

Vontobel

Investors' Outlook

Una situazione delicata

Luglio 2025

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Nuove tensioni

6 Mercato in sintesi

Un futuro più liscio per l'Europa?

10 Viewpoint

Dalle materie prime alle rinnovabili: sta tutto nella ricetta

14 Asset class sotto la lente

18 Previsioni

21 Riferimenti

Glossario e fonti

Impressum

Pubblicazione a cura di
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

Editor
Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autori*
Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Frequenza
Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione 4 settembre 2025)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
1 luglio 2025

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 19

Una situazione delicata



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

Gentili lettori,

Le ultime settimane hanno portato una ventata di ottimismo tra gli investitori. I sondaggi hanno rivelato un miglioramento del sentiment, alimentato dalla de-escalation delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e da alcuni dati macroeconomici migliori del previsto.

Le piccole imprese statunitensi hanno segnalato aspettative di vendita (corrette per l'inflazione) più solide, e una maggiore fiducia nelle condizioni economiche a breve termine. Anche il morale dei consumatori è risalito, con la percezione diffusa che il peggio sia ormai passato.

Sono indubbiamente segnali positivi, ma la situazione rimane fragile e i consumatori continuano a vedere i dazi come una fonte di preoccupazione. Dopo tutto, le aspettative sono state in parte deluse: la retorica iniziale dei «90 accordi in 90 giorni» non si è concretizzata e gli accordi effettivamente raggiunti prevedono dazi più elevati rispetto a prima della guerra commerciale.

Il dialogo commerciale USA-Cina si è chiuso con un accordo: la Cina fornirà terre rare agli Stati Uniti, essenziali per energia, elettronica e difesa. I mercati hanno accolto positivamente la notizia. Con la scadenza del 9 luglio per la tregua tariffaria, gli USA lasciano intravedere nuovi accordi, alimentando ottimismo e cautela.

Al mix si aggiungono le tensioni geopolitiche globali. In Ucraina, le negoziazioni tanto attese continuano a farsi attendere. Nel frattempo, gli sviluppi recenti in Medio Oriente hanno ancora una volta mostrato quanto rapidamente gli eventi di rischio geopolitico possano intensificarsi e destabilizzare i mercati.

In questo contesto geopolitico incerto, i budget della difesa sono tornati al centro della scena. In Europa (e non solo), i governi investono nella modernizzazione dell'apparato militare, nell'autonomia e nella sicurezza energetica. Per alcuni, è la fine della transizione verde. A nostro avviso è vero l'opposto. La resilienza energetica, la sovranità tecnologica e l'adattamento climatico sono, in realtà, parte integrante della sicurezza nazionale.

In questa edizione dell'Investors' Outlook, i colleghi della Conviction Equities Boutique analizzano le basi della transizione verde, concentrandosi sui suoi elementi essenziali. Troverete inoltre un approfondimento sugli sviluppi macroeconomici e politici in Europa e un aggiornamento sui prezzi del petrolio e i fattori che li influenzano.

Intravediamo qualche miglioramento. Alcune aree sembrano fuori pericolo, altre ancora in balia degli eventi. Nel complesso, la situazione resta delicata.

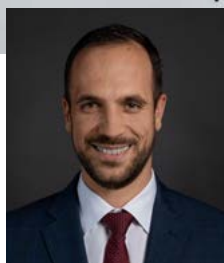
.....

→ **Webcast**

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

.....

4 Strategia di investimento



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Nuove tensioni

I mercati hanno iniziato giugno con relativa tranquillità. Nonostante qualche preoccupazione sul fronte commerciale (come il raddoppio dei dazi USA su acciaio e alluminio), il differimento dei dazi ha concesso ai Paesi più tempo per valutare le prossime mosse, e i negoziati USA-Cina hanno contribuito a migliorare il sentiment.

Ma gli attacchi di Israele agli impianti nucleari iraniani hanno improvvisamente infranto la calma e fatto salire bruscamente i prezzi del petrolio greggio. Ad oggi, sembra che il nostro scenario di base (attacchi da parte di Israele, ritorsioni da parte dell'Iran, seguiti da un limitato coinvolgimento militare degli Stati Uniti e un aumento temporaneo del prezzo del greggio a USD 70-80 al barile) si sia concretizzato.

Ad oggi non riteniamo probabile un forte rialzo dell'inflazione. La politica monetaria è accomodante, ma non troppo. E poiché la crescita economica globale continua a rallentare, è difficile che la domanda aumenti significativamente.

Comunque, le tensioni in Medio Oriente hanno complicato ulteriormente il compito della Federal Reserve, che a giugno ha tenuto fermi i tassi di interesse e ha rivisto al rialzo le aspettative su inflazione e disoccupazione. La Banca Centrale Europea (BCE) ha proseguito con i tagli dei tassi e i mercati ne prevedono almeno un altro entro fine anno. La Banca Nazionale Svizzera ha azzerato il tasso di riferimento per gestire la solidità del franco e le pressioni deflazionistiche.

Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO ¹		NEUTRALE ²	SOVRAPPESO ³		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità				→		Restiamo sovrappesati sulla liquidità, pronti a impiegarla quando si presenteranno nuove opportunità.
2 Obbligazioni		→				Manteniamo la nostra view leggermente negativa sulle obbligazioni. I rendimenti delle obbligazioni USA restano sotto pressione, perché l'attenzione è di nuovo concentrata sulla sostenibilità fiscale e del debito statunitense. In risposta, i rendimenti dei Treasury sono saliti, soprattutto nelle scadenze più lunghe. Nel reddito fisso, preferiamo i titoli di Stato (view neutra) rispetto alle obbligazioni high yield (negativa). Con la recente contrazione degli spread sull'onda delle notizie più positive sul fronte commerciale, al momento i rendimenti non forniscono un'adeguata remunerazione rispetto ai livelli storici, considerando i rischi elevati e la volatilità di mercato. Restiamo neutri sulle obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti (ME).
3 Azioni				→		Confermiamo un leggero sovrappeso sull'azionario, espresso principalmente da una modesta sovraesposizione alle azioni dei ME, perché riteniamo che il «DeepSeek moment ⁴ » abbia preparato il terreno per altre politiche business-friendly in Cina. Abbiamo poi osservato che gli investitori continuano a ridurre l'esposizione agli asset statunitensi, il che potrebbe favorire altre regioni, tra cui i ME. Infine, il nostro outlook ribassista nei confronti del dollaro supporta un leggero sovrappeso sull'azionario dei ME, mercati storicamente favoriti nei periodi di debolezza del biglietto verde. Ciò detto, riconosciamo che i mesi estivi potrebbero essere incerti. La fine dei 90 giorni di sospensione dei dazi è prevista per i primi di luglio e per ora i progressi sono stati minimi. C'è il rischio che un tweet di Trump possa scombussolare i mercati azionari, proprio come accaduto durante il suo primo mandato. Per gli investitori, è fondamentale guardare oltre il rumore di fondo.
4 Oro			→			Confermiamo la nostra posizione neutrale sull'oro. Giugno ha confermato l'attrattiva dell'oro come bene rifugio. La crisi tra Iran e Israele lo ha spinto a oltre USD 3'400 all'oncia. Pur ritenendo l'oro strutturalmente interessante – grazie al debito pubblico elevato, al calo della fiducia nella carta moneta e alla tendenza delle banche centrali a diversificare rispetto al dollaro – siamo leggermente più prudenti nel breve termine. A questi livelli l'oro non è certo una copertura economica e la domanda cinese sembra passata in secondo piano.
5 Materie prime			→			Le transazioni anticipate indotte dai dazi si sono in gran parte concluse. Gli indici globali dei direttori degli acquisti (PMI) nel settore manifatturiero sono scesi nuovamente. Lo stesso vale per i dati dalla Cina (es. PMI Caixin, dati sull'export, deflazione). Insieme ai timori legati alla crescita economica, ciò giustifica un approccio prudente verso questa asset class ciclica. Al contempo, si sono ripresentati i rischi geopolitici, che hanno temporaneamente spinto molto al rialzo i prezzi di oro e petrolio. La cosa migliore è un approccio neutro.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e l'immobiliare.

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

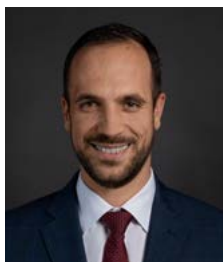
¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 21

Un futuro più liscio per l'Europa?

Quest'anno, le azioni europee hanno registrato risultati straordinari: gli indici principali hanno guadagnato il 20 – 25% e il rialzo del DAX in Germania ha superato il 30%⁵. All'inizio dell'anno, il rally è stato perlopiù trainato dalle valutazioni perché molti titoli europei trattavano a sconto rispetto alle controparti USA. Nei mesi successivi si è consolidato l'ottimismo, con la speranza della conclusione della guerra in Ucraina, di generosi incentivi ... e forse anche della possibilità di rendere di nuovo grande l'Europa («Make Europe Great Again»).



