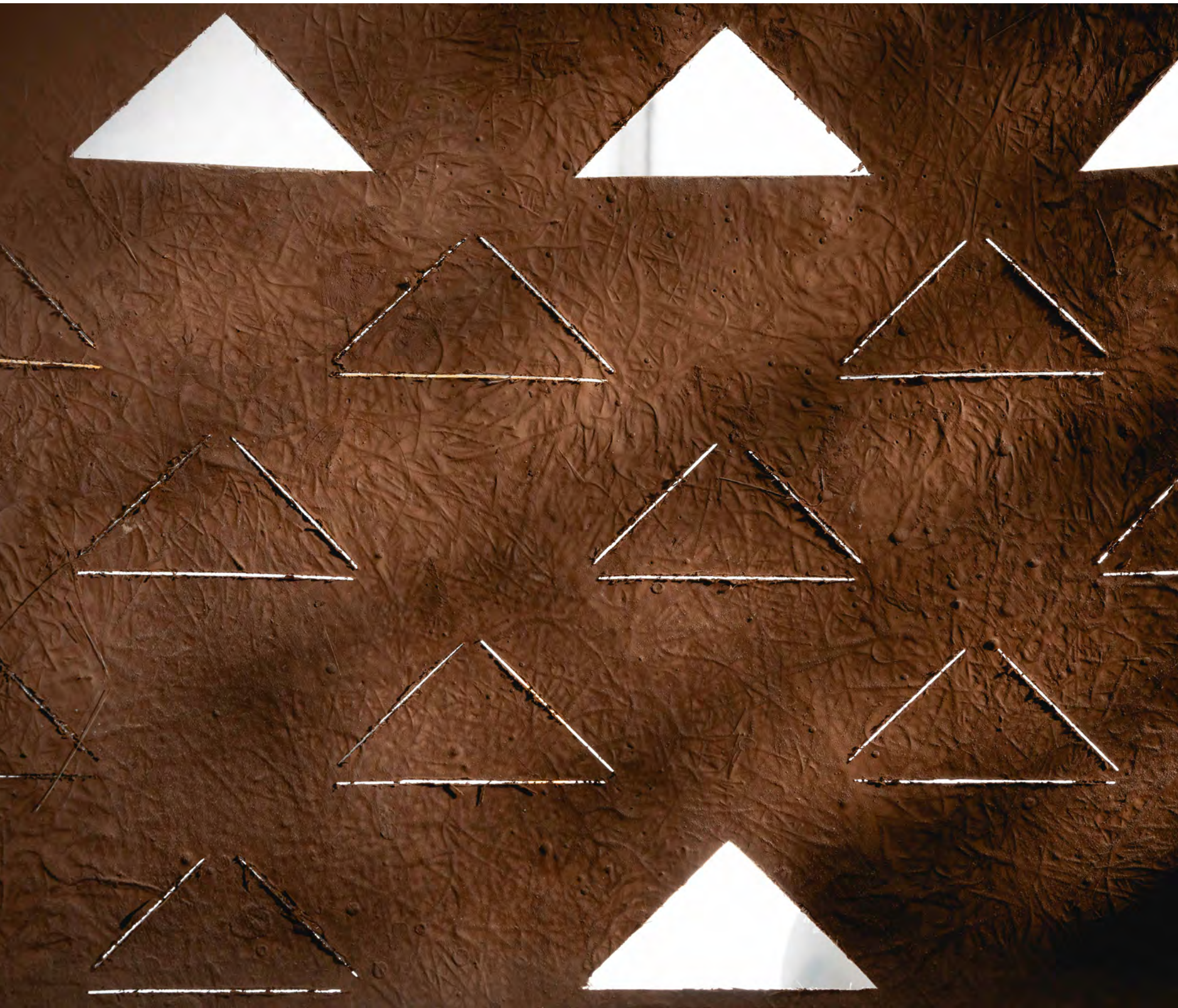
OCSE, Edmond de Rothschild Economic Research

**Grafico 2 — Il commercio legato all'IA sostiene la crescita**

Indice del commercio in dollari (base 100 = marzo 2024), media mobile su 3 mesi



Eurostat, ITC Trade Map, UN Comtrade, OCSE, Edmond de Rothschild Economic Research



Amphore *VORTEX*, Château de Malengin, Saint-Émilion, creazione dei Quistrebert Brothers

Materie prime



# Hormuz: uno shock, diverse risposte

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

La chiusura dello Stretto di Hormuz nella primavera del 2026 passerà alla storia come una prova cruciale per i mercati delle materie prime. A distanza di qualche mese è già possibile trarre un importante insegnamento: a fronte di un medesimo shock, le risposte sono state diverse. Il petrolio è rimasto in balia delle tensioni geopolitiche, con scorte ai minimi, la sicurezza degli approvvigionamenti indebolita ed un premio per il rischio stabilmente integrato nei prezzi. I metalli industriali, invece, hanno rapidamente ritrovato i propri driver: elettrificazione, intelligenza artificiale e riorganizzazione delle catene globali del valore. Le materie prime agricole competono con l'industria per alcuni fattori produttivi, come l'acido solforico.

Questa divergenza è tutt'altro che marginale e rivela che il comparto delle materie prime risponde ormai a due logiche distinte: da un lato quella della sicurezza energetica, ancora fortemente condizionata dai flussi fisici e dalle crisi regionali; dall'altro quella della trasformazione economica e tecnologica, scandita da un ciclo di investimenti di lungo periodo. In entrambi i casi, la geopolitica continua ad essere onnipresente, ma segue dinamiche differenti.

## Petrolio: il premio geopolitico diventa strutturale

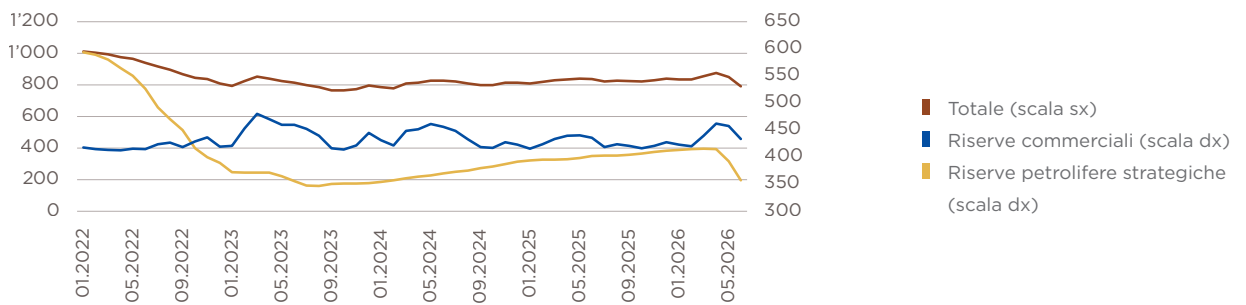
Quando, nella scorsa primavera, lo Stretto di Hormuz è stato chiuso, gran parte delle analisi si è concentrata sulle conseguenze immediate per il mercato petrolifero. Si è trattato di una reazione legittima. In condizioni normali, attraverso questo corridoio strategico transitano circa 20 milioni di barili al giorno, ossia circa un quarto del commercio mondiale di petrolio via mare. A diversi mesi dall'inizio della crisi, emerge con chiarezza un dato: il mercato continua ad essere dominato dai timori per la sicurezza degli approvvigionamenti. Dall'annuncio del cessate il fuoco, all'inizio di maggio 2026, il prezzo del Brent ha oscillato tra i 90 ed i 110 dollari al barile. L'accordo tra Stati Uniti ed Iran, annunciato il 15 giugno, ha segnato un punto di svolta: con la prevista riapertura dello stretto, il premio per il rischio geopolitico integrato nei prezzi dovrebbe iniziare a normalizzarsi.

La situazione è resa ancora più delicata dal fatto che le scorte mondiali non offrono più lo stesso margine di sicurezza dei precedenti shock petroliferi. Secondo diverse stime recenti, le scorte commerciali dei Paesi dell'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) sono leggermente inferiori alla media di lungo periodo, mentre le riserve strategiche americane sono state ampiamente utilizzate per far fronte alle carenze di approvvigionamento.

Negli Stati Uniti, le riserve petrolifere strategiche (SPR) sono scese a circa 350 milioni di barili, rispetto agli oltre 600 milioni precedenti agli ingenti prelievi effettuati a partire dal 2022, attestandosi ormai al livello più basso da diversi decenni. Al contempo, dallo scoppio del conflitto le scorte commerciali americane si sono sensibilmente ridotte. Secondo l'Agenzia statunitense di informazione sull'energia (EIA), le scorte di greggio sono diminuite di oltre 79 milioni di barili dall'inizio della crisi, mentre quelle dell'hub di Cushing<sup>1</sup> si avvicinano a minimi storici.

In questo contesto, il prezzo del petrolio riflette meno il tradizionale equilibrio tra domanda ed offerta e più un premio per il rischio associato alla capacità del sistema globale di assorbire un ulteriore shock. In altre parole, il petrolio è diventato anzitutto un asset per la continuità logistica, la cui dinamica di prezzo dipende soprattutto da come evolverà la situazione nello Stretto di Hormuz.

Grafico 1 — Scorte petrolifere americane, in milioni di barili



LSEG Datastream, Edmond de Rothschild

## Metalli industriali: quando la domanda torna protagonista

La situazione è diversa per i metalli industriali. È vero che nemmeno questo comparto sfugge all'acuirsi delle tensioni geopolitiche. Le restrizioni imposte dalla Cina ad alcune esportazioni strategiche, le misure commerciali americane, tra cui l'attesa decisione di Donald Trump di aumentare i dazi doganali sul rame, e la crescente volontà dei Paesi di mettere in sicurezza i propri approvvigionamenti testimoniano una maggiore politicizzazione delle catene del valore nel settore minerario.

A differenza del petrolio, tuttavia, i metalli industriali non sono influenzati principalmente dai rischi che gravano sui flussi fisici. La loro dinamica continua a dipendere anche dalla trasformazione dell'economia mondiale. L'elettrificazione, lo sviluppo delle reti elettriche, gli investimenti nei data center, l'ascesa dell'intelligenza artificiale, la reindustrializzazione di alcune economie avanzate e l'aumento della spesa per la difesa rappresentano ormai i principali fattori trainanti della domanda.

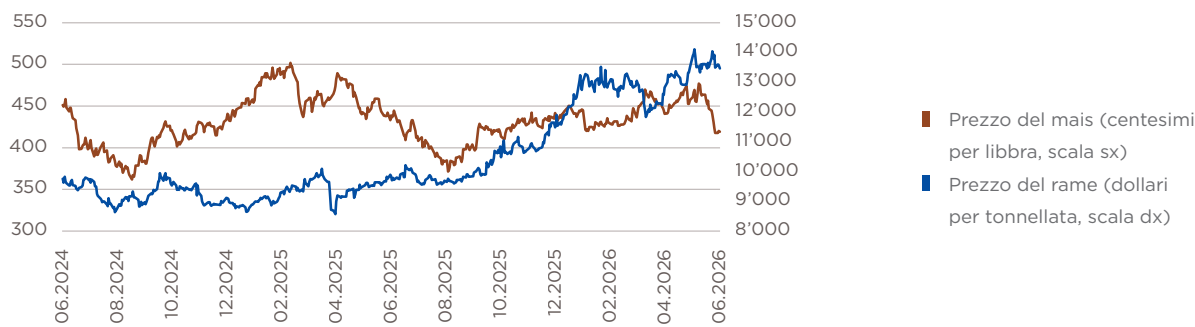
<sup>1</sup> Situato in Oklahoma, l'hub di Cushing, con una capacità di stoccaggio fino a 90 milioni di barili di greggio, è il principale snodo di stoccaggio e transito del greggio negli Stati Uniti. Resta il principale punto di consegna fisica del petrolio per i contratti future sul *West Texas Intermediate* (WTI), che rappresentano la maggior parte dei contratti sul petrolio americano.



MATERIE PRIME

Il rame ne è un esempio emblematico. Secondo le stime dell'EIA, nello scenario di una transizione energetica accelerata la domanda mondiale di rame potrebbe aumentare di circa il 30% tra il 2024 ed il 2040, alla luce del ruolo di questo metallo nelle batterie e nelle reti elettriche. Nonostante i timori per il contesto globale, dalla fine di febbraio il prezzo del rame non ha registrato flessioni, mantenendosi in una fascia compresa tra 12.000 e 14.000 dollari la tonnellata. Pertanto, mentre il petrolio resta in balia degli sviluppi in Medio Oriente, i metalli industriali sono maggiormente influenzati dagli investimenti necessari alla costruzione dell'economia di domani.

Grafico 2 — Prezzi del rame e del mais



LSEG Datastream, Edmond de Rothschild

Due geopolitiche, due logiche di mercato

Questa divergenza fa emergere due forme di geopolitica distinte. Nel caso del petrolio, la geopolitica agisce principalmente attraverso i flussi: rotte marittime, sanzioni, capacità produttive o rischi militari. Quanto ai metalli industriali, incide soprattutto sulle catene del valore: controllo delle risorse, politiche industriali, restrizioni alle esportazioni e concorrenza tecnologica.

L'esempio della Cina è particolarmente significativo. Il Paese rappresenta oltre la metà delle capacità mondiali di raffinazione del rame ed occupa una posizione centrale in diverse catene del valore strategiche nel settore minerario. Questa concentrazione conferisce ai metalli una crescente dimensione geopolitica, diversa ma non meno rilevante di quella che caratterizza i mercati energetici.

L'agricoltura: una nuova variabile delle filiere industriali

Rispetto al petrolio, oggi le materie prime agricole sembrano presentare un'esposizione diretta più limitata alle tensioni geopolitiche. Le scorte mondiali di cereali restano su livelli relativamente rassicuranti. Secondo il Dipartimento dell'agricoltura degli Stati Uniti (USDA), le scorte mondiali

di grano ammontano ancora ad oltre 260 milioni di tonnellate, mentre quelle di mais sono prossime ai 280 milioni di tonnellate. Il rischio immediato di una carenza alimentare su scala globale appare pertanto contenuto. Tuttavia, le conseguenze dello shock di Hormuz non devono essere sottovalutate. Uno dei principali insegnamenti della crisi attuale è che energia, agricoltura e metalli industriali condividono ormai un numero crescente di fattori produttivi strategici.

Il gas naturale è infatti essenziale per produrre fertilizzanti azotati. Lo zolfo e l'acido solforico sono fondamentali sia nella produzione di fertilizzanti fosfatici sia in alcune fasi della lavorazione di rame e nichel. Questa interdipendenza crea una forma di concorrenza tra i settori. Un aumento persistente dell'energia o dei fattori produttivi chimici può incidere simultaneamente sui costi per la produzione agricola e su quelli per l'estrazione di diversi metalli industriali. La crisi di Hormuz ci ricorda che i mercati delle materie prime non devono più essere analizzati in maniera isolata. Le tensioni che si manifestano in un segmento possono gradualmente propagarsi ad altri settori attraverso supply chain sempre più interconnesse.

Conclusione: una divergenza strutturale

Questa diversa sensibilità di metalli industriali e petrolio potrebbe protrarsi nei prossimi trimestri. E' probabile che il petrolio continui a incorporare un premio al rischio legato alle incertezze sulla sicurezza energetica globale. I metalli industriali rimarranno invece maggiormente dipendenti dai fabbisogni di investimento connessi all'elettrificazione, al digitale, alla difesa e alla riorganizzazione delle catene globali di approvvigionamento. Mentre il petrolio continua a riflettere i rischi che gravano sulla circolazione dell'energia a livello mondiale, i metalli industriali diventano progressivamente lo specchio delle trasformazioni industriali e tecnologiche, intrecciandosi al tempo stesso con le esigenze dell'agricoltura, settore che condivide gli stessi fattori produttivi.



Luci, sala di degustazione, Château Clarke,  
Listrac-Médoc, Francia.



# Prospettive ancora favorevoli per i mercati azionari

**Hervé Prettre**  
Head of Global Investment Research

I mercati azionari hanno proseguito la loro ripresa, sempre trainati dalla tecnologia, sulla scia degli utili per il primo trimestre 2026, di prospettive superiori alle attese, dell'entusiasmo per la quotazione in borsa (IPO) di SpaceX e delle revisioni al rialzo degli investimenti in data center. L'ascesa del mercato è tuttavia ascrivibile ad un numero ristretto di titoli legati al ciclo di investimenti nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale (IA). Al di là della tecnologia, l'accordo del 15 giugno tra Stati Uniti ed Iran ha sostenuto gli indici azionari, con la prospettiva di una riapertura dello Stretto di Hormuz, determinando un calo dei prezzi del petrolio, delle aspettative di inflazione e di quelle relative agli aumenti dei tassi. A parte il ciclo di investimenti di grande portata, punta di diamante dell'economia e dei mercati da numerosi trimestri, i consumi negli Stati Uniti reggono, soprattutto per la fascia più abbiente della popolazione, che beneficia del cosiddetto “effetto ricchezza” dato da mercati in ascesa e dai tagli alle imposte introdotti da Trump. Il resto dei consumatori dovrebbe inoltre trarre vantaggio dai minori prezzi del petrolio. L'indice americano S&P 500 e quello dei mercati emergenti hanno così raggiunto nuovi massimi a maggio, prima che a giugno si verificasse una lieve correzione nel settore tecnologico, mentre l'Europa è risalita a giugno, trainata dal calo del petrolio.

**Prospettive per i mercati azionari**

In questa fase restiamo costruttivi, ma, dopo un rialzo eccezionale a partire da fine marzo, ci attendiamo una normalizzazione della performance degli indici e della tecnologia rispetto agli altri settori. In futuro, prevediamo un contesto caratterizzato da:

- **Un ciclo di investimenti ancora in crescita**, con un ulteriore aumento della spesa per i data center e degli investimenti complessivi in ambito IA. Emergono alcuni timori, in particolare riguardo al livello delle nuove emissioni dopo il successo di SpaceX, alle incertezze sulla monetizzazione dell'IA ed al suo reale impatto sulla produttività. Ciononostante, i volumi di investimento restano ingenti ed il nostro modello di analisi delle bolle (vedere grafico 1) segnala una condizione arancione, non ancora rossa, sintomo di un surriscaldamento e non di un'esuberanza irrazionale. Le bolle passate ci insegnano che il movimento rialzista prosegue anche quando alcuni titoli raggiungono valutazioni molto elevate, purché lo slancio si mantenga (vedere il nostro focus settoriale). Inoltre, gli ETF (*Exchange Traded Fund*), che rappresentano dal 35% al 40% degli investimenti sul mercato americano, sostengono le imprese di maggiori dimensioni, tra cui molte grandi capitalizzazioni tecnologiche, il cui peso è particolarmente rilevante negli indici.

Grafico 1 — Cinque punti in comune nello scoppio delle bolle passate

|                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Una politica monetaria più restrittiva, accompagnata da rialzi dei tassi                                             | Un rialzo dei tassi a metà 2027 non è improbabile, ma non desta particolare preoccupazione                                                                                                                                                                                                                                       |
| Una revisione al ribasso della redditività del settore attraverso un brusco rallentamento della crescita degli utili | I risultati di Nvidia hanno indotto a rivedere al rialzo le previsioni; quelli di Broadcom le hanno confermate                                                                                                                                                                                                                   |
| Valutazioni estreme, non sostenibili                                                                                 | La situazione non è insostenibile in questo frangente, ma cominciano ad affiorare preoccupazioni sporadiche tra gli investitori                                                                                                                                                                                                  |
| Un'euforia generalizzata che causa un'ultima impennata delle quotazioni                                              | Alcune azioni sono in anticipo rispetto ai fondamentali. La volatilità potrebbe risultare più elevata rispetto al passato                                                                                                                                                                                                        |
| Una maggiore concorrenza nell'offerta di IA, sul punto di soddisfare la domanda                                      | Le quotazioni in borsa di SpaceX, OpenAI ed Anthropic potrebbero aumentare l'offerta di azioni. Tuttavia, la quotazione in borsa di SpaceX, valutata 75 miliardi di dollari, non arresterà la corsa di titoli come Nvidia (5.000 miliardi di dollari), Broadcom (1.800 miliardi di dollari) o Micron (1.000 miliardi di dollari) |

Bloomberg, Edmond de Rothschild

- **Un calo atteso dei prezzi del petrolio**, che a metà giugno sono scesi a circa 82 dollari, la loro media dal 2021. La riapertura dello stretto, i minori acquisti da parte della Cina, le nuove trivellazioni favorite da prezzi più elevati, nonché la volontà di Trump di sostenere il potere d'acquisto degli americani dovrebbero contribuire a questa stabilizzazione. L'economia è in grado di reggere questo lieve shock, aiutata dal miglioramento dell'efficienza energetica nei singoli Stati.
- **Consumi ancora resilienti negli Stati Uniti** e che potrebbero riprendersi in Europa sulla scia dei minori prezzi del petrolio. Anche i Mondiali di calcio del 2026 potrebbero offrire un moderato sostegno ai consumi. I consumi cinesi restano invece sotto pressione, ma tale debolezza è compensata da un'attività manifatturiera sempre solida e dalla fine della deflazione dei prezzi industriali.
- **Tassi a lungo termine più elevati**: oltre all'aumento dei prezzi del petrolio e dei deficit pubblici, il mondo della globalizzazione deflazionistica come lo abbiamo conosciuto è scomparso, con la necessità di supply chain e filiere energetiche resilienti. L'impatto potenzialmente deflazionistico dell'IA non si verifica nel breve periodo, poiché gli enormi investimenti esercitano piuttosto pressioni inflazionistiche, anche se, nel medio termine, i guadagni di produttività potrebbero tradursi in una riduzione dei prezzi.



- **Negli Stati Uniti le valutazioni sono certamente elevate, ma concentrate su un numero ristretto di titoli molto esposti al tema dell'IA.** In Europa, le valutazioni sono più vicine alla loro media storica. Nei mercati emergenti restano invece contenute. Storicamente, tuttavia, le valutazioni non sono un indicatore molto affidabile dell'andamento dei mercati, soprattutto in periodi di forti investimenti, quando gli investitori tendono a privilegiare il potenziale di lungo periodo.

A nostro avviso, pertanto, il profilo di rischio/rendimento delle azioni rimane favorevole; riteniamo tuttavia preferibile diversificare le posizioni, poiché la fase di maggiore slancio della tecnologia sembra ormai alle nostre spalle. Resta del potenziale, che dovrebbe però rivelarsi inferiore al passato.

Il nostro suggerimento è di diversificare in alcuni segmenti del **settore consumer**, che finora è stato il grande perdente in Borsa. Alcuni ambiti sembrano presentare valutazioni interessanti e prospettive di stabilizzazione: il lusso, ad esempio, ma anche le società che traggono vantaggio dal potenziale recupero del potere d'acquisto dei consumatori, sulla scia di un prezzo del petrolio più basso, e quelle esposte ad un catalizzatore di breve termine come i Mondiali di calcio. Tra queste figurano, ad esempio, le strutture alberghiere, le piattaforme di prenotazione dei viaggi o i produttori di articoli sportivi.

**Le banche europee** continuano a presentare valutazioni interessanti, con un rapporto prezzo/utili prospettico a 12 mesi pari a 10; tra i settori europei è quello meno caro dopo l'automobilistico, a fronte di una redditività che rimane solida. Le prospettive degli utili per azione sono migliorate: dall'inizio del conflitto, le stime per il 2027 sono state riviste al rialzo del 10%. Queste banche sono inoltre molto redditizie e, storicamente, tassi di interesse più elevati favoriscono il settore.

**Il settore sanitario** risente sempre delle difficoltà di diverse società, tra cui pipeline deludenti e brevetti in scadenza, ma i leader nell'innovazione continuano a mostrare una dinamica robusta.

**L'industria** beneficia di un ciclo di investimenti molto solido legato alla difesa, all'automazione, ai data center ed all'energia, con un significativo potere di determinazione dei prezzi. Il settore è inoltre trainato dall'aumento degli ordinativi dopo le turbolenze causate dalla guerra in Medio Oriente.