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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Le azioni europee non sono più economiche come all'inizio dell'anno, ma restano comunque più convenienti di quelle statunitensi. Il gap di valutazione riflette, tra le altre cose, la convinzione degli investitori che l'Eurozona sia meno produttiva rispetto agli USA o ad altre regioni. Questo divario di produttività è dovuto a diversi fattori, uno su tutti la frammentazione dell'Eurozona stessa.

Nonostante la moneta unica, ciascuno dei 20 Paesi dell'Eurozona mantiene una sua individualità a livello di regime fiscale, mercato del lavoro e politica economica e questa frammentazione rende più difficile per le aziende operare in maniera efficiente tra i confini e limita le economie di scala.

I confini nazionali dividono anche i mercati dei capitali, e la stessa Unione Europea riconosce che l'integrazione dei mercati dei capitali rimane «relativamente modesta»⁶. L'integrazione e l'efficienza dei mercati dei capitali sono importanti per la crescita dei mercati nazionali e per sostenere start-up e scale-up innovative. Un mercato dei capitali unificato potrebbe inoltre incentivare gli investimenti transfrontalieri, attirare più capitali esteri nella regione e rafforzare il ruolo dell'euro come valuta di investimento globale.

Non ci sorprende quindi che gli USA siano i leader nello sviluppo e nell'adozione delle nuove tecnologie, soprattutto in campi come l'intelligenza artificiale, i big data e il cloud computing. I colossi tech statunitensi come Google, Amazon, Apple e Microsoft trainano la produttività attraverso l'innovazione. Anche l'Europa vanta una serie di aziende innovative, che tuttavia spesso faticano ad ampliarsi in maniera ugualmente rapida o incisiva.

Pressioni esterne

Il programma «America First» del Presidente Donald Trump ha messo a dura prova i rapporti transatlantici e minacciato il modello economico europeo basato sulle esportazioni.

In Germania, la principale economia dell'Eurozona, le esportazioni di beni e servizi rappresentano oltre il 40% del prodotto interno lordo (PIL) e Paesi come la Spagna (36,7%), la Francia (33,5%) e l'Italia (32,3%) sono ugualmente esposti ai flussi commerciali globali. Inoltre, la guerra in Ucraina continua a pesare sulla fiducia di consumatori e imprese, complice il timore crescente che la Russia possa minacciare altre nazioni europee. I rischi che gravano sulla sicurezza hanno inoltre determinato un aumento della spesa per la difesa.

Trump ha ripetutamente criticato gli alleati NATO per non aver rispettato i budget per la difesa e ha minacciato di ritirare il supporto degli USA se non contribuiranno di più – idealmente con un 5% del PIL. Anche se la spesa per la difesa in Europa è cresciuta dell'11,7% arrivando a quota EUR 423,3 miliardi lo scorso anno, raggiungere la soglia del 5% rimane un obiettivo decisamente ostico per la maggior parte dei Paesi, considerando le attuali limitazioni di budget.

L'Europa deve inoltre fare i conti con le pressioni dall'Oriente. La Cina sta inondando i mercati globali di prodotti high-tech a basso costo, tra cui veicoli elettrici



e pannelli solari, che rappresentano una minaccia per le principali industrie europee. Al contempo, per le società europee rimane difficile penetrare il mercato cinese.

A tutto questo si aggiungono le ripercussioni delle crisi passate: l'Eurozona porta ancora le cicatrici della crisi dell'euro successiva alla crisi finanziaria del 2008⁷. Come mostra il primo grafico, in quel periodo gli investimenti in Europa sono crollati e non si sono ancora pienamente ripresi.

Sul fronte interno, l'immigrazione rimane un tema particolarmente caldo. Le aspettative in materia di integrazione, alloggi e sicurezza nazionale spesso alimentano movimenti

populisti e anti-UE, soprattutto in Paesi come la Germania e la Francia.

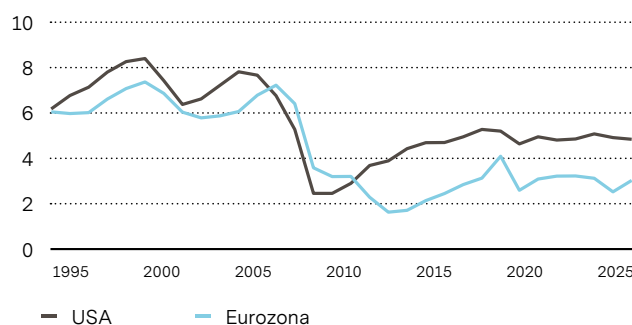
Considerando tutti questi ostacoli, non ci sorprende che le aziende europee valutino in ottica pessimistica la propria competitività globale (grafico 2).

I progressi fatti

Nonostante le difficoltà, negli ultimi anni l'Eurozona ha fatto realmente dei progressi. Un traguardo particolarmente importante è la netta riduzione della disoccupazione strutturale. Dalla crisi dell'euro, il tasso di disoccupazione dell'Eurozona si è ridotto della metà (aprile 2025: 6,2%). Il miglioramento è stato ancora più netto nell'Europa

Grafico 1: Il capex in Europa non si è mai ripreso dalla crisi finanziaria globale

Formazione netta di capitale fisso come % del PIL



La formazione netta di capitale fisso come % del PIL è un indicatore economico che misura l'investimento netto in immobilizzazioni (immobili, macchinari, attrezzature e infrastrutture) rispetto all'entità dell'economia di un Paese. Riflette la quota del PIL reinvestita in asset produttivi al netto dell'ammortamento.

Fonte: LSEG, Vontobel; al 17 giugno 2025.

Grafico 2: Le società dell'Eurozona riconoscono la debolezza della propria posizione competitiva

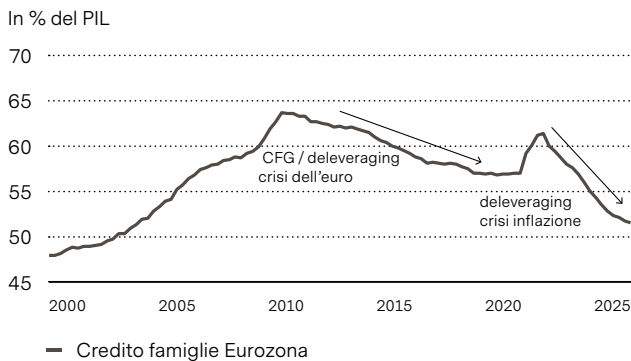
Saldo netto



— Sondaggio industria: posizione competitiva sul mercato estero
 ■ Recessione Eurozona

Fonte: Directorate General for Economic and Financial Affairs, Vontobel; T2 2025.

Grafico 3: Le famiglie europee hanno fatto il necessario



Fonte: LSEG, Vontobel; al 17 giugno 2025.

meridionale, dove la disoccupazione aveva superato il 18% ma ora è scesa al 7,7%⁸. Anche la situazione finanziaria delle famiglie è migliorata, con livelli di indebitamento molto inferiori rispetto al periodo post-crisi finanziaria o post-pandemia (grafico 3).

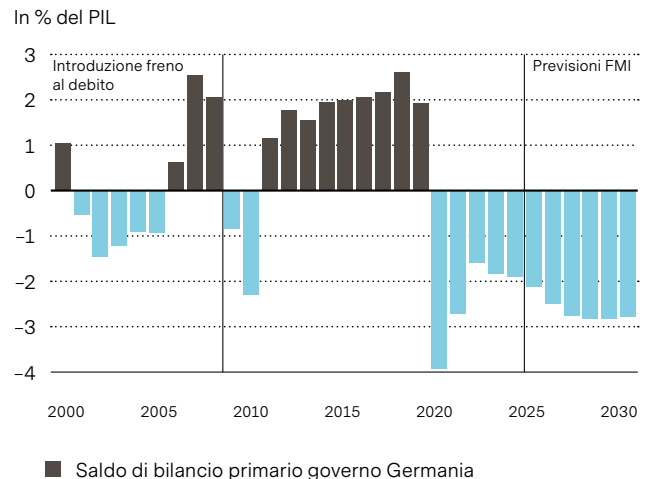
Anche il settore bancario ha fatto importanti passi avanti. La quota di prestiti deteriorati, soprattutto in Paesi come Grecia, Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda, è passata da oltre il 10% durante la crisi a meno del 3% oggi, complici la ripresa economica e importanti riforme. Le banche hanno una migliore capitalizzazione, con coefficienti patrimoniali Tier 1 più solidi⁹.

Inoltre, anni di tassi d'interesse ultra ridotti hanno contribuito a contenere gli interessi passivi netti dell'Eurozona. Come percentuale del PIL, gli interessi passivi sono scesi da più del 5% al culmine della crisi dell'euro a solo il 3% – una posizione molto migliore rispetto a quella degli USA dove superano l'8%¹⁰. Ciò detto, in alcuni Paesi come l'Italia (oltre il 6%) e la Spagna (4%) i costi di servizio del debito sono ancora elevati.