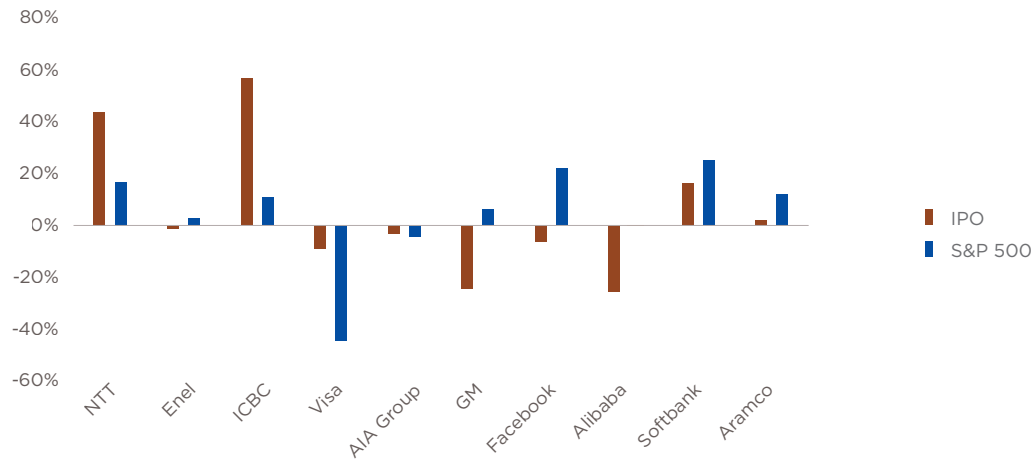
A livello geografico, gli attivi di ciascuna regione risultano interessanti per gli investitori. Per il momento, manteniamo un leggero sovrappeso sulle principali aree:

- **Il mercato americano** dovrebbe continuare ad essere trainato dalla tecnologia (che rappresenta circa il 40% dell'indice S&P 500) e dai flussi degli ETF, che sospingono le grandi capitalizzazioni. La resilienza dei consumi, la deregolamentazione, una Fed prudente e gli elevati capitali nei fondi monetari, pronti ad essere investiti sul mercato, rappresentano altri catalizzatori. Non si può inoltre escludere una "Trump put", come dimostrato in più occasioni di recente, incluso quando la reazione negativa del mercato alle minacce del

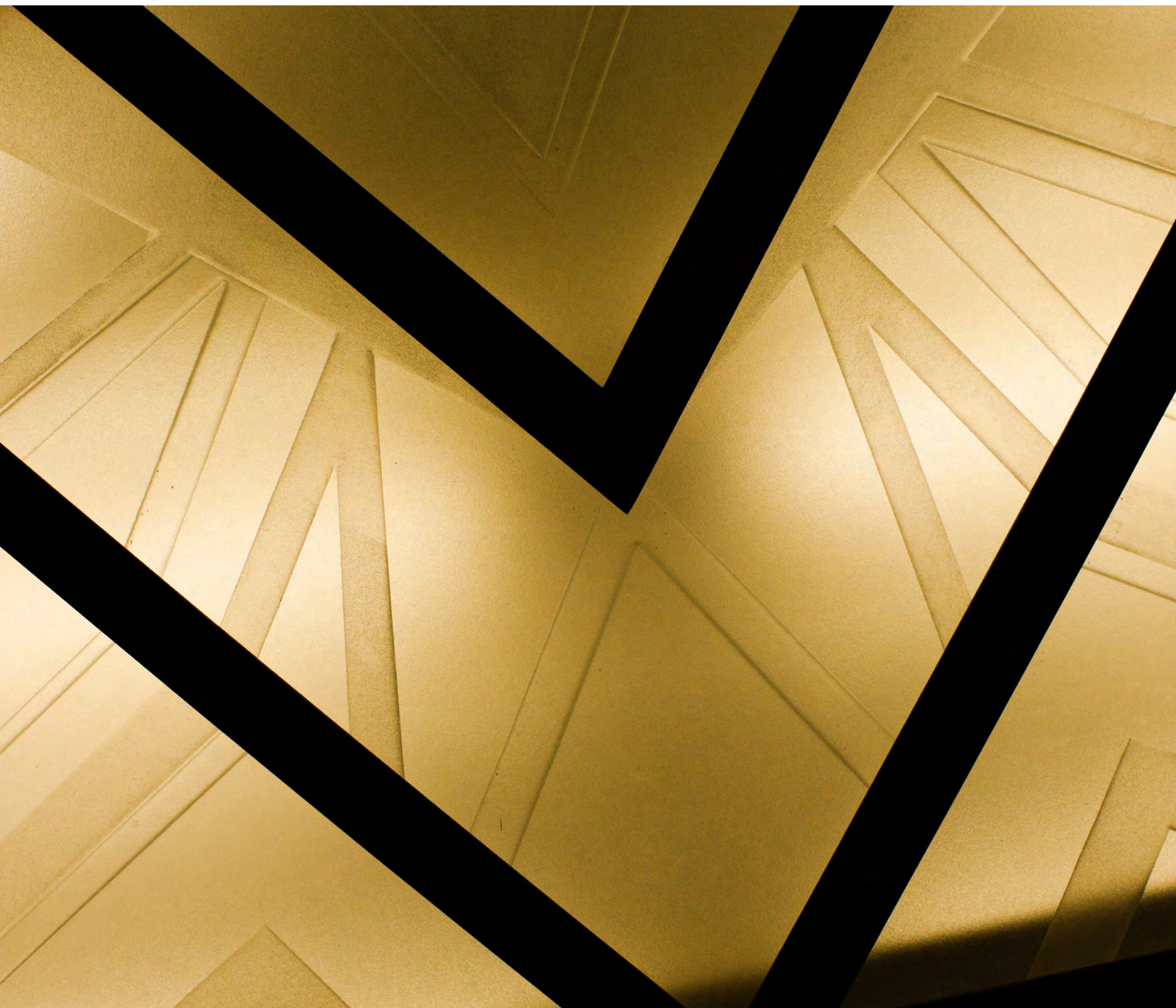
presidente degli Stati Uniti di invadere l'isola di Kharg in Iran ha spinto la Casa Bianca ad abbandonare i suoi obiettivi più aggressivi nel giro di poche ore. A nostro avviso, la colossale quotazione in borsa di SpaceX non costituisce un rischio significativo, poiché storicamente i mercati hanno continuato a comportarsi bene dopo IPO importanti, anche se il titolo appena quotato tende a sottoperformare (vedere grafico 2).

- **Il mercato europeo** è meno esposto alla tecnologia, ma dovrebbe trarre vantaggio nel breve periodo dal calo dei prezzi del petrolio conseguente alla riapertura dello Stretto di Hormuz. Beneficia inoltre di valutazioni contenute e di una natura ciclica.
- **I mercati emergenti** sono sempre più a trazione tecnologica: il settore rappresenta ormai il 49% dell'indice MSCI Emerging Markets e Cina, Taiwan e Corea ne costituiscono, da soli, circa il 70%. Questa esposizione alla tecnologia non si riflette nelle interessanti valutazioni dei mercati emergenti, che esibiscono uno sconto del 39% rispetto all'indice MSCI World.

**Grafico 2 — Performance assoluta a 12 mesi delle dieci principali IPO: titolo quotato e mercato, in %**



Bloomberg, Edmond de Rothschild



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

Focus settoriale



# Semiconduttori ed intelligenza artificiale: a che punto siamo nel ciclo di investimenti?

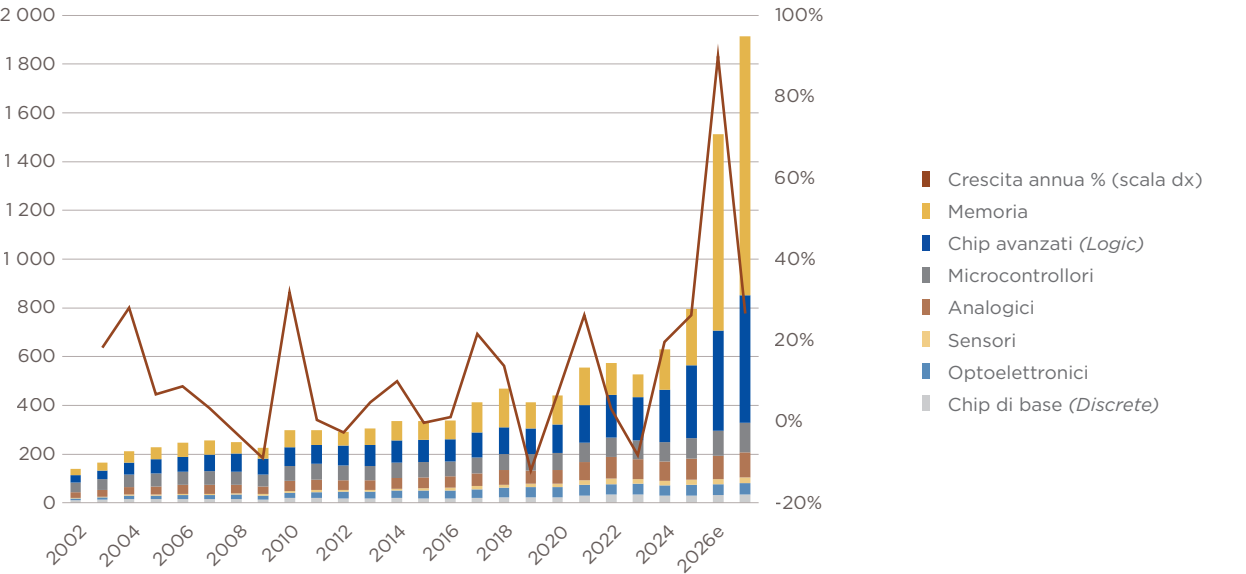
**Anthony Toupin**  
Senior Research Analyst, Global Investment Research

**Xiadong Bao**  
Analyst / Portfolio Manager  
International Equities, Edmond de Rothschild Asset Management

**Un ciclo di investimenti senza precedenti, ma con una crescente dispersione**  
A tre anni dal lancio di ChatGPT, l'ondata di investimenti nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale (IA) non mostra alcun segno di cedimento; al contrario, continua ad accelerare. Nel 2026, i quattro principali *hyper-scaler*<sup>1</sup> americani (Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta) prevedono di destinare complessivamente a questo settore investimenti per circa 725 miliardi di dollari, con un aumento di oltre il 75% rispetto alla cifra record di circa 410 miliardi raggiunta nel 2025. Questa corsa non è il frutto di una semplice scommessa: risponde ad una domanda che, trimestre dopo trimestre, supera le capacità installate. Il passaggio dall'addestramento dei modelli di IA alla loro operatività su larga scala (inferenza) trasforma una domanda di calcolo occasionale in consumi permanenti.

In questo contesto, il mercato mondiale dei semiconduttori, che secondo le previsioni non avrebbe dovuto superare la soglia simbolica di mille miliardi di dollari di vendite annue prima del 2028-2029 (grafico 1), dovrebbe già quest'anno registrare un volume di vendite di circa 1.500 miliardi di dollari, rispetto agli 800 miliardi del 2025. L'amministratore delegato di TSMC, Che-Chia Wei, che alla fine del 2025 parlava di una domanda "ancora più sostenuta di quanto avessimo previsto tre mesi prima", ha confermato all'inizio di giugno che la domanda non mostra ancora segnali di rallentamento, con il suo gruppo ormai impegnato ad evitare di bloccare esso stesso la filiera. I primi segni di monetizzazione sono peraltro tangibili: i ricavi delle divisioni *cloud* degli *hyper-scaler* hanno ripreso ad accelerare ed i loro portafogli di ordini contrattuali sono praticamente raddoppiati nell'arco di un anno. Tutti elementi che, agli occhi dei loro management, giustificano il proseguimento degli investimenti in una competizione nella quale nessuno può permettersi di perdere terreno.

**Grafico 1 — Il mercato globale dei semiconduttori dovrebbe superare già quest'anno quota mille miliardi di dollari**  
Evoluzione del mercato globale dei semiconduttori dal 2002 in miliardi di dollari, per segmento e per anno, e variazione annua in % (scala dx)



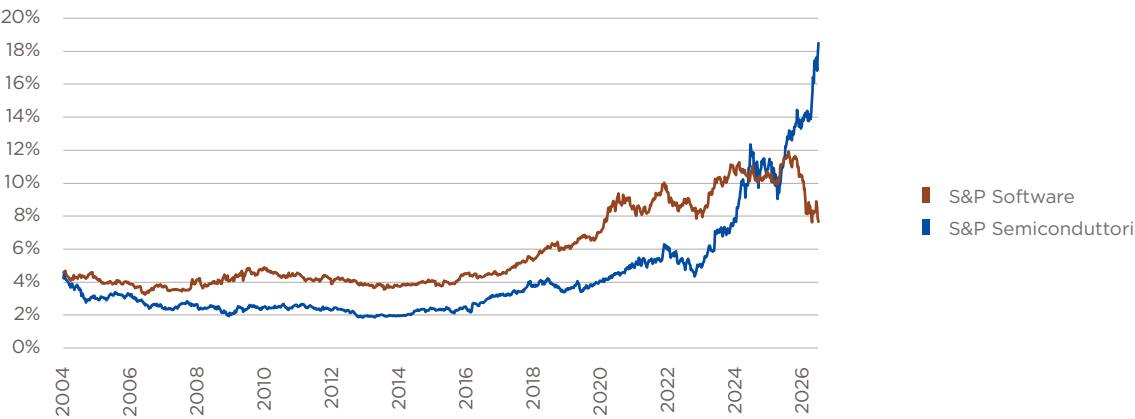
Edmond de Rothschild, WSTS

I semiconduttori, primi beneficiari di questa ondata di investimenti, si sono affermati come il principale motore della performance degli indici mondiali: il principale indice di riferimento del settore (SOX) ha registrato un rialzo del 102% dall'inizio dell'anno ed il peso di tale comparto nell'S&P 500 è più che quadruplicato dal 2020 (grafico 2). Dietro questa dinamica complessiva si cela tuttavia una crescente dispersione tra i diversi sottosegmenti della catena del valore. Comprendere dove si crea il valore ed il prezzo per accedervi resta, a nostro avviso, un aspetto fondamentale per gli investitori nel 2026.

<sup>1</sup> Hyperscaler: giganti del cloud che gestiscono data center su vasta scala per fornire servizi informatici al resto dell'economia.



**Grafico 2 — La valutazione dei semiconduttori nell'indice S&P 500 raggiunge un livello record, mentre quella dei software è in calo**  
Evoluzione del peso della capitalizzazione borsistica di semiconduttori e software nell'indice S&P 500 dal 2004, in %



Bloomberg, Edmond de Rothschild

**Acceleratori:**  
**GPU ancora dominanti ed ASIC in piena espansione**

I processori grafici (GPU, *Graphics Processing Unit*) rimangono il cuore pulsante delle infrastrutture per l'IA. Concepiti inizialmente per il rendering delle immagini, questi chip, detti anche acceleratori, eccellono nel calcolo massivamente parallelo<sup>2</sup> richiesto dall'addestramento e dall'inferenza dei grandi modelli. Nvidia domina incontrastata, con una quota di mercato superiore all'80% e ricavi dei data center in ascesa del 92% su base annua nell'ultimo trimestre. La sua forza non risiede soltanto nei chip: il suo ecosistema software CUDA, adottato da milioni di sviluppatori da circa vent'anni, costituisce una barriera all'ingresso che i concorrenti, AMD in testa, faticano ancora a superare, nonostante il progressivo incremento delle quote di mercato nell'inferenza. Di fronte a costi di calcolo pari a decine di miliardi di dollari all'anno, i giganti del *cloud* sviluppano al contempo chip personalizzati proprietari, gli ASIC<sup>3</sup>, ottimizzati per un'attività specifica ed in grado di offrire un costo per calcolo ed un consumo energetico sensibilmente inferiori quando il carico di lavoro lo consente. Google fa da apripista con le proprie TPU (*Tensor Processing Unit*)<sup>4</sup> oggi proposte a clienti terzi; Amazon accelera la diffusione dei chip Trainium, mentre Meta, Microsoft ed OpenAI proseguono i rispettivi programmi di sviluppo.

<sup>2</sup> Calcolo massivamente parallelo: esecuzione simultanea di migliaia di operazioni semplici, in contrapposizione al trattamento sequenziale di un processore tradizionale.

<sup>3</sup> ASIC (*application-specific integrated circuit*): chip progettato su misura per un'unica attività, più efficace ma meno flessibile di una GPU per uso generale.

<sup>4</sup> Una *Tensor Processing Unit* (TPU, o unità di elaborazione tensoriale) è un circuito integrato sviluppato da Google per accelerare l'esecuzione dei modelli di intelligenza artificiale. A differenza di una GPU (*Graphics Processing Unit*), non integra moduli dedicati al rendering grafico, ma solo unità di calcolo appositamente ottimizzate per le operazioni tensoriali su enormi volumi di dati.

La logica è duplice: ridurre il costo unitario del calcolo e diminuire la dipendenza da un fornitore in posizione di forza in termini di prezzi e margini. I principali beneficiari di questa competizione sono le società di progettazione specializzate che affiancano gli *hyperscaler*, in primo luogo Broadcom e Marvell, e soprattutto la fonderia taiwanese TSMC, che produce la quasi totalità di questi componenti avanzati, indipendentemente dal marchio con cui sono progettati.

**L'ampliamento della catena del valore:**  
**CPU, ottica ed apparecchiature**

Più sorprendente è il fatto che l'ondata dell'IA stia ora favorendo anche i processori generalisti (CPU, *Central Processing Unit*), a lungo relegati al ruolo di coordinamento delle GPU. Al riguardo, l'ascesa dell'inferenza sta riequilibrando la composizione dei server specializzati: mentre storicamente un data center per l'IA disponeva di una CPU ogni otto GPU, questo rapporto si è già ridotto a circa una ogni quattro, con Intel ed AMD che prevedono una convergenza verso la parità. Questa domanda inattesa ha colto impreparato il settore: negli ultimi mesi i prezzi delle CPU per server sono aumentati al punto che Intel ha riconvertito parte della propria capacità produttiva a scapito dei chip destinati al largo consumo. Le ragioni di questo riequilibrio sono riconducibili principalmente alla natura dei nuovi carichi di lavoro dell'IA, come gli agenti autonomi, che richiedono una maggiore capacità di calcolo. Più a valle, con il numero di chip installati nei data center ormai nell'ordine delle centinaia di migliaia, il fattore limitante diventa la rete che li collega. Il trasferimento dei dati tra chip, server e data center rende sempre più strategiche le interconnessioni ottiche, fino alla tecnologia *co-packaged optics*<sup>5</sup>, che integra la conversione ottica a ridosso del processore, un segmento nel quale operano sia Nvidia e Broadcom che specialisti della fotonica come Coherent o Lumentum. L'assemblaggio avanzato (tra cui la tecnologia CoWoS<sup>6</sup> di TSMC) resta uno dei segmenti più critici della filiera. Infine, i produttori di macchinari per la fabbricazione dei chip, con ASML in testa grazie al monopolio nella litografia EUV<sup>7</sup>, offrono un'esposizione indiretta ma imprescindibile: qualunque chip finirà per imporsi, sarà comunque prodotto con i suoi macchinari. Questa dinamica di "picks and shovels" continua ad alimentare le aspettative di crescita ben oltre i soli acceleratori.

**La memoria: da componente standard a collo di bottiglia strategico**

A lungo considerata un segmento ciclico e scarsamente differenziato, la memoria è diventata uno dei colli di bottiglia strategici del calcolo dell'IA. Le prestazioni di un acceleratore dipendono infatti tanto dalla velocità con cui riceve i dati quanto dalla sua potenza di calcolo effettiva. È proprio questo il ruolo della memoria ad alta larghezza di banda (HBM<sup>8</sup>), impilata verticalmente a ridosso del processore e presente in quantità sempre maggiori in ogni nuova generazione di GPU.

<sup>5</sup> *Co-packaged optics*: integrazione di componenti ottici direttamente nel package del processore, al fine di ridurre il consumo energetico ed i tempi di trasmissione.

<sup>6</sup> CoWoS (*Chip-on-Wafer-on-Substrate*): tecnologia di assemblaggio sviluppata da TSMC che colloca processore e memoria HBM affiancati sullo stesso supporto, per massimizzare la velocità di trasferimento.

<sup>7</sup> Litografia EUV (Extreme Ultraviolet): tecnologia litografica che utilizza luce a lunghezza d'onda estremamente corta, indispensabile per i chip più avanzati e di cui ASML è l'unico fornitore al mondo.

<sup>8</sup> HBM (*High Bandwidth Memory*): memoria ad alta larghezza di banda impilata a ridosso del processore per accelerare gli scambi di dati.



Questo mercato è saldamente nelle mani di tre operatori: la coreana SK Hynix, leader del settore, le cui capacità sono già interamente prenotate per l'anno in corso, la connazionale Samsung e l'americana Micron. La domanda proveniente dall'IA assorbe ormai una quota così elevata delle capacità produttive da mettere sotto pressione l'intero mercato della DRAM<sup>9</sup> convenzionale, i cui prezzi sono più che raddoppiati nell'arco di un anno. Microsoft ha attribuito circa 25 miliardi di dollari dell'incremento del proprio budget per gli investimenti nel 2026 al solo rincaro dei costi di approvvigionamento per i componenti di memoria. Un aspetto significativo è che, per il momento, l'aumento dei prezzi non sta frenando la domanda, a conferma della determinazione degli *hyperscaler* ad investire “a qualsiasi costo” pur di vincere la battaglia dell'IA. Questa carenza ha continuato a sostenere le quotazioni dei titoli del settore, come Seagate, SK Hynix, Micron o Western Digital, che hanno messo a segno rialzi tali da richiedere particolare prudenza, un tema sul quale torneremo più avanti.

**Un'analisi di investimento costruttiva, ma improntata alla selettività**

Individuiamo diversi fattori che depongono a favore della prosecuzione del ciclo. I portafogli ordini sono pieni, le capacità produttive degli elementi critici sono prenotate con diversi trimestri di anticipo e la visibilità sul 2026 e sul 2027 è insolitamente elevata per un settore storicamente ciclico. Questa fiducia, tuttavia, non può prescindere da alcune valutazioni raggiunte. Il forte rialzo delle quotazioni dall'inizio dell'anno, particolarmente marcato nel segmento della memoria, riflette già in larga misura l'esecuzione dei portafogli ordini previsti. A questi livelli riteniamo che l'analisi debba concentrarsi sulla crescita attesa degli utili rispetto ai multipli pagati (indicatori quali il rapporto tra valore d'impresa e risultato operativo o il coefficiente prezzo/utile corretto per il tasso di crescita), nonché sulla dinamica delle revisioni, sulla qualità e diversificazione dei portafogli ordini e sul potere di determinazione dei prezzi in ogni comparto.

I tradizionali rischi del settore, inoltre, non sono scomparsi. L'estrema concentrazione della domanda di processori, proveniente da un numero esiguo di *hyperscaler*, implica che un ridimensionamento delle loro previsioni di investimento, anche lieve, avrebbe gravi ricadute sull'intera filiera; la natura storicamente ciclica della memoria, dove alla fine le carenze sono sempre state riassorbite; un contesto geopolitico nel quale le restrizioni alle esportazioni verso la Cina e la dipendenza da Taiwan continuano a rappresentare fattori di rischio strutturali.

In questo contesto, restiamo convinti che la validità del tema non giustifichi un'esposizione a qualsiasi prezzo. La selettività, passata in secondo piano durante la fase di espansione indiscriminata del ciclo, torna ad essere per gli investitori uno strumento fondamentale di gestione del rischio.

<sup>9</sup> DRAM (*Dynamic Random Access Memory*): tradizionale memoria ad accesso casuale utilizzata in server, computer e smartphone, i cui prezzi sono storicamente molto ciclici.