Venti di coda a breve termine

Oltre a questi miglioramenti strutturali, non mancano gli elementi positivi a breve termine. Paradossalmente, Trump potrebbe essere uno di questi. Il suo primo mandato aveva infatti incentivato una serie di riforme minori,

Grafico 4: La Germania ha messo fine all'austerità fiscale, allentando il freno al debito



Fonte: Fondo Monetario Internazionale, LSEG, Vontobel; al 17 giugno 2025.

ma positive, in Europa. Con l'avvio del secondo mandato la pressione è salita nuovamente ed è probabile che i leader europei non abbiano altra scelta se non quella di agire.

Un esempio lampante è la riforma del freno al debito in Germania (grafico 4). A febbraio, l'allora candidato cancelliere Friedrich Merz aveva rigettato qualunque cambiamento alla regola sul bilanciamento del budget della Germania. A marzo, citando le «minacce alla libertà del nostro continente¹¹», ha invece richiesto una modifica costituzionale per investire centinaia di miliardi di euro di capitale di debito per la difesa e le infrastrutture. Questa virata improvvisa ha avuto ampie ripercussioni sull'Europa: altri Paesi hanno annunciato l'intenzione di incrementare la spesa per la difesa, pur se in misura minore. Secondo il Segretario Generale della NATO Mark Rutte, quest'anno tutti i membri della NATO sono allineati per raggiungere l'obiettivo di spesa del 2% dell'alleanza.

Anche la politica industriale sta prendendo slancio. A settembre 2024 l'ex Presidente della BCE Mario Draghi ha presentato un rapporto completo sulla competitività in cui sottolineava le debolezze dell'economia europea¹², che è stato utilizzato come base per la nuova «Bussola per la competitività» dalla Presidente della Commissione Europea Ursula von der Leyen.

Grafico 5: Make Europe Great Again (MEGA)—Checklist

		ELEMENTI NECESSARI	CHECK?	COMMENTO
CONTESTO ESTERNO	1	Accelerazione dell'economia globale	(x)	Incertezza politica elevata
	2	Contesto commerciale globale stabile		Serve un accordo commerciale USA-UE
	3	Fine conflitto Russia-Ucraina		Tante negoziazioni, zero azione
POLITICA – LATO DOMANDA	4	Politica monetaria UEM favorevole	x	Ciclo di tagli dei tassi BCE in atto
	5	Politica fiscale UEM favorevole	x	Annunciata fine dell'austerità
POLITICA – LATO OFFERTA	6	Chiara deregolamentazione		Primi tentativi (es. Omnibus IV)
	7	Iniziative R&D concrete		Primi tentativi (es. fabbriche AI)
	8	Creazione di un mercato dei capitali unificato		Monitorare fusioni transfrontaliere
	9	Fornitura competitiva di energia		Prezzi ancora elevati rispetto alle controparti
	10	Iniziative di liberalizzazione del mercato del lavoro		Focus sulle competenze, non sulla liberalizzazione

Fonte: Vontobel; al 19 giugno 2025.

Stando alle sue dichiarazioni di fine gennaio, l'Europa «ha tutto ciò che le serve per avere successo nella corsa verso la vetta» e per superare le debolezze è ora fondamentale ripristinare la competitività. La Bussola per la competitività trasforma le raccomandazioni di Draghi in una tabella di marcia. «Ora abbiamo un piano» ha dichiarato Ursula von der Leyen. «Abbiamo la volontà politica. Ciò che conta sono la velocità e l'unità. Il mondo non ci aspetta. Tutti i Paesi membri sono d'accordo. Trasformiamo il consenso in azione»¹³.

Il piano si focalizza su tre aree chiave: 1) chiudere il gap d'innovazione dell'Europa, 2) allineare la decarbonizzazione con la competitività, e 3) ridurre le dipendenze e rafforzare la sicurezza. Da queste priorità nasce tutta una serie di iniziative, tra cui il «Fondo competitività» l'«Unione del risparmio e degli investimenti» e il «Pacchetto Omnibus» volto a ridurre la burocrazia.

Un altro sviluppo incoraggiante è rappresentato dal ritorno alla normalità dell'inflazione. A maggio, l'inflazione dei prezzi al consumo in Eurozona è scesa all'1,9%, sotto la soglia del 2% della BCE. Anche la crescita dei salari sta rallentando: il tracker della BCE, basato sui contratti collettivi del lavoro, proietta un incremento medio del 3,1% nel 2025, in calo dal 4,7% del 2024. Escludendo i bonus una-tantum, la crescita dei salari potrebbe passare dal 4,9% al 2,9%.

Questo consente alla BCE di continuare ad allentare la politica monetaria. A giugno, ha infatti tagliato i tassi d'interesse per l'ottava volta, portando il tasso sui depositi al 2%. Anche se l'istituto ha prospettato un'interruzione dei tagli durante l'estate per rivalutare la situazione, i mercati scontano ancora almeno un altro taglio entro fine anno. La continua normalizzazione dei tassi potrebbe dare all'economia dell'Eurozona la spinta di cui ha bisogno.

Cosa serve per rendere l'Europa «grande» di nuovo?

Nella nostra checklist interna «Make Europe Great Again», solo due caselle su 10 risultano spuntate (grafico 5). Non è necessario che tutti i criteri siano soddisfatti, ma probabilmente due non sono sufficienti. Con qualche passo già fatto e le vele spiegate, ciò che serve è un po' più di vento a favore per infondere nuova vita nel vecchio Continente.

Dalle materie prime alle rinnovabili: sta tutto nella ricetta



Le tensioni geopolitiche crescenti e i recenti cambiamenti politici hanno reso apparentemente più accidentata la strada verso lo zero netto. Negli USA, il ritorno del Presidente Donald Trump ha sollevato incertezze in merito al futuro dell’Inflation Reduction Act (IRA)¹⁴ e della politica sul clima a lungo termine. In alcune zone dell’Europa, le centrali elettriche a carbone sono state messe nuovamente in funzione per assicurare l’approvvigionamento di energia durante le crisi. Inoltre, su scala globale, i combustibili fossili sono più integrati nel mix energetico rispetto alle previsioni. È dunque normale che gli investitori si pongano la domanda: la transizione verde è già al capolinea?



Marco Lenfers
Client Portfolio Manager,
Conviction Equities



Romain Hohl
Portfolio Manager, Impact &
Thematic Investing team,
Conviction Equities

A nostro avviso, è vero l’opposto. In base ai dati dell’Energy Transition Investment Trends Report 2025 di BloombergNEF pubblicato all’inizio dell’anno¹⁵, nel 2024 gli investimenti nell’energia pulita hanno raggiunto un record storico di USD 2’100 miliardi, oltre il doppio rispetto al livello registrato nel 2020. I trasporti elettrificati, l’energia rinnovabile e le reti elettriche rappresentano il fulcro di questa crescita. Negli ultimi cinque anni, le alternative sostenibili hanno superato i combustibili fossili, registrando un tasso di crescita annuo composto pari al doppio (grafico 1). Questo dimostra che la transizione energetica globale sta ancora acquisendo slancio, seppur in modo non uniforme.

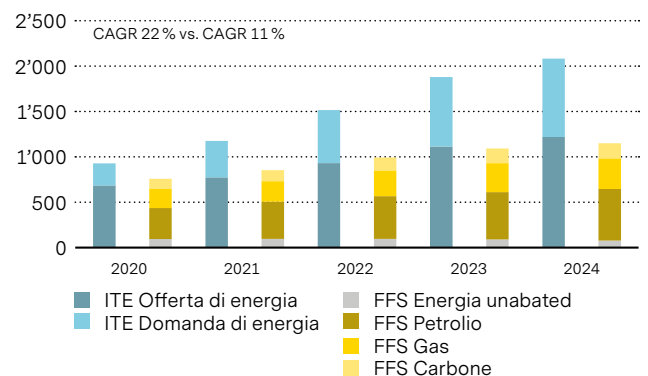
Negli Stati Uniti, il Presidente Donald Trump si è affrettato a smantellare le clausole principali dell’IRA non appena assunta la carica all’inizio dell’anno. Nel giro di pochi giorni ha firmato diversi ordini esecutivi volti a interrompere il supporto federale alle iniziative per l’energia pulita, a sospendere i finanziamenti previsti dall’IRA e a revocare le normative sulle emissioni e i combustibili fossili. In Europa, il quadro è ugualmente complesso: in Germania, le centrali a carbone sono state temporaneamente riattivate nel

2024 per gestire le carenze di gas dovute alla guerra in Ucraina e alla riduzione delle importazioni dalla Russia¹⁶. E la Cina, principale responsabile delle emissioni di carbonio al mondo, sta ancora approvando dozzine di nuove centrali alimentate a carbone.