**I motori della domanda cambiano volto**

Resta però una domanda: cosa sosterrà la prossima fase di crescita una volta esaurita l'attuale ondata di investimenti infrastrutturali? A nostro avviso, la risposta risiede sempre meno nell'addestramento di modelli via via più grandi e sempre più nel loro utilizzo permanente e su larga scala, ossia nell'inferenza, il cui peso nella domanda di calcolo è in costante ascesa. È proprio il passaggio agli agenti autonomi di intelligenza artificiale (IA agentica, vedere tabella comparativa), che richiedono una capacità di calcolo continua e non occasionale, a meritare oggi particolare attenzione.

Gli LLM<sup>10</sup> restano centrali, ma il loro impiego sta cambiando: si passa da un chatbot (o agente conversazionale), che si limita a rispondere, ad un agente autonomo, che esegue. Un agente pianifica, suddivide un'attività, si avvale di strumenti, verifica i risultati e procede per iterazioni. È questo ciclo operativo, e non la dimensione dei modelli, a sostenere la prossima ondata di domanda di calcolo.

**Tabella comparativa — IA generativa 1.0 (chatbot) e 2.0 (agentica)**

L'IA agentica rappresenta un'evoluzione significativa rispetto ai tradizionali chatbot

|                        | IA generativa 1.0                        | IA generativa 2.0                                     |
|------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| Paradigma              | Chatbot                                  | IA agentica                                           |
| Capacità di IA         | Risponde ai prompt, fornisce consigli    | Pianifica, agisce ed itera in autonomia               |
| Modello di interazione | Singolo scambio, risposta ad un prompt   | Multi-fase, orientato all'obiettivo                   |
| Azione                 | Output esclusivamente testuale           | Richiama API, scrive ed esegue codice, naviga sul Web |
| Dipendenza dall'uomo   | Elevata, l'intervento umano è necessario | Bassa, l'agente opera in autonomia                    |
| Rapporto umano/IA      | 1:0, 1                                   | Da 1:1 a molti                                        |
| Consumo di token       | 1x                                       | 1000x                                                 |

Edmond de Rothschild

Soprattutto, la domanda si sposta dall'addestramento all'inferenza. L'addestramento resta un'attività “a ondate”, legata al lancio di nuovi modelli o alle fasi di *fine-tuning*. L'inferenza, invece, comporta un consumo costante e su larga scala, amplificato da: (i) un numero sempre maggiore di agenti e di strumenti utilizzati, (ii) contesti più lunghi e

<sup>10</sup> Un LLM (*Large Language Model*) è un modello di intelligenza artificiale addestrato su enormi volumi di testo per comprendere, generare e manipolare il linguaggio naturale.



(iii) la necessità di iterare ed autocorreggersi. In altri termini, anche se la crescita dei budget destinati all'addestramento dovesse rallentare, l'esplosione del volume di inferenza può continuare a trainare la domanda di calcolo. Un paragone utile è quello con lo smartphone: lo si acquista una volta ogni due o tre anni, ma viene utilizzato tutti i giorni per una moltitudine di attività (messaggistica, video, geolocalizzazione, pagamenti, ecc.). Nel lungo periodo, non sono le vendite occasionali di dispositivi ad incidere maggiormente, bensì il consumo quotidiano di dati e servizi mobili. Lo stesso vale per l'IA: l'utilizzo continuativo dei modelli (l'inferenza) finisce per contare molto più dei costi iniziali per il loro addestramento.

L'inferenza, infine, si sta diffondendo ben oltre Nvidia (ASIC degli *hyperscaler*, acceleratori alternativi, ecc.). In questo paradigma operativo (*workflow*), la CPU assume di nuovo centralità, trainando anche i server basati su CPU e la memoria non HBM (DRAM/capacità). Per l'investitore, la sfida consiste nell'individuare i colli di bottiglia: con la progressiva diversificazione del mix di chip, il valore tende a spostarsi verso gli anelli più critici (capacità di memoria, interconnessioni, packaging, apparecchiature) piuttosto che concentrarsi su un unico "campione".

**L'economia dei token: consumi mille volte superiori e destinati a salire ancora**

L'aspetto cruciale è di natura quantitativa: un'attività svolta da un agente di IA consuma circa 1.000 volte più token<sup>11</sup> rispetto ad un'interazione con un chatbot. Il ragionamento in più passaggi, il ripetuto ricorso agli strumenti e l'autocorrezione moltiplicano il calcolo per ciascuna richiesta. Soprattutto, l'utilizzo si sposta dall'addestramento occasionale all'inferenza permanente: un agente opera senza sosta, trasformando una spesa di calcolo occasionale in un consumo ricorrente.

Oltre all'infrastruttura, anche l'adozione diventa un aspetto cruciale: chi sarà il primo a puntare sull'IA e con quale rapidità? Man mano che gli agenti iniziano a gestire processi, sono destinati ad elaborare, generare e produrre potenzialmente più dati degli esseri umani. Gli editori di software, tradizionalmente incentrati su interfacce e *workflow* progettati in ottica *human-first*, rivolgono ora lo sguardo ai prodotti "*agent-first*": API<sup>12</sup>, autorizzazioni, log, governance ed osservabilità pensati per attori non umani. In concreto, alle persone vengono affidate le attività a maggior valore (giudizio, relazioni, creatività e decisioni), mentre la tecnologia viene utilizzata per assisterle, semplificare o automatizzare. Sono gli agenti a coordinare il flusso di lavoro quotidiano: avviano ed eseguono le attività in sequenza e richiedono l'intervento umano solo quando necessario (controlli, risoluzione di dubbi o gestione di casi complessi).

Le interazioni sociali ed economiche saranno sempre più affidate agli agenti, facendo emergere una sfida cruciale: la costruzione di framework di sicurezza agentici, capaci di rendere affidabili e scalabili le interazioni e le transazioni gestite dall'IA.

Sul fronte dell'identità e della conformità, ciò implica una naturale evoluzione delle procedure esistenti: al tradizionale KYC (*Know Your Customer*, "conosci il tuo cliente") dovrà affiancarsi il concetto di KYA (*Know Your Agent*, "conosci il tuo agente"). In un mondo agentico non sarà più sufficiente verificare l'identità del cliente: occorrerà controllare anche quella dell'agente, le risorse a cui può accedere e le decisioni o i pagamenti che è autorizzato ad effettuare per conto del cliente. La gestione delle identità dovrà estendersi anche alle identità degli agenti, mentre l'analisi comportamentale e l'autenticazione multifattore dovranno tenere conto dell'intento dell'agente. Si aprono così nuove opportunità per tutte le imprese che gestiscono identità, diritti di accesso, audit e conformità, ben oltre il semplice conteggio dei token o gli investimenti infrastrutturali.

**Programmare con l'IA (*vibe coding*) non significa sviluppare software**

Il codice è sempre più progettato nativamente per l'intelligenza artificiale: nei nuovi progetti, la quota di codice generata dall'IA è già maggioritaria. La differenziazione si sposta verso gli agenti e l'orchestrazione, che standardizzano i *workflow* e rendono le applicazioni aziendali più semplici da distribuire e gestire. Occorre fare una distinzione utile: generare codice è diventato quasi gratuito e trasformarlo in un prodotto affidabile, integrato, sicuro e monetizzabile resta il passaggio decisivo.

L'effetto potrebbe essere ancora più marcato per gli editori verticali, che già dispongono di dati proprietari, *workflow* operativi consolidati e di una forte capacità distributiva in un determinato settore: Veeva nella sanità, CCC Intelligent Solutions nelle assicurazioni, Workiva nella documentazione regolamentare ed IQVIA nei dati sulle vendite di farmaci e nella ricerca e sviluppo. In questi modelli l'IA non si limita ad assistere: diventa un motore di produttività e di conformità direttamente integrato nel sistema di produzione del cliente.

È questo che distingue i fornitori di modelli (OpenAI, Anthropic) dalle piattaforme orizzontali che integrano gli agenti nei processi aziendali (Microsoft con Copilot, Salesforce con Agentforce, ServiceNow e Palantir) e dalle piattaforme verticali, che catturano il valore laddove *workflow* e dati sono maggiormente specifici. Il valore duraturo si costruisce proprio a questo livello di integrazione.

<sup>11</sup> Un token è una piccola unità di testo (ad esempio un carattere, una parte di parola o una parola intera) utilizzata dai modelli per leggere, elaborare e generare il linguaggio.

<sup>12</sup> Un'API (*Application Programming Interface*) è un'interfaccia che consente a due applicazioni di comunicare tra loro, definendo un insieme di regole per richiedere e scambiare dati o servizi, senza esporre il funzionamento interno dei sistemi.



### Monetizzazione: dal prezzo per utente al risultato conseguito, dall'utente umano all'agente IA

Il modello di pricing per utente (*per seat*) lascia spazio ad una tariffazione basata sul risultato: per attività completata, pratica gestita o ticket risolto. Se questa evoluzione dovesse consolidarsi, il mercato target cambierebbe natura: non si limiterebbe più al budget per il software, ma riguarderebbe una parte dei costi per il lavoro automatizzato dall'agente, un bacino molto più ampio. Salesforce già fattura Agentforce in base alle conversazioni risolte; sarà questo tipo di modello, insieme alla prova di un ritorno misurabile per il cliente, a confermare la sostenibilità dei ricavi.

Con l'agente IA si apre anche un'altra modalità di monetizzazione: la fatturazione per chiamata, o per esecuzione, degli agenti e delle catene di strumenti. In altre parole, l'API diventa l'unità economica. Se gli agenti coordinano attività quali ricerca, estrazione, redazione ed esecuzione di workflow, il valore si misura in numero di chiamate, tempi di esecuzione, latenza, affidabilità e livello delle garanzie (SLA o accordo sul livello dei servizi, conformità, audit). L'API diventa il "prodotto". TradingView, ad esempio, è una piattaforma online di grafici finanziari che consente di analizzare i mercati (azioni, valute, ecc.) con l'ausilio di numerosi indicatori tecnici. Tuttavia, la società mette anche a disposizione punti di accesso e formati standardizzati affinché software esterni possano leggere automaticamente dati, segnali ed avvisi nonché utilizzarli nei propri sistemi: è questo "livello API" a diventare monetizzabile.

Un simile modello è "nativo" delle piattaforme *cloud*, ma può anche rappresentare un ponte tra software e servizi: l'impresa non acquista più uno strumento (una licenza) né un team (giornate/uomo), ma un risultato prodotto da una catena di API. Chi trae maggior valore? Gli intermediari infrastrutturali come Cloudflare o Akamai. Questi operatori illustrano bene la transizione in corso: un livello dell'infrastruttura, il più vicino possibile agli utenti e dedicato alla sicurezza, che può essere monetizzato per richiesta e per funzione eseguita (instradamento, protezione, osservabilità, gateway, ecc.). In un mondo agentico, questo livello assume rilevanza strategica perché si colloca: (i) il più vicino possibile all'utente ed ai dati (latenza); (ii) nel punto di controllo di identità, autorizzazioni e policy; e (iii) all'interfaccia tra il traffico "umano" e quello "degli agenti".

Storicamente, un software viene venduto in base al numero di utenti ed i servizi IT vengono fatturati in funzione del tempo impiegato. L'approccio *agent-first* apre una terza strada: una tariffazione basata sull'utilizzo e sui risultati, ma calcolata a livello della macchina. Questa evoluzione dei modelli di pricing ridefinisce le catene del valore: i vincitori non sono soltanto i modelli, ma anche i livelli che controllano, proteggono e misurano l'esecuzione agentica; in altre parole, le imprese capaci di risolvere problemi operativi end-to-end grazie ad un'IA potente, fatturando l'utilizzo effettivo anziché limitarsi a vendere licenze o consulenze a tempo.

### Il ritorno sul capitale investito (ROIC) non è, in questo momento, la questione centrale

In futuro, il mercato pretenderà prove reali del ritorno sul capitale investito (ROIC), non promesse né prospettive di lungo termine. Oggi, tuttavia, una parte degli investimenti in infrastrutture per l'IA non è ancora giustificata da ritorni chiaramente identificati, bensì dall'ipotesi di una domanda futura: una stima del consumo di token e del carico di inferenza su un orizzonte di 2/5 anni. In altre parole, oggi si finanzia capacità scommettendo sui volumi di utilizzo di domani, con una visibilità ancora limitata su: (i) il modello di pricing del token; (ii) la quota di ciascun comparto nella filiera (*cloud*, semiconduttori, memoria, rete); (iii) la velocità di diffusione dei casi d'uso realmente monetizzabili; e (iv) l'intensità della concorrenza, che potrebbe comprimere i margini.

In questo contesto, vi è il rischio che il mercato azionario dia più valore ad una narrazione incentrata sulla scarsità, di GPU, HBM, CoWoS, capacità dei data center ed energia elettrica, rispetto ai fondamentali della creazione di valore per gli azionisti (flussi di cassa sostenibili, disciplina nell'allocazione, rendimento del capitale investito). Questa lettura individua pochi vincitori: il loro peso negli indici aumenta, seguono gli acquisti passivi e, successivamente, anche i gestori attivi, talvolta ricorrendo alla leva ed alle opzioni.

L'espressione "*attention is all you need*" ("basta stare attenti") illustra il funzionamento dei LLM e si presta anche a descrivere i mercati odierni: l'attenzione rivolta alla narrazione (e ai vincoli di offerta visibili) tende a prevalere su quella riservata ai rendimenti economici. La fragilità non dipende necessariamente dalla solidità delle imprese, ma dal divario tra le aspettative ed il ROIC, nonché dalla concentrazione degli investitori.

La validità del tema non determina il prezzo al quale sia ragionevole esporsi. Pazienza, selettività ed una rigorosa allocazione del capitale, ossia privilegiare le imprese in grado di trasformare i token in flussi di cassa e di monetizzare rapidamente i propri servizi, consentono di cogliere le opportunità di investimento più interessanti.



Michèle Henon (1937-2010), parete in cuoio di Cordova, motivi ispirati all'Art Déco realizzati secondo la tecnica medievale del *repujado*, ordine speciale per i saloni della banca, Ginevra, Svizzera.



# Credito o titoli di Stato: mantenere un approccio selettivo

**Guilhem Savry**

Head of Strategy Research, Global Investment Research

**Rami Boustany**

Head of Fixed Income Credit Research, Global Investment Research

## Premi per il rischio ancora elevati nel segmento delle obbligazioni sovrane

Nel secondo trimestre del 2026, la maggior parte dei rendimenti obbligazionari a livello globale ha raggiunto nuovi massimi dal periodo 2007-2008. L'aumento è stato generalizzato: ha interessato tutti i Paesi sviluppati e tutte le scadenze della curva. Questo scenario, che avevamo delineato nelle precedenti pubblicazioni e che giustifica la nostra visione prudente su questa asset class, dovrebbe protrarsi nel medio termine. Il premio per l'inflazione dovrebbe infatti rimanere elevato, a causa delle incertezze geopolitiche che gravano su numerose materie prime. Il premio di crescita resta consistente, soprattutto negli Stati Uniti e in Giappone, dove il ciclo degli investimenti tecnologici si sta intensificando, mentre in Europa il premio per il rischio politico resterà consistente, dati i numerosi appuntamenti elettorali all'orizzonte e la crescente fragilità dei governi in carica. Infine, e soprattutto, la mancata riduzione dei deficit pubblici pone il problema del costo di finanziamento e della sostenibilità del debito sovrano, in particolare per i Paesi con una crescita debole ed inferiore al proprio potenziale di lungo termine.

## È in arrivo una stretta monetaria?

L'impennata dei prezzi energetici provocata dal conflitto in Medio Oriente ha accentuato le pressioni inflazionistiche e ha indotto le banche centrali a considerare un inasprimento monetario nel breve termine attraverso rialzi dei tassi di interesse. Il mercato dei future (o mercato a termine) sul petrolio prevede ora un prezzo del WTI (*West Texas Intermediate*) e del Brent rispettivamente pari a 74 e 78 dollari a dicembre, oltre il 30% in più rispetto a sei mesi fa. In questo contesto, la curva delle aspettative di inflazione si è spostata verso l'alto sia negli Stati Uniti sia in Europa. Pur essendosi ridotti dopo l'accordo con l'Iran del 15 giugno, i livelli attesi di inflazione restano superiori agli obiettivi di lungo periodo della Federal Reserve (Fed) e della Banca centrale europea (BCE). A fronte di previsioni di prezzi alla produzione ed al consumo più elevati, i mercati monetari hanno rivisto al rialzo le attese sui tassi delle principali banche centrali per il 2026 ed integrano ormai aumenti generalizzati entro la fine dell'anno. Ad oggi, i mercati anticipano rialzi

dei tassi ovunque nell'arco dei prossimi dodici mesi, seppure di entità contenuta. La BCE è già intervenuta a giugno con un aumento di 25 punti base, il primo dal 2023, e proseguirà su questa strada se i dati sull'inflazione resteranno elevati. Anche la Banca d'Inghilterra (BoE) e la Fed dovrebbero seguire l'esempio dell'omologa europea, con rialzi dei tassi previsti entro dicembre 2026.

## Le finanze pubbliche non migliorano

Questo incremento del premio per l'inflazione si aggiunge alle preoccupazioni per i deficit di bilancio. Se negli Stati Uniti la resilienza dell'economia riduce i rischi legati alla sostenibilità della dinamica del debito, lo stesso non si può dire per l'Europa, dove nel 2026 la crescita del PIL dovrebbe rivelarsi inferiore all'1%, inducendo gli investitori ad interrogarsi sull'equilibrio di lungo periodo tra la crescita del debito e quella dell'attività. A conferma di questa tendenza, nella prima parte del 2026 i governi hanno raccolto fondi sui mercati obbligazionari ad un ritmo record. Dall'inizio dell'anno, gli emittenti sovrani del G10 e della Cina hanno collocato complessivamente debito per 504 miliardi di dollari. Si tratta di una cifra senza precedenti, superiore a quella del primo semestre del 2020, quando gli Stati hanno dovuto finanziare l'aumento dei deficit pubblici per sostenere le rispettive economie durante i lockdown per la pandemia di Covid-19. Inoltre, le esigenze di finanziamento per raggiungere la sovranità tecnologica, energetica e militare hanno carattere strutturale di lungo periodo e continueranno a gravare su finanze pubbliche già fortemente deteriorate. In questo contesto, gli investitori richiedono un premio più elevato per finanziare gli Stati nel lungo periodo, determinando un incremento del premio a termine dei titoli di debito a più lunga scadenza. Il finanziamento del debito americano ammonta oggi a 1.300 miliardi di dollari, pari a circa il 4% del PIL, ed è ormai la seconda voce del bilancio dopo la difesa.

## Un'Europa politicamente fragile e Stati Uniti isolati

L'aumento dei rendimenti a lunga scadenza è arrivato in concomitanza con l'emergere di tensioni politiche all'interno del governo britannico, che hanno finito per portare alle dimissioni di Keir Starmer. Le stesse tensioni si sono fatte sentire anche nel resto d'Europa. La fragilità dei governi di Francia, Germania, Spagna, Paesi Bassi e Italia rende difficile il controllo dei conti pubblici e accresce la volatilità dei loro rendimenti obbligazionari di lungo termine. Finora il premio per il rischio degli Stati periferici rispetto alla Germania è rimasto contenuto e si mantiene molto al di sotto dei massimi registrati nel 2024-2025 per la Francia e nel 2011-2012 per l'Italia. Tale dinamica è però ascrivibile soprattutto al deterioramento delle finanze pubbliche tedesche più che ad un miglioramento di quelle degli altri Paesi. Negli Stati Uniti, la quota di Treasury detenuta da investitori esteri continua a diminuire, dal 55% del 2009 al 31% di fine 2025. Ciò evidenzia come la guerra commerciale e la scarsa visibilità sulla politica di Trump abbiano indotto gli investitori esteri a diversificare i propri investimenti in obbligazioni americane.

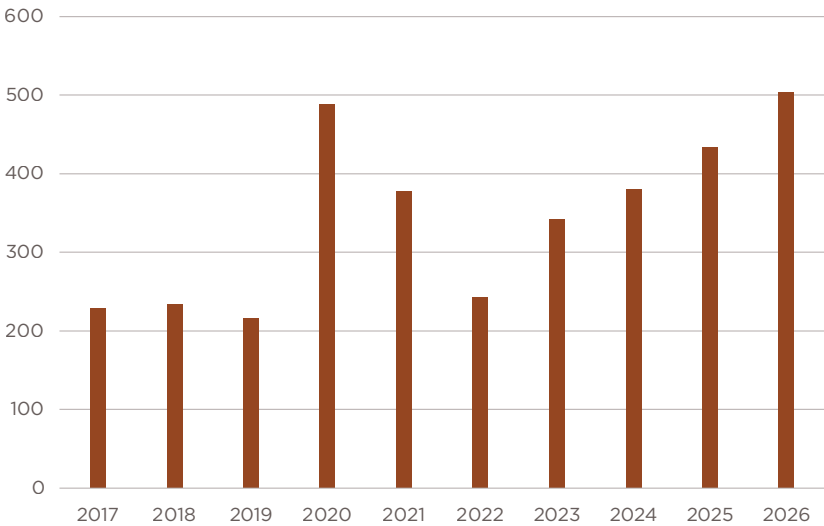


Gli Stati restano indebitati, mentre le imprese presentano bilanci solidi

Osservando i principali determinanti dei tassi d’interesse a lungo termine (crescita, inflazione, finanza pubblica, rischio politico), non rileviamo nel breve periodo alcun elemento positivo in grado di rendere i rendimenti attuali davvero interessanti, quantomeno in un’ottica di allocazione tattica. Riteniamo infatti che gli investitori stiano appena iniziando a rendersi conto che la dinamica dei debiti dei Paesi sviluppati resta su una traiettoria non sostenibile nel lungo periodo. Per questo, prevediamo un ulteriore rialzo dei tassi a 10 anni nei prossimi 6/12 mesi.

Riguardo alle obbligazioni corporate, i bilanci rimangono solidi, come confermato dall’ultima stagione degli utili. La loro capacità di finanziarsi resta intatta, come dimostrano le sottoscrizioni delle nuove emissioni, indipendentemente dal settore e dalla valuta, a riprova del persistente interesse degli investitori di lungo termine per le obbligazioni corporate. Gli investitori devono tuttavia mantenere un approccio selettivo, sia a livello settoriale sia di emittente, poiché l’aumento dei tassi nominali accentua la vulnerabilità dei segmenti più indebitati.