Indubbiamente, la transizione verde sta incontrando qualche ostacolo, su scala regionale. Tuttavia, a quanto possiamo osservare, non si è interrotta a livello globale. Altre grandi economie stanno facendo passi avanti, contribuendo a chiudere potenziali gap in assenza di una leadership USA: l’UE rimane fermamente impegnata a raggiungere i suoi ambiziosi obiettivi climatici e ha investito più di EUR 300 miliardi attraverso il Green Deal europeo e il piano REPowerEU per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili e scalare le rinnovabili¹⁷. La Cina si sta muovendo su due binari paralleli: le centrali elettriche

Grafico 1: Gli investimenti nella transizione energetica superano il capex fossile

Investimenti in transizione energetica vs. fonti fossili, USD mrd.



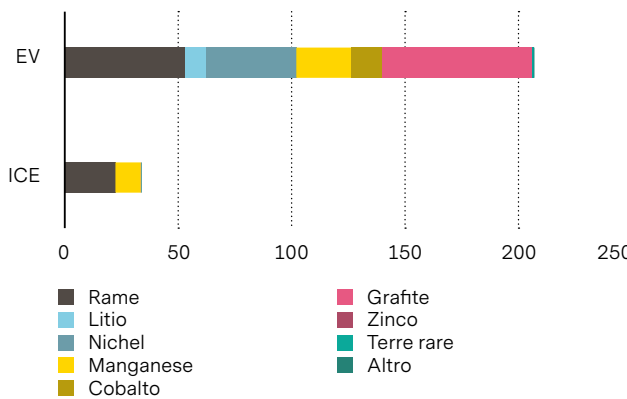
ITE = investimento nella transizione energetica. FFS = offerta di combustibili fossili. I volumi storici degli investimenti in FFS sono stati aggregati da IEA World Energy Investment 2024. Gli investimenti comprendono i settori upstream, midstream e downstream e la produzione di energia da fonti fossili unabated. I valori in USD sono stati adeguati ai termini nominali. Non sono inclusi gli investimenti nella domanda di combustibili fossili (come le caldaie a gas).

Fonte: BNEF, «Energy Transition Investment Trends 2025», gennaio 2025.

12 Viewpoint

Grafico 2: La transizione verde richiede un uso intensivo di materiali

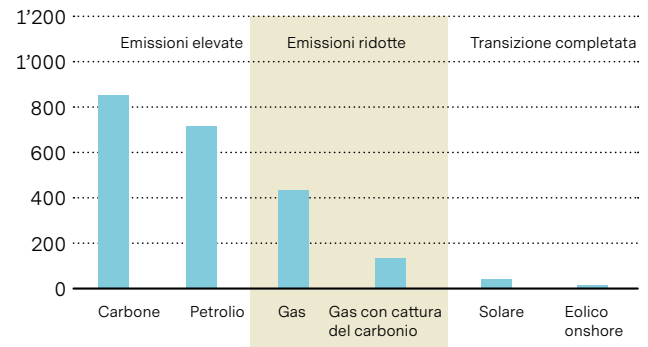
Minerali critici in un EV vs. ICE, in kg per veicolo



EV: veicolo elettrico. ICE: motore a combustione interna. Solo a scopo illustrativo.
Fonte: IEA, «Minerals used in electric cars compared to conventional cars», maggio 2021.

Grafico 3: Garantire la sicurezza energetica, aumentando l'uso di alternative sostenibili

Emissioni lungo il ciclo di vita in EU28, in g CO2 per kWh



Fonte: United Nations Economic Commission for Europe, «Life Cycle Assessment of Electricity Generation Options», ottobre 2021. Poiché il petrolio non è di norma utilizzato per i dati sulla produzione di energia elettrica, le emissioni relative al ciclo di vita del petrolio sono state tratte da Turconi et al., «Life cycle assessment (LCA) of electricity generation technologies», 2013.

alimentate a carbone si accompagnano agli oltre 216 gigawatt di capacità solare ed eolica aggiunta solamente nel 2023¹⁸, quasi il doppio della capacità totale installata nel Regno Unito. Il Giappone sta portando avanti la sua politica «Green Transformation»¹⁹ che mira a mobilitare oltre USD 1'000 miliardi di investimenti pubblici e privati nel prossimo decennio, con un focus sulla decarbonizzazione dell'industria, l'ampliamento dell'uso di idrogeno e ammoniaca e l'incentivazione dell'energia rinnovabile.

In questo contesto, tecnologie mature come l'energia rinnovabile, le reti o i trasporti elettrificati risultano favorite anche in termini di costi-benefici: spesso, infatti, sono economicamente praticabili anche in assenza di sussidi, sono altamente scalabili e presentano un rischio tecnologico limitato. Di conseguenza sono l'oggetto di gran parte degli investimenti nella transizione energetica, e ci aspettiamo che continueranno a crescere nonostante gli ostacoli di natura politica.

Anche l'upstream conta

Il segmento «downstream» della transizione (energia rinnovabile, veicoli elettrici, edifici sostenibili, tecnologie industriali pulite) è ormai una componente chiave dei portafogli azionari di molti investitori globali. Tuttavia, una transizione ordinata verso un mondo a zero emissioni nette richiede un elevato impiego di materiali, stabilità e sicurezza energetica, e un incremento progressivo di

alternative pulite. Cogliere il potenziale del segmento «upstream» della transizione è dunque altrettanto importante.

La strada verso un sistema energetico a zero emissioni di carbonio è – quasi letteralmente – lastricata di metalli (grafico 2). Per raggiungere l'obiettivo net-zero, servono input upstream: le materie prime e le infrastrutture che rendono possibili le tecnologie pulite. Rame, litio, nichel, cobalto e alluminio – i cosiddetti «big five» – sono componenti chiave dei pannelli solari, delle turbine eoliche, delle batterie e delle reti elettriche, che non potrebbero esistere senza di loro.

Non sorprende dunque che, secondo le previsioni, la domanda di questi materiali è destinata ad aumentare nei prossimi anni.

Secondo la International Energy Agency (IEA), il valore di mercato dei minerali critici per la transizione dovrebbe più che raddoppiare entro il 2040, raggiungendo circa USD 770 miliardi nello scenario Net Zero Emissions (NZE). La domanda dovrebbe quasi quadruplicare entro il 2040 nello scenario NZE, avvicinandosi a 40 milioni di tonnellate²⁰, ma il lato offerta fatica a tenersi al passo.

Ad oggi, dipendiamo ancora in larga misura dall'estrazione mineraria primaria. Tuttavia, sviluppare nuove miniere è divenuto più dispendioso, in termini economici

e di tempo: i tempi di consegna – dalla scoperta alla produzione effettiva – si attestano oggi in media su 18 anni, il triplo rispetto agli anni '90. Questa situazione è aggravata dall'aumento del costo del capitale, dalle crescenti difficoltà normative e dalla resistenza delle comunità locali: la complessità dell'approvvigionamento dei minerali è ulteriormente accentuata dagli orizzonti a lungo termine necessari per passare dall'individuazione di un deposito di minerali all'estrazione effettiva, dall'elevato fabbisogno di capitale per sviluppare nuove miniere e dalle esternalità negative che le miniere impongono alle comunità vicine.

Per questi motivi, riteniamo che il riciclo dei materiali diverrà fondamentale. Anche se probabilmente non sostituirà del tutto l'estrazione primaria, rappresenta una preziosa fonte secondaria. Il riciclo consente di migliorare la sicurezza dell'offerta e ridurre gli scarti e l'impatto ambientale. Inoltre, permette agli investitori di attingere a una catena del valore emergente, che va dall'estrazione primaria del minerale (rame, litio), alle tecnologie di estrazione e processo urbane (operatori e servizi, attrezzature e tecnologie per il riciclo) fino all'introduzione di materiali innovativi (polisilicio o calcestruzzo green).

Un ampio fabbisogno energetico

La strada per la transizione green ci mette dinanzi a un altro ostacolo: l'elettrificazione. Mentre il mondo si orienta verso soluzioni che sfruttano maggiormente l'energia elettrica, la domanda di energia cresce in tutti i settori. I data center ne sono un esempio lampante: negli USA, rappresentavano il 4,4% del consumo di energia elettrica nel 2023, con proiezioni che li vedono salire al 12% nel 2028²¹. A livello globale, la domanda di energia dai data center potrebbe più che raddoppiare entro il 2030, superando il fabbisogno totale del Giappone²².

Il problema principale è che l'immediata necessità di energia non può ancora fare affidamento esclusivo sulle fonti rinnovabili, che non sono ancora impiegate su vasta scala. Per i prossimi anni, la domanda incrementale di energia dovrà essere soddisfatta almeno in parte dalle fonti fossili per assicurare un approvvigionamento ininterrotto, sicuro ed economicamente accessibile. Tuttavia, le varie risorse fossili hanno impatti ambientali molto diversi (grafico 3).

Per questo, i data center e altri settori ad alto consumo energetico stanno intensificando i loro sforzi per la decarbonizzazione, spinti dagli obiettivi di neutralità e da un controllo pubblico sempre più stringente. Questo scenario apre numerose opportunità per gli investitori nella catena del valore dell'energia a basso impatto di carbonio.

Non si tratta solo dei facilitatori della transizione pure-play, ma anche di alcuni produttori di energia tradizionali, in particolare quelli che dimostrano una strategia credibile per la transizione verso fonti più sostenibili e che stanno attivamente aumentando la loro quota in tali attività.