Grafico 1 — Importo delle emissioni obbligazionarie dei Paesi del G10 e della Cina nel primo semestre di ogni anno, in miliardi di dollari



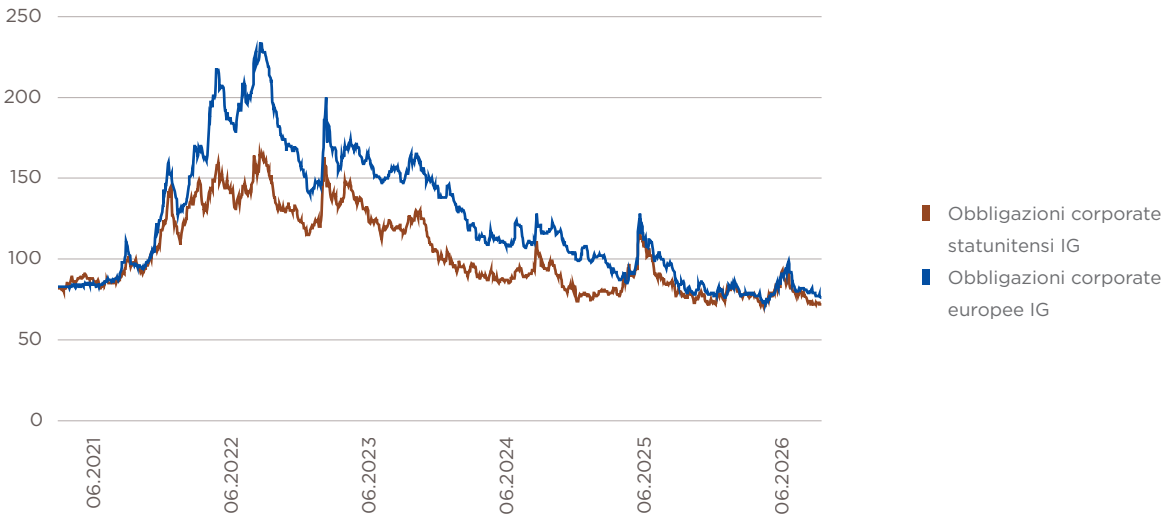
Bloomberg, Edmond de Rothschild

Un mercato del credito sempre interessante

La solidità dei bilanci societari continua a riflettersi in premi per il rischio di credito storicamente contenuti. Al tempo stesso, il successo delle nuove emissioni dall’inizio dell’anno, con richieste di sottoscrizione in media da tre a quattro volte superiori agli importi effettivamente collocati (sia in euro sia in dollari<sup>1</sup>), conferma il forte interesse degli investitori per le obbligazioni corporate. Questa asset class continua infatti a presentare un rendimento assoluto interessante, poiché i tassi sovrani offrono ancora un livello di remunerazione elevato.

Grafico 2 — Option-adjusted spread, giugno 2021 - giugno 2026

Obbligazioni corporate statunitensi in dollari ed obbligazioni corporate europee in euro, *investment grade* (IG)



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Al di là di questo dato aggregato, tuttavia, lo spread medio di credito nasconde differenze significative tra i settori. Ad esempio, sul mercato in dollari le obbligazioni *investment grade* con rating compreso tra BBB- e BBB+ e duration modificate tra 3 e 5 anni presentano premi che spaziano da circa 60 punti base nei settori con gli spread più contenuti, come la ristorazione, a circa 150 punti base nei settori con gli spread più elevati, come software e servizi. Il mercato in euro appare più omogeneo, ma presenta comunque una dispersione importante, con uno scarto superiore a 55 punti base tra i settori con gli spread più contenuti, come le major petrolifere (intorno a 30 punti base), e quelli con gli spread più alti, come l’automobilistico o i consumi, compresi tra 85 e 90 punti base. Questa dispersione giustifica un approccio più mirato alla selezione obbligazionaria, al fine di ottimizzare il rendimento dei portafogli.

<sup>1</sup> Obbligazioni *investment grade* con un importo minimo all’emissione di 500 milioni di dollari, nei mercati sviluppati.



### La selezione settoriale al centro delle opportunità

Nell'universo *investment grade*, le obbligazioni delle grandi banche internazionali continuano ad offrire alcuni dei rendimenti più elevati, nonostante livelli di capitalizzazione e qualità degli attivi storicamente solidi in uno dei settori più regolamentati. Gli alti premi osservati riflettono più la complessità degli strumenti disponibili, anche per le emissioni senior, che un rischio fondamentale di insolvenza.

Il settore automobilistico sta attraversando una fase di profonda trasformazione, caratterizzata da una domanda debole di veicoli nuovi, dalle incertezze legate all'elettrificazione del parco auto e dalla necessità di riorganizzare le supply chain e le filiere di produzione sullo sfondo di tensioni commerciali, causate in particolare dai dazi doganali americani. Questa situazione si traduce in rendimenti dell'asset class nettamente superiori alla media. Sebbene le difficoltà operative siano reali, l'indebitamento netto rimane generalmente contenuto. Gli emittenti che presentano solidi bilanci, in grado di monetizzare alcuni asset e di preservare la capacità di generare cassa, sembrano offrire interessanti opportunità di carry. Alcuni costruttori hanno inoltre mostrato una maggiore resilienza rispetto ai concorrenti grazie ad un'esposizione più limitata ai mercati cinese e statunitense, che oggi esibiscono dinamiche della domanda molto diverse e richiedono una spiccata capacità di adattamento industriale.

Anche altri segmenti presentano caratteristiche favorevoli al carry, in particolare quelli che beneficiano di una buona visibilità sui loro ricavi ed utili alla luce di quadri regolamentari favorevoli o contratti di lungo termine. Tali modelli consentono di finanziare gli investimenti preservando al tempo stesso la solidità dei bilanci. Queste imprese dispongono spesso di meccanismi di adeguamento tariffario legati ai volumi, ai prezzi delle materie prime o all'inflazione ed operano talvolta in contesti prossimi al monopolio. Rientrano in questa categoria la produzione di energia elettrica, anche da fonti rinnovabili, i servizi di pubblica utilità nella distribuzione e trasmissione di elettricità e gas, gli operatori di oleodotti e gasdotti, nonché i concessionari autostradali ed aeroportuali. Date le differenze tra i regimi normativi delle diverse aree geografiche, in questi settori è essenziale adottare un approccio selettivo. Al riguardo, l'analisi dei precedenti regolamentari, soprattutto nei periodi eccezionali, rappresenta un elemento cruciale. Questi settori condividono inoltre ambiziosi percorsi di decarbonizzazione, il che richiede un'analisi approfondita degli asset e dei programmi di investimento nell'ambito della transizione energetica.

Anche il settore delle telecomunicazioni, pur essendo maturo nei mercati sviluppati, continua a rappresentare una valida fonte di diversificazione. Alcuni operatori vantano posizioni di mercato dominanti, margini

resilienti ed una comprovata capacità di generare flussi di cassa sufficienti a finanziare investimenti ancora elevati, destinati però a ridursi con il progressivo completamento dei grandi cicli di sviluppo della rete 5G e della fibra ottica.

Inoltre, dal 2025 si sono affermati sui mercati obbligazionari americani nuovi emittenti di spicco, trainati dall'ascesa dell'intelligenza artificiale. Alcuni di questi gruppi registrano livelli di utili e generazione di cassa senza pari in molti altri settori e, finora, le loro obbligazioni rientravano principalmente nelle allocazioni molto difensive. L'indebitamento, ancora piuttosto recente per diverse di queste società, è in graduale aumento, pur rimanendo nettamente inferiore alla media dell'universo obbligazionario. Allo stesso tempo, gli spread di rendimento diventano più interessanti. Questa evoluzione consente agli investitori di accedere ad emittenti di eccellente qualità a livelli di rendimento migliori.

### Fonti complementari di rendimento e diversificazione

Per i portafogli in grado di assumere una maggiore complessità ed una volatilità potenzialmente superiore a quella delle obbligazioni tradizionali, è opportuno considerare il segmento dei titoli subordinati. Al suo interno è rappresentata gran parte dei settori citati in precedenza, in un mercato in forte crescita da due anni. Questi strumenti sono spesso caratterizzati da scadenze molto lunghe, talvolta perpetue, da cedole che possono essere differite e da rating inferiori, in ragione del loro grado di subordinazione nella struttura del capitale. In tale universo, è fondamentale un'analisi rigorosa della documentazione e delle strutture di emissione.

Anche alcune parti del segmento *high yield* possono contribuire alla diversificazione ed alla performance di un'allocazione obbligazionaria, in particolare i settori che operano in mercati frammentati, nei quali i leader possono raggiungere una crescita del fatturato superiore a quella del mercato grazie a strategie di consolidamento ed alla realizzazione di sinergie. È il caso, ad esempio, della gestione dei rifiuti, del trattamento idrico, dei servizi tecnici legati all'energia, alle infrastrutture o al digitale, nonché del noleggio e della gestione di articoli tessili professionali.

### Conclusione: diversificazione, carry e disciplina nella selezione

Nel complesso, le opportunità di costruire portafogli obbligazionari diversificati ed ottimizzati restano numerose. Si fondano su livelli di rendimento assoluto ancora elevati, mentre il rischio di credito permane nel complesso contenuto, nonostante un quadro macroeconomico e geopolitico più incerto. In questo contesto, continua ad essere fondamentale ricorrere alla selettività per preservare la resilienza delle allocazioni in caso di un nuovo aumento della volatilità.



Jeremy Maxwell Wintrebert (nato nel 1980), *Les Soleils*, vetro soffiato a bocca e modellato a mano libera, ordine speciale per il Four Seasons Hotel Megève, Francia.

Mercato dei cambi



# Meno clamore, meno tensioni?

**Jean-Marc Guillot**  
Group Treasurer e Global Head of Trading

L'annuncio dell'accordo tra Stati Uniti ed Iran del 15 giugno, quasi un regalo di compleanno per gli 80 anni del presidente Trump, non garantisce affatto che l'incertezza e le tensioni geopolitiche siano giunte al termine. Le numerose divergenze tra le parti rappresentano infatti ostacoli reali al raggiungimento di un accordo di pace definitivo. Nel frattempo, il conflitto russo-ucraino continua ad imperversare ed il sostegno unanime del G7 all'Ucraina dovrà tradursi in azioni concrete, non limitarsi alle parole. Permangono inoltre i motivi di scontro tra Stati Uniti ed Europa, a partire dall'imposta sui GAFA<sup>1</sup> e dalle minacce di Trump nei confronti di alcuni prodotti esportati, come il vino francese. Infine, nessuno parla più delle mire americane sulla Groenlandia. Tutti questi elementi lasciano presagire un secondo semestre del 2026 all'insegna della volatilità e di una navigazione a vista da parte delle banche centrali.

**Euro/dollaro: è attesa una certa stabilità**

Non è un segreto che Donald Trump auspichi una riduzione dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve (Fed). Ha anche nominato Kevin Warsh, con il quale sembra essere in maggiore sintonia sull'orientamento della politica monetaria, alla guida dell'istituto al posto di Jerome Powell. Il conflitto con l'Iran ha tuttavia modificato questo scenario, facendo riemergere lo spettro dell'inflazione negli Stati Uniti. Quest'ultima, pari al 2,39% a gennaio, è salita al 4,25% a maggio, con un incremento di circa il 2% in appena quattro mesi. Vi è quindi il rischio di un rialzo dei tassi da parte della Fed per contrastare l'inflazione, un intervento reso ancora più sostenibile dal fatto che l'economia americana è in buona forma, come dimostra il numero elevato di nuovi posti di lavoro creati. L'annuncio di un accordo con l'Iran, che lascia intravedere una conclusione duratura del conflitto, attenua tuttavia questo quadro. Con la riapertura dello Stretto di Hormuz, una normalizzazione del commercio mondiale dovrebbe infatti contribuire a ridurre l'inflazione. In un simile contesto, un rialzo dei tassi appare meno probabile e potrebbe persino tornare in auge un loro taglio. Molto dipende dalla rapidità di un ritorno alla normalità, sia per la navigazione nello Stretto di Hormuz sia per la produzione di petrolio. Alcuni impianti produttivi sono stati danneggiati dai missili iraniani e dovranno essere riparati. Resta inoltre aperta la questione di un eventuale pedaggio per attraversare lo stretto, un fattore che contribuirebbe a mantenere elevata l'inflazione. In questo clima di forte incertezza, è lecito aspettarsi che la Fed attenda prima di modificare i tassi, limitandosi ad osservare l'evoluzione dei dati economici e gli effetti concreti dell'accordo annunciato.

Dal canto suo, la Banca centrale europea (BCE) ha confermato a giugno un aumento del tasso di riferimento pari allo 0,25%. Sebbene il mercato preveda ulteriori rialzi, nulla è in realtà scontato. L'annuncio dell'accordo tra Iran e Stati Uniti altera anche per l'Europa il quadro inflazionistico, con le stesse incertezze riguardo al ritorno alla normalità. Inoltre, a differenza degli Stati Uniti, l'Europa non beneficia di una situazione economica favorevole. Molti Paesi hanno rivisto al ribasso il tasso di crescita per il 2026. Nel primo trimestre il PIL dell'eurozona è salito di appena lo 0,3%, evidenziando un netto rallentamento, mentre gli indicatori anticipatori si attestano in territorio di contrazione. Una politica monetaria troppo restrittiva potrebbe compromettere la crescita, riportando alla memoria quello che i mercati chiamano ancora "l'errore di Trichet" del 2011. Anche in questo caso tutto sembra deporre a favore di un atteggiamento attendista della BCE, che baserà verosimilmente le proprie decisioni sull'andamento effettivo dei dati economici.