La transizione verde sta accelerando ma sta diventando anche più complessa, e genera ulteriori opportunità nelle tecnologie di riduzione delle emissioni (come la cattura del carbonio e il nucleare) e nei combustibili di nuova generazione (come l'idrogeno e il carburante per aviazione sostenibile).

Investire nei facilitatori del cambiamento

Nella Conviction Equities Boutique, ci concentriamo in modo particolare sul segmento upstream, ossia i pilastri a monte che rendono possibile la transizione a valle. Dalle materie prime alle infrastrutture, individuiamo le aziende che sono essenziali per la transizione ma sono spesso trascurate dagli investimenti di massa. A nostro avviso, un percorso senza intoppi verso lo zero netto deve essere ad uso intensivo di materiali, sicuro e resiliente. Questo significa investire in società che non solo utilizzano le tecnologie pulite su vasta scala ma assicurano anche la stabilità.

Adottiamo un approccio olistico e ripetibile, basato sulla ricerca fondamentale e focalizzato su driver a lungo termine e flussi di cassa pluriennali. Cerchiamo aziende con un vantaggio competitivo, bilanci solidi e la capacità di generare rendimenti superiori.

Per noi è importante andare oltre le notizie e il rumore di fondo e comprendere gli ingredienti chiave che danno vita alla transizione verde. Per chi adotta un approccio olistico e previsionale, il vantaggio è chiaro: le società che offrono soluzioni scalabili, con fondamentali solidi e un focus a lungo termine sulla redditività, potrebbero essere destinate a posizionarsi in testa. Investendo nell'intero spettro, dalle risorse base ai facilitatori tecnologici, gli investitori possono contribuire ad accelerare la transizione e al contempo beneficiare dei suoi vantaggi.

Questioni delicate



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

La Fed ha mantenuto i tassi al 4,25 – 4,5% confermando la guidance di due tagli nel corso dell’anno, ma le nuove proiezioni indicano crescita più lenta, inflazione vischiosa e dissapori interni crescenti. L’iter è oggi più incerto, e settembre potrebbe essere la prima finestra utile – dati permettendo.

Le ultime previsioni della Fed per il 2025 indicano un PIL rivisto al ribasso all’1,4% (dall’1,7%), un PCE core²³ in rialzo al 3,1% e un aumento della disoccupazione al 4,5%. Questa situazione di stagflazione rende arduo per la Fed bilanciare il supporto alla crescita e il controllo dell’inflazione.

Le divisioni all’interno del Federal Open Market Committee (FOMC) sono in aumento: alcuni spingono per i tagli data la crescita lenta e la disoccupazione, altri per la pazienza a causa dell’inflazione persistente. A giugno, sette membri su 19 (rispetto ai quattro di marzo) non prevedono tagli quest’anno, sebbene la mediana continui a indicarne due. Anche le proiezioni per il 2026/2027 sono state ridotte, a suggerire una normalizzazione più lenta. Il FOMC ha comunque votato all’unanimità per mantenere i tassi invariati e in conferenza stampa il Presidente Powell ha invitato

alla prudenza: «Siamo posizionati per aspettare maggiore chiarezza». Questa dichiarazione ribadisce l’approccio dipendente dai dati della Fed e lascia margine per agire in caso di necessità.

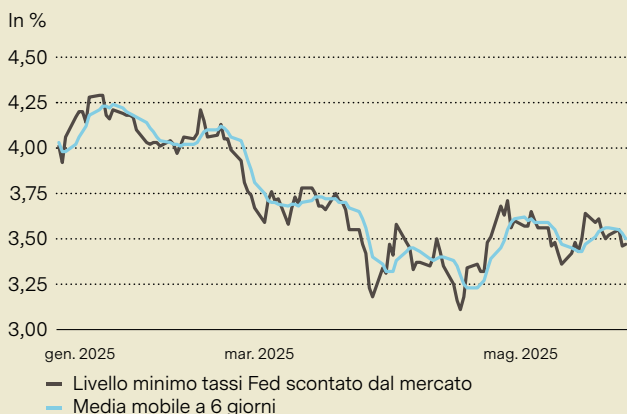
Persistono i rischi d’inflazione legati ai dazi e alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, i quali potrebbero spingere i prezzi dell’energia al rialzo. Powell ha riconosciuto l’impatto ritardato dei dazi: «Qualcuno deve pagare». Un taglio a settembre rimane possibile, ma solo se la disinflazione sarà confermata e il mercato del lavoro si indebolirà ulteriormente. Fino ad allora la Fed rimarrà in attesa, monitorando il suo duplice mandato.

Le aspettative del mercato sul tasso finale della Fed sono rimaste stabili (grafico 1) e riflettono la fiducia in un approccio «più alti più a lungo» basato sull’inflazione recente, il mercato del lavoro e i segnali politici.

Gli spread sfidano la volatilità

I mercati del credito mostrano segni di compiacenza. Data la volatilità attuale, gli spread sarebbero tipicamente più ampi (grafico 2). Il rally e la compressione degli spread dopo la crisi di aprile potrebbero aver creato un’ipercorrezione, con un disallineamento rispetto ai rischi macro e di credito sottostanti. Gli spread più contratti lasciano ora poco margine in caso di ripresa della volatilità o deterioramento dei fondamentali. Il premio al rischio dell’investment grade appare ampio rispetto allo stress di mercato implicito nell’Indice di volatilità (VIX) e solleva qualche dubbio sulla protezione dai ribassi e sulla crescente vulnerabilità delle valutazioni creditizie.

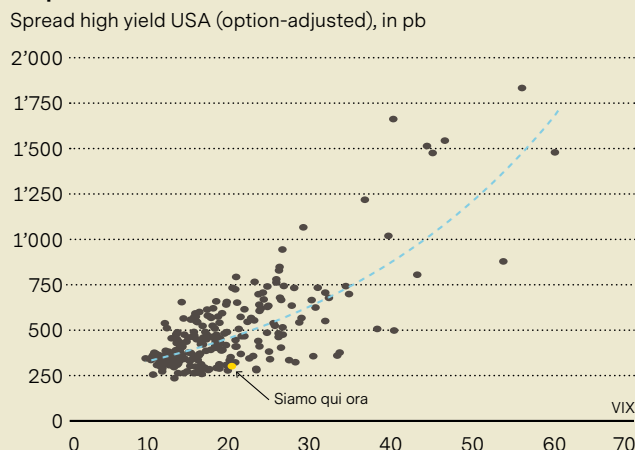
Grafico 1: Le aspettative del mercato sul tasso finale della Fed sono rimaste invariate nelle ultime settimane



Nota: Il tasso finale è il tasso sui Fed Fund più basso implicito negli overnight index swap nei prossimi tre anni

Fonte: LSEG, Vontobel; al 18 giugno 2025.

Grafico 1: Il premio per il rischio di credito è più ridotto di quanto dovrebbe essere



Fonte: LSEG, Vontobel; al 18 giugno 2025.

Segnali contrastanti dall'Europa



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

Ora che il secondo semestre è alle porte, è chiaro che i mercati hanno attraversato un periodo turbolento, culminato nell'avvio del conflitto in Medio Oriente. Cosa ci riserva il futuro?

I mercati restano fortemente concentrati su ciò che conta davvero: l'inflazione, le banche centrali, l'orientamento della politica monetaria e il loro impatto sulla crescita economica. In questo contesto ribadiamo il nostro moderato sovrappeso sull'azionario, espresso principalmente attraverso i mercati emergenti.

In Europa, dopo un primo trimestre solido, le azioni hanno iniziato a perdere slancio verso la fine del secondo. Gran parte della sovraperformance della prima metà dell'anno è attribuibile ai settori ciclici, in particolare ai titoli finanziari (banche) e industriali (principalmente legati alla difesa). Prendendo come esempio l'indice tedesco DAX, i titoli legati alla difesa hanno rappresentato da soli circa il 30% dei guadagni dell'indice da inizio anno. Al netto di questi driver ciclici, il mercato europeo in generale è rimasto relativamente invariato in valuta locale, così come il mercato svizzero (dominato da beni di consumo di base e sanità) o statunitense, dove la performance è stata penalizzata

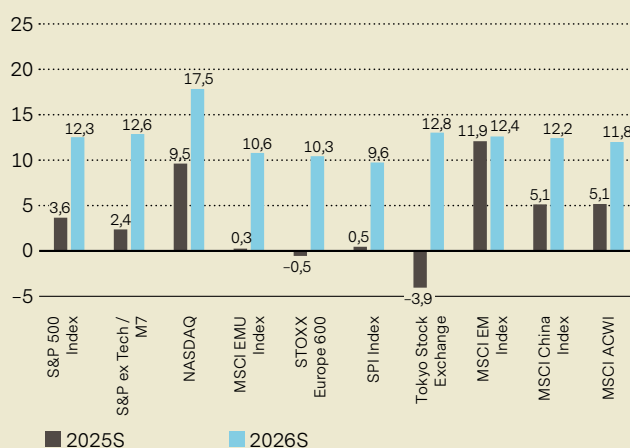
dalla debolezza del dollaro. Ciò che emerge, in particolare, è il contrasto tra gli USA e l'Europa sul piano delle politiche. La politica monetaria degli USA rimane rigida, quella dell'Europa si è orientata verso l'allentamento fiscale. Con la BCE che mantiene ridotti i tassi d'interesse, riteniamo che la crescita degli utili in Europa sia destinata a recuperare dopo anni di stagnazione (grafico 1). Un catalizzatore chiave è rappresentato dal recente stimolo fiscale in Germania, incentrato su difesa e infrastrutture.