L'assenza di variazioni attese del carry tra euro e dollaro suggerisce una tendenza assente e, più in generale, una certa stabilità del cambio. In una prima fase, la reazione al rialzo dei tassi della BCE ed alla minore domanda di dollari come valuta rifugio potrebbe permettere all'euro di rafforzarsi fino a testare la soglia di 1,18. Su un orizzonte più lungo, tuttavia, il persistere dell'incertezza dovrebbe consentire al dollaro di recuperare terreno, riportando il cambio verso l'obiettivo di 1,14.

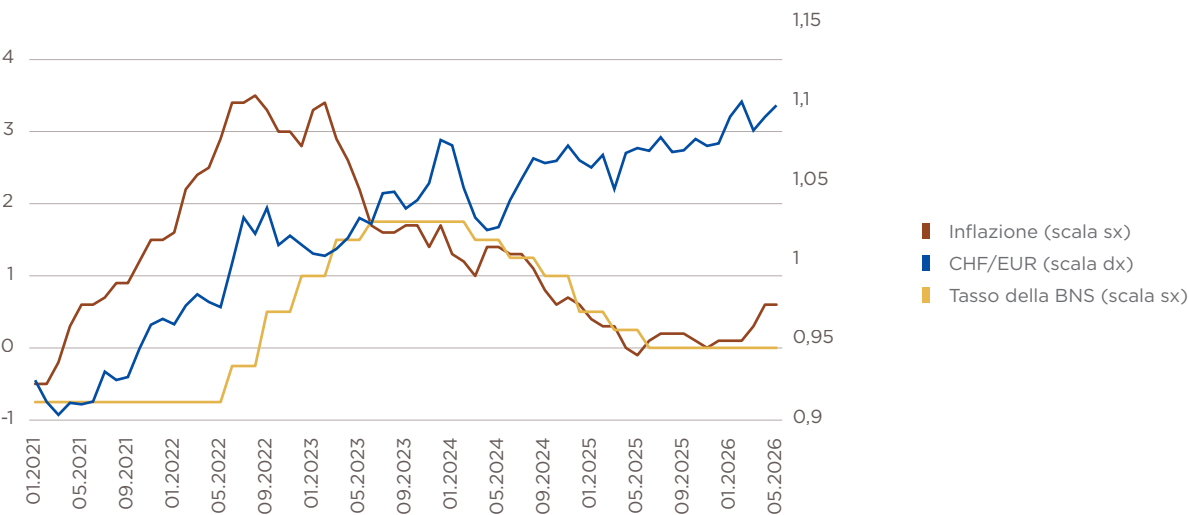
**Lo scenario ideale per la Banca nazionale svizzera?**

All'inizio del 2026, il rischio di una brusca ricaduta nella deflazione rappresentava la principale preoccupazione della Banca nazionale svizzera (BNS). Dopo essere scesa allo 0% nel novembre 2025, l'inflazione si è successivamente attestata allo 0,10%, vicina alla soglia della deflazione. In quel contesto pre-conflitto, la BNS stava ancora valutando pro e contro di una riduzione del tasso di riferimento al di sotto dello zero, considerando tale mossa come una soluzione di ultima istanza a causa dei suoi effetti collaterali indesiderati su interi settori dell'economia. Tuttavia, la banca centrale era pronta a vendere il franco svizzero sul mercato valutario, dato che una moneta eccessivamente forte contribuisce a ridurre ulteriormente l'inflazione (una prospettiva tutt'altro che auspicabile quando la crescita dei prezzi si attesta ad appena +0,10%).

<sup>1</sup> GAFA è l'acronimo di Google, Apple, Meta (Facebook) ed Amazon, i grandi gruppi tecnologici americani. Per estensione, il termine è spesso utilizzato per riferirsi alle grandi piattaforme digitali globali.



Grafico 1 – La Banca nazionale svizzera e l’inflazione



Bloomberg, Edmond de Rothschild

La campagna militare statunitense in Iran ha però modificato radicalmente lo scenario a favore della banca centrale elvetica. Il blocco dello Stretto di Hormuz e la distruzione di impianti per la produzione di materie prime energetiche hanno sospinto l’inflazione in tutto il mondo, Svizzera compresa. L’indice elvetico dei prezzi è così passato dal +0,10% al +0,6%, un valore che allontana lo spettro della deflazione pur mantenendosi in una zona favorevole, di molto inferiore al 2%. Al contempo, il franco svizzero si è leggermente indebolito nei confronti dell’euro e del dollaro, restando però ad un livello sufficientemente elevato da limitare l’inflazione importata dall’estero. Infine, l’inizio del 2026 si è rivelato positivo per l’economia svizzera. Nel primo trimestre la crescita economica ha raggiunto lo 0,5%, in aumento rispetto all’ultimo trimestre del 2025. A marzo, l’indicatore congiunturale di UBS è salito a 53, tornando per la prima volta dal 2022 in territorio di espansione. Le prospettive di crescita per il 2026 sono state riviste al ribasso di appena lo 0,1%, una correzione molto più contenuta rispetto a quella dei Paesi vicini, ed il settore farmaceutico continua a fungere da motore dell’economia. Nell’attuale contesto, particolarmente favorevole, la BNS non ha quindi motivo né di modificare i tassi né di intervenire sul franco.

Dopo una correzione nel breve termine verso 0,7800/50, prevediamo un apprezzamento del dollaro intorno a quota 0,83. Quanto al cambio euro/franco svizzero, il nostro obiettivo in prospettiva è pari a 0,94, il che implica un lieve apprezzamento della valuta europea.

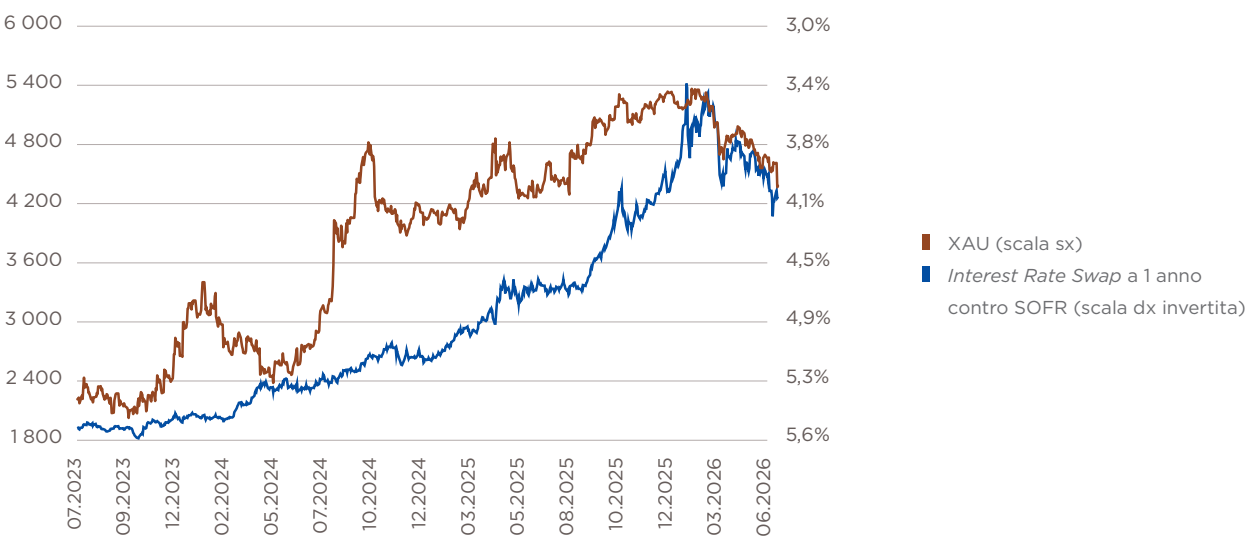
Il futuro dell’oro è sempre rialzista

Tra il picco di fine gennaio, vicino a 5.600 dollari l’oncia, ed il recente minimo, intorno a 4.000 dollari, l’oro ha perso il 21%, in un saliscendi da montagne russe che ha lasciato gli investitori frastornati. Il brusco ritorno dell’inflazione provocato dal conflitto in Medio Oriente ha

ridimensionato le speranze di un taglio dei tassi da parte della Fed e ha persino avvalorato l’ipotesi di un loro rialzo negli Stati Uniti. Poiché l’oro non genera interessi, il prezzo del metallo prezioso tende a soffrire quando i rendimenti offerti dal dollaro aumentano. L’elevata quota di mercato degli ETF è un altro fattore alla base del calo dell’oro. Negli ultimi anni le tradizionali allocazioni di portafoglio, composte per il 60% da azioni e per il 40% da obbligazioni, sono cambiate. La quota obbligazionaria è stata ridotta dal 40% al 20% ed il restante 20% è stato destinato ai mercati privati ed all’oro. Questa nuova configurazione rende il prezzo dell’oro più volatile quando, nelle fasi di turbolenza dei mercati, l’allocazione strategica viene adeguata.

Sul più lungo termine, tuttavia, il trend dell’oro rimane rialzista. È interessante notare che i detentori di oro fisico non hanno liquidato le posizioni, a conferma della loro fiducia nel lungo periodo. Sebbene il rischio di un rialzo dei tassi non possa essere escluso, il fatto che le future decisioni della Fed dipenderanno dall’evoluzione dei dati economici riduce le pressioni. Anche il processo di de-dollarizzazione delle banche centrali resta un tema di attualità, come dimostra l’aumento delle riserve della banca centrale cinese dall’inizio dell’anno, in particolare a maggio 2026. Infine, l’ingresso “ufficiale” dell’oro nelle allocazioni strategiche di portafogli e fondi di investimento rappresenta un’ulteriore fonte di domanda e garantisce un sostegno nel lungo termine. Continuiamo pertanto a prevedere una ripresa delle quotazioni dell’oro verso 5.200 dollari l’oncia nei prossimi mesi.

Grafico 2 – Quotazione dell’oro in dollari ed evoluzione dei tassi americani



Bloomberg, Edmond de Rothschild



**Avvertenze**

Il presente documento è pubblicato da Edmond de Rothschild. Non ha valore contrattuale ed è stato redatto esclusivamente a scopi informativi. Non può essere comunicato a persone che si trovano in giurisdizioni dove esso costituirebbe una raccomandazione, un'offerta di prodotti o servizi o una sollecitazione e la cui comunicazione potrebbe, di conseguenza, contravvenire alle disposizioni legali e normative applicabili. Il presente documento non è stato esaminato o approvato da alcuna autorità di regolamentazione in alcuna giurisdizione. I dati numerici, i commenti, le opinioni e/o le analisi contenuti nel presente documento riflettono l'opinione di Edmond de Rothschild sull'andamento del mercato, sulla base delle sue competenze, delle sue analisi economiche e delle informazioni in suo possesso alla data di redazione del presente documento e sono soggetti a modifiche in qualsiasi momento e senza preavviso. Potrebbero non essere più accurati o pertinenti al momento della pubblicazione, in particolare alla luce della data di redazione del presente documento o a causa dell'andamento del mercato. Il presente documento ha il solo scopo di fornire informazioni generali e preliminari alle persone che lo consultano e non deve essere utilizzato come base per alcuna decisione di investimento, disinvestimento o conservazione di un investimento. In nessun caso Edmond de Rothschild potrà essere ritenuta responsabile di eventuali decisioni di investimento, disinvestimento o conservazione di un investimento prese sulla base di tali commenti ed 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 ed i suoi contenuti non possono essere riprodotti o utilizzati in tutto o in parte senza l'autorizzazione di Edmond de Rothschild.

Copyright © Edmond de Rothschild – Tutti i diritti riservati

Direttore della pubblicazione: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO  
Capo redattore: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research  
Coordinatrice editoriale: Ariane Girouard  
Completato in data 1° luglio 2026  
Design: Valentine Simonini  
Immagini: Edmond de Rothschild