Resta da chiedersi se le buone notizie siano già scontate. In alcuni settori le valutazioni appaiono eccessive e i sondaggi tra investitori istituzionali globali mostrano che un posizionamento al rialzo sulle azioni europee, anche in primis, rimane un trade sovraffollato. Inoltre, la performance relativa delle azioni cicliche rispetto a quelle difensive²⁴ ha raggiunto un massimo decennale – situazione estrema in genere supportata da PMI²⁵ solidi, assenti nel contesto attuale (grafico 2). Ciò significa che i PMI devono migliorare per sostenere il trend già scontato dai mercati. Inoltre, mentre le banche centrali tagliano i tassi, le banche – finora i motori principali del rally – potrebbero iniziare a perdere slancio.

Aggiungendo al mix l'imminente fine dei 90 giorni di sospensione dei dazi prevista per i primi di luglio, l'estate si prospetta di nuovo volatile. Per questo, nonostante gli sviluppi positivi, rimaniamo per ora neutri sulle azioni europee e preferiamo aspettare prima di cantare vittoria.

Grafico 1: Le stime di crescita EPS 2025 sono state ridotte in gran parte dei mercati sviluppati

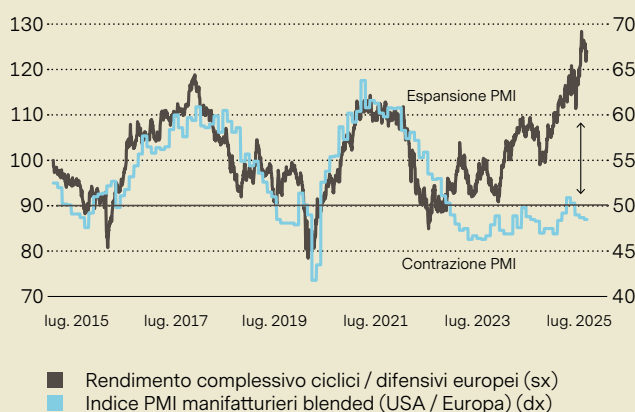
Crescita su base annua in % e in valuta locale



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 giugno 2025.

Grafico 2: La performance relativa dei ciclici vs. difensivi raggiunge un record decennale, deviando dai trend PMI

Rendimento complessivo relativo, in %* PMI**



*Indicizzato al 100%, **Mix dati USA ed Europa

Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 giugno 2025.

Il ruggito del petrolio



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

Tra gli analisti delle materie prime, si dice che i mercati del petrolio sono sempre all'erta quando è coinvolto l'Iran²⁶. Dopo mesi di performance scarsa, l'«Operazione Leone Nascente» ha spinto temporaneamente il greggio sopra i USD 80 a barile.

Ad oggi, il nostro scenario di base è stato confermato. In questo scenario avevamo previsto attacchi israeliani e ritorsioni iraniane, seguiti da un coinvolgimento militare limitato degli Stati Uniti. Di conseguenza, avevamo ipotizzato un impatto nullo o minimo sull'offerta di petrolio e un aumento solo temporaneo dei prezzi del greggio (tra USD 70 e 80 al barile). Successivamente, avevamo previsto una stabilizzazione della situazione.

Come in conflitti precedenti, l'Iran ha nuovamente minacciato di chiudere lo Stretto di Hormuz²⁷, che di fatto controlla. Spesso definito l'arteria petrolifera del mondo, circa il 20% delle spedizioni globali di prodotti petroliferi transita attraverso questo punto strategico (grafico 1). Quasi due terzi del volume è costituito da petrolio greggio proveniente da Iran, Kuwait, Arabia Saudita, Qatar ed Emirati Arabi Uniti, mentre il resto comprende prodotti petroliferi e gas naturale. La chiusura dello Stretto rappresenta tuttora

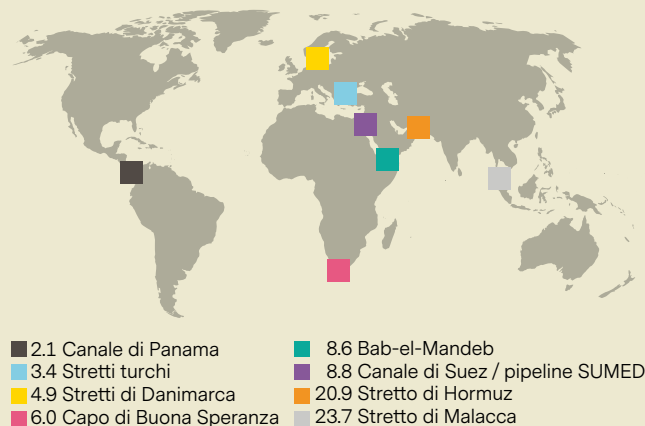
il principale rischio estremo, che potrebbe spingere i prezzi ben oltre i USD 100. Tuttavia, consideriamo questo scenario poco probabile. Esiste una ragione per cui l'Iran non ha mai dato seguito alla sua minaccia di bloccare lo Stretto: in tal modo interromperebbe anche le proprie esportazioni di petrolio e, di conseguenza, le sue entrate. Riteniamo che l'Iran ricorrerebbe a una misura così drastica solo se temesse un cambio di regime forzato.

Se, contrariamente alle aspettative, lo Stretto dovesse essere coinvolto nel conflitto, la Riserva Strategica di Petrolio USA (SPR²⁸) e/o l'OPEC+²⁹ potrebbero intervenire per fornire supporto (grafico 2). Tuttavia, ci sono alcune riserve. Dopo vari prelievi d'emergenza, la SPR è ormai ridotta³⁰ e contiene «solo» 402 milioni di barili. Per quanto riguarda l'OPEC+, persistono dubbi sull'effettiva entità delle capacità inutilizzate. Anni di tagli alla produzione e di investimenti ridotti dopo il Covid-19 hanno reso difficile la ripresa operativa di alcuni giacimenti e impianti. Probabilmente solo l'Arabia Saudita e gli Emirati Arabi Uniti sarebbero in grado di aumentare rapidamente la produzione.

Al di là delle tensioni geopolitiche, la nostra previsione per il prezzo del greggio resta moderata fino alla fine del 2025. Questo è dovuto in parte alle incertezze legate alle guerre commerciali, alle conseguenti preoccupazioni sulla crescita e all'offerta aggiuntiva proveniente da altri produttori (Brasile, Guyana e Canada).

Grafico 1: Lo Stretto di Hormuz – l'arteria petrolifera mondiale

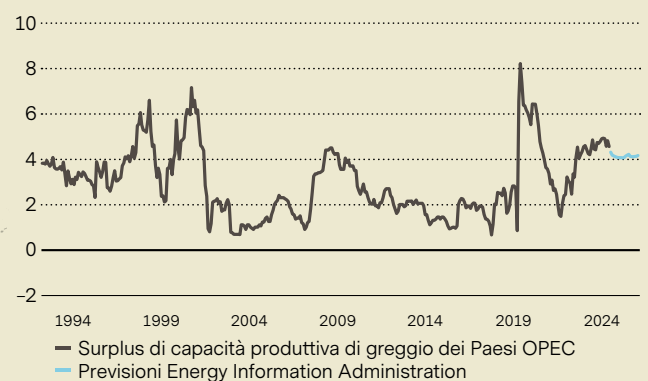
Fornitura di petrolio liquido, in %



Fonte: Energy Information Administration (2023), dati monitoraggio petroliere Vortexa e Panama Canal Authority, ultimo aggiornamento 25 giugno 2024. In milioni di barili al giorno.*

Grafico 2: Se si arrivasse al peggio, l'OPEC+ potrebbe fornire un certo aiuto

Milioni di barili al giorno



Fonte: LSEG, Vontobel; maggio 2025.

Macchie indelebili sul dollaro?



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

Il dollaro USA continua a rappresentare il perno del sistema monetario globale. Detiene la quota delle riserve ufficiali, denomina la maggior parte del debito e del credito commerciale transfrontaliero, e rappresenta circa il 40% del turnover FX giornaliero. Tuttavia, la sua preminenza non è più scontata. Due forze – i mutamenti nei flussi commerciali e il crescente stress fiscale – stanno spingendo i gestori di riserve e gli investitori valutari a rivalutarne il ruolo (grafico 1).

I dazi USA e la graduale riorganizzazione delle catene globali ridurranno la quota del commercio mondiale regolata in dollari. Ogni volta che un esportatore sceglie un'altra valuta, la domanda strutturale di dollari cala. Le banche centrali sembrano concordare: secondo l'FMI, la quota del dollaro nelle riserve dichiarate è in calo da nove trimestri, mentre salgono le riserve ufficiali d'oro. Il ritmo è graduale, ma l'intento appare strategico.

I fondamentali interni accentuano la tendenza. Gli interessi netti pagati eguagliano la spesa per la difesa, e i bisogni di finanziamento superano i USD 2'000 miliardi l'anno fino al 2029. Con il Congresso pronto a nuove spese e a un

altro voto sul tetto del debito, le prime a lungo termine si sono allargate: gli investitori richiedono un premio per un rischio fiscale un tempo trascurato.

Questa crescente rischiosità di origine politica è già visibile nei prezzi delle opzioni FX e rafforza la visione ribassista sul dollaro. Le asimmetrie nelle opzioni indicano che la debolezza fino al 2026 dipenderà non solo da forze cicliche (tagli Fed, spread ridotti), ma anche da un ripensamento strutturale sul ruolo degli USA nei flussi di capitale globali. Il risultato è un dollaro più debole e più volatile, mentre si incrinano le regole tradizionali che ne sostengono il ruolo di valuta di riserva. Le opzioni USD / CHF lo mostrano chiaramente (grafico 2): al 19 giugno, il mercato attribuisce una probabilità del 51,8% a un cambio sotto 0.80 entro nove mesi, 57,1% entro un anno e 69,3% entro due anni, mentre cala la probabilità della fascia 0.80 – 0.85. Questo segnala una rivalutazione strutturale, non prudenza tattica.

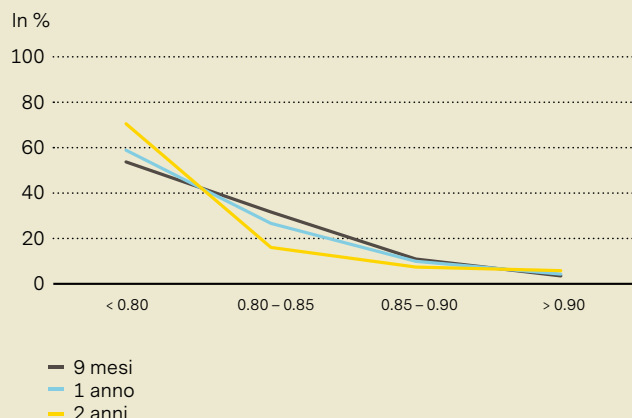
In sintesi, il dollaro affronta una doppia sfida: un'economia interna in raffreddamento e un premio fiscale crescente in un contesto politico che non garantisce più accesso illimitato al capitale. Il suo status di riserva non sparirà da un giorno all'altro, ma cambi marginali nella fatturazione, nell'allocazione dei portafogli e nella credibilità percepita delle politiche avranno un peso maggiore sulle dinamiche dei cambi rispetto al passato. Il bilancio dei rischi punta verso una svalutazione graduale, seppur a tratti volatile.

Grafico 1: Dollaro sotto pressione ai minimi da inizio 2022



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 giugno 2025.

Grafico 2: USD / CHF in calo perché il mercato prevede un franco solido



Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 giugno 2025.

18 Previsioni

Economia e mercati finanziari 2024 – 2026

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

PIL (IN %)	2024¹	ATTUALE²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Globale (G20)	3,0	1,9	2,3	2,4	
Eurozona	0,9	1,2	1,0	1,1	
USA	2,8	2,1	1,4	1,6	
Giappone	0,1	1,7	0,8	0,7	
Regno Unito	0,9	1,3	1,1	1,2	
Svizzera	1,4	1,9	1,1	1,4	
Australia	1,0	1,3	1,8	2,3	
Cina	5,0	5,4	4,5	4,2	

INFLAZIONE	2024²	ATTUALE²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 2025⁵
Eurozona	2,4	1,9	2,0	1,9	↓
USA	3,0	2,4	3,0	2,8	↓
Svizzera	1,1	-0,1	0,3	0,6	→

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁵
EUR (tasso di deposito)	3,00	2,00	1,74	1,77	↓
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	4,50	4,50	4,30	3,70	↓
CHF	0,50	0,00	-0,10	-0,05	↓

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁵
EUR (Germania)	2,37	2,52	2,57	2,76	↓
USD	4,57	4,41	4,32	4,17	↓
CHF	0,33	0,39	0,35	0,46	↓

TASSI DEI CAMBI	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁵
CHF per EUR	0,94	0,94	0,94	0,95	↑
CHF per USD	0,91	0,82	0,82	0,81	↓
USD per EUR	1,04	1,15	1,15	1,18	↑

MATERIE PRIME	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁵
Brent, USD per barile	75	77	66	64	↑
Oro, USD per oncia troy	2'625	3'354	3'155	3'206	→
Rame, USD per tonnellata metrica	8'768	9'615	9'178	9'600	↓

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

¹ Soggetto a revisioni (ad esempio, potenziali revisioni dei dati del Q4)

² Ultimo trimestre disponibile

³ Soggetto a revisioni

⁴ Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

⁵ ↑ sopra il consenso, → in linea con il consenso, ↓ sotto il consenso

Informativa e disclaimer

1. Disclaimer e fonti

Questo documento pubblicitario è stato prodotto da una o più aziende del Gruppo Vontobel (collettivamente «Vontobel») per distribuzione con clienti privati e istituzionale. Le informazioni, le analisi e le opinioni contenute in questo sito web sono state elaborate da Vontobel Asset Management. Vontobel Asset Management è il marchio che identifica l'attività di gestione patrimoniale di Vontobel Holding AG e delle sue affiliate a livello globale, inclusa Vontobel Asset Management, Inc.

Il presente documento ha scopo puramente informativo e non rappresenta una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di un titolo né alla presentazione di un'offerta di acquisto o sottoscrizione. L'analisi fornita in questo documento non costituisce né dovrebbe essere interpretata come un'approvazione di alcun partito politico.

Il presente materiale può contenere dichiarazioni previsionali, soggette a incertezze e contingenze al di fuori del controllo di Vontobel. I destinatari non devono fare eccessivo affidamento su tali dichiarazioni previsionali. Va notato che esiste il rischio che previsioni, stime, proiezioni e risultati descritti o impliciti in dichiarazioni previsionali possano rivelarsi errati.

La performance storica non è un indicatore della performance corrente o futura. Si avverte che il rendimento può aumentare o diminuire, per esempio a causa delle eventuali oscillazioni del cambio. Il valore del denaro investito può aumentare o diminuire e non esiste alcuna garanzia che sia possibile riscattare l'intero capitale investito o parte dello stesso. Investire comporta dei rischi, inclusa la possibilità di perdere il capitale investito, e i rendimenti positivi, compresi i redditi, non sono garantiti. I riferimenti alle società sono forniti solo a scopo illustrativo. Non si dovrebbe trarre alcuna conclusione sulla redditività o sulla performance di strumenti finanziari a esse associati. Non si dovrebbe presumere che un investimento sia o sarà redditizio.

Il sito web di Vontobel Asset Management deve essere utilizzato solo a scopo informativo e non costituisce consulenza in materia di investimenti né un'opinione sulla pertinenza di alcun investimento, né un'offerta, sollecitazione o raccomandazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari, a effettuare transazioni o a concludere qualsiasi atto giuridico. L'adeguatezza delle informazioni fornite deve essere valutata in base ai vostri obiettivi, alla vostra situazione finanziaria e alle vostre esigenze. L'utilizzo delle informazioni qui contenute è a esclusiva discrezione del lettore.

Pur ritenendo che le informazioni ivi contenute provengano da fonti attendibili, Vontobel non può assumersi alcuna responsabilità in merito alla loro qualità, correttezza, attualità o completezza. Fatta eccezione per i casi consentiti dalla legge in vigore sui diritti d'autore, è fatto divieto di riprodurre, adattare, caricare su parti terze, collegare, inquadrare, pubblicare, distribuire o trasmettere queste informazioni in qualsiasi forma con qualsiasi processo senza lo specifico consenso scritto di Vontobel. Nella misura massima consentita dalla legge, Vontobel non sarà resa responsabile in alcun modo per eventuali perdite o danni subiti in seguito all'utilizzo o all'accesso a queste informazioni o a causa di un errore di Vontobel nel fornire queste informazioni. La nostra responsabilità per omissioni, violazioni contrattuali o infrazioni di qualsiasi legge come conseguenza di un nostro errore nel fornire queste informazioni o parte di esse, ovvero per qualsiasi problema connesso con queste informazioni, che non sia possibile escludere legittimamente, è limitata a nostra discrezione e nella misura massima consentita dalla legge, alla sostituzione delle presenti informazioni o parte di esse o al pagamento a voi per la sostituzione di queste informazioni o parti di esse. È vietata la distribuzione del presente documento o di copie dello stesso in giurisdizioni che non ne consentano legalmente la distribuzione. Le persone che ricevono il presente documento dovrebbero essere consapevoli di rispettare tali limitazioni. In particolare il presente documento non deve essere distribuito o consegnato a US Persons e non deve essere distribuito negli Stati Uniti.

Gli indici sono mostrati a solo scopo illustrativo, non sono gestiti e non tengono conto delle condizioni di mercato né dei costi associati agli investimenti. Inoltre, la strategia della società può impiegare tecniche e strumenti di investimento non utilizzati per generare la performance degli indici. Per questo motivo, la performance della società e quella degli indici non sono direttamente comparabili.

I dati MSCI sono solo per uso interno e non possono essere ridistribuiti o utilizzati in relazione alla creazione o all'offerta di cartolarizzazioni, prodotti finanziari o indici. Né MSCI né altre terze parti coinvolte o correlate alla compilazione, elaborazione o creazione dei dati MSCI (le «Parti MSCI») forniscono garanzie o dichiarazioni esplicite o implicite in relazione a tali dati (o ai risultati da ottenere con l'utilizzo degli stessi), e le Parti MSCI declinano espressamente ogni garanzia di originalità, accuratezza, completezza, com-

20 Informazioni legali

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

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

2. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

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

Information for German clients

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

Additional information for UK clients

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

Informazione per investitori italiani

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

Glossario e fonti

- ¹ Sottopeso significa che l'Investment Committee della Multi Asset Boutique ha una preferenza inferiore per una classe di attivi o sotto-classe di attivi.
- ² Neutrale significa che l'Investment Committee della Multi Asset Boutique non ha né una preferenza maggiore né minore per una classe o sotto-classe di attivi.
- ³ Sovrappeso significa che l'Investment Committee della Multi Asset Boutique ha una preferenza maggiore per una classe di attivi o sotto-classe di attivi.
- ⁴ Si riferisce alla brusca correzione del mercato avvenuta nel gennaio 2025, innescata dalle performance deludenti e dalle reazioni etiche negative nei confronti di DeepSeek, un'importante azienda di intelligenza artificiale generativa. Ha segnato un punto di svolta nel sentiment verso i titoli legati all'IA, portando a una rivalutazione diffusa del settore tecnologico.
- ⁵ Rendimento complessivo in USD al 18 giugno 2025.
- ⁶ Fonte: Consiglio d'Europa consilium.europa.eu/de/policies/capital-markets-union-explained/#:~:text=Die%20EU%20arbeitet%20an%20der,davon%2C%20wo%20sie%20ans%20C3%A4ssig%20sind.
- ⁷ La crisi dell'euro, o crisi del debito dell'Eurozona, è stata una grave crisi economica e finanziaria che ha colpito i Paesi dell'Eurozona a partire dal 2009. Ha avuto origine dalla crisi finanziaria globale del 2008, che ha esposto le debolezze strutturali nell'Eurozona e le problematiche di gestione fiscale di alcuni Stati membri. La crisi è iniziata con la Grecia, che nel 2009 è finita al centro di uno scandalo dopo anni di falsificazione dei dati di bilancio. Non essendo più in grado di ripianare il debito è stata costretta ad accettare un bailout. La crisi si è poi diffusa rapidamente ad altri Paesi, tra cui Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia – Paesi significativamente indebitati o con sistemi bancari deboli (o entrambi). Poiché molte banche europee investivano ingenti capitali in titoli di Stato dei Paesi coinvolti, diversi governi hanno dovuto salvare le proprie banche per prevenire un collasso del sistema finanziario.
- ⁸ Europa meridionale: media Spagna, Portogallo e Italia.
- ⁹ Il coefficiente patrimoniale Tier 1 è un indicatore chiave nell'ambito della normativa bancaria. Indica quanto capitale primario una banca detiene in rapporto agli asset ponderati per il rischio. Il capitale primario è il capitale di qualità più elevata del patrimonio bancario e principalmente consiste di azioni ordinarie e utili non distribuiti. Un coefficiente Tier 1 elevato indica che la banca ha una base patrimoniale solida ed è meglio attrezzata per gestire i rischi finanziari.
- ¹⁰ Le spese nette per interessi del settore pubblico come percentuale del PIL misurano quanto un governo spende in interessi passivi rispetto all'entità della propria economia. Si tratta di un indicatore importante della salute finanziaria di un governo e della sostenibilità del debito.
- ¹¹ Fonte: articolo BBC, pubblicato il 5 marzo 2025. [bbc.com/news/business-66897881](https://www.bbc.com/news/business-66897881)
- ¹² Fonte: Commissione Europea, commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en
- ¹³ Fonte: Commissione Europea, pubblicato il 29 gennaio 2025. germany.representation.ec.europa.eu/news/eu-kommission-stellt-kompas-fur-wettbewerbsfahigkeit-vor-2025-01-29_de?prefLang=en
- ¹⁴ L'IRA è stato convertito in legge dal Presidente Joe Biden nel 2022; tra le altre cose, mira a incoraggiare gli investimenti nell'energia pulita.
- ¹⁵ Fonte: Energy Transition Investment Trends 2025 di BloombergNEF, pubblicato il 30 gennaio 2025. about.bnef.com/blog/global-investment-in-the-energy-transition-exceeded-2-trillion-for-the-first-time-in-2024-according-to-bloombergnef-report/
- ¹⁶ Fonte: articolo Reuters, pubblicato il 16 dicembre 2022. [reuters.com/markets/commodities/energy-crisis-fuels-coal-comeback-germany-2022-12-16/](https://www.reuters.com/markets/commodities/energy-crisis-fuels-coal-comeback-germany-2022-12-16/)
- ¹⁷ Fonte: Commissione europea, commission.europa.eu/topics/energy/repowerEU_en?
- ¹⁸ Fonte: articolo World Economic Forum, pubblicato il 6 settembre 2023. [weforum.org/stories/2023/09/inflation-reduction-act-clean-energy-us-global-impact/](https://www.weforum.org/stories/2023/09/inflation-reduction-act-clean-energy-us-global-impact/)
- ¹⁹ Fonte: comunicato stampa del Ministero dell'Economia, del Commercio e dell'Industria giapponese, pubblicato il 10 febbraio 2023. [meti.go.jp/english/press/2023/0210_003.html](https://www.meti.go.jp/english/press/2023/0210_003.html)
- ²⁰ Fonte: report IEA, pubblicato a maggio 2024. [iea.org/energy-system/industry/critical-minerals](https://www.iea.org/energy-system/industry/critical-minerals)
- ²¹ Fonte: comunicato stampa US Department of Energy, pubblicato il 20 dicembre 2024. [energy.gov/articles/doe-releases-new-report-evaluating-increase-electricity-demand-data-centers](https://www.energy.gov/articles/doe-releases-new-report-evaluating-increase-electricity-demand-data-centers)
- ²² Fonte: report IEA, pubblicato il 10 aprile 2025. [iea.org/news/ai-is-set-to-drive-surgingly-demand-from-data-centres-while-offering-the-potential-to-transform-how-the-energy-sector-works](https://www.iea.org/news/ai-is-set-to-drive-surgingly-demand-from-data-centres-while-offering-the-potential-to-transform-how-the-energy-sector-works)
- ²³ Il PCE core è un indicatore delle variazioni dei prezzi al consumo USA che esclude alimentari ed energia per riflettere i trend dell'inflazione sottostanti. È l'indicatore favorito della Fed per monitorare la pressione inflazionistica a lungo termine.
- ²⁴ Le azioni cicliche salgono e scendono con l'economia, quelle difensive rimangono stabili perché vendono beni o servizi essenziali in qualunque situazione economica.
- ²⁵ I PMI (Indici dei direttori degli acquisti) sono sondaggi che misurano lo stato di salute dell'economia monitorando l'attività aziendale. Un dato superiore a 50 indica una crescita, inferiore a 50 una contrazione.
- ²⁶ L'Iran è un peso massimo nel mercato dell'energia: produce infatti circa 3,3 milioni di barili al giorno (bpd) di petrolio e ne esporta oltre 2 milioni.
- ²⁷ Lo Stretto di Hormuz collega il Golfo Persico con il Golfo di Oman e il Mar Arabico, e separa l'Iran dalla Penisola Arabica.
- ²⁸ La Riserva strategica di petrolio (SPR) è considerata la principale riserva d'emergenza mondiale di greggio. È stata costituita principalmente per ridurre l'impatto delle interruzioni nell'approvvigionamento di prodotti del petrolio e per adempiere agli obblighi degli USA di cui al programma internazionale per l'energia. Le scorte di petrolio federali sono stoccate in enormi caverne di sale sotterranee in quattro siti lungo la costa del Golfo del Messico.
- ²⁹ L'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio e i suoi alleati. È una coalizione dei 12 membri dell'OPEC più 10 paesi produttori di petrolio non appartenenti all'OPEC.
- ³⁰ Dopo l'invasione russa dell'Ucraina (2022), l'amministrazione Biden ha autorizzato vendite d'emergenza dalla SPR, esaurendone più del 40%.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

