

Vontobel

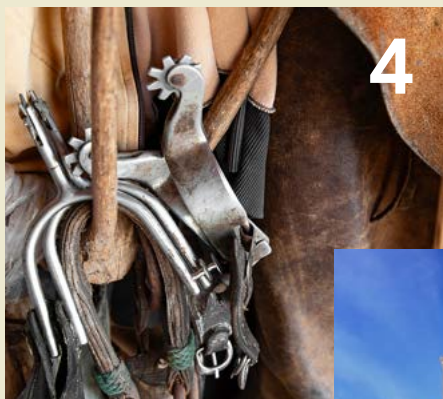
# Investors' Outlook

Bastone e carota



Settembre 2025

## 2 Indice



### 3 Editoriale

### 4 Strategia d'investimento

Più stimoli che freni?

### 6 Mercato in sintesi

Pressioni politiche vs politica monetaria

### 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 2 ottobre 2025)

**Concept**  
MetaDesign AG

**Grafica e realizzazione**  
Vontobel

**Immagini**  
Gettyimages,  
Vontobel

**Termine ultimo per questa edizione**  
3 settembre 2025

**Commenti**  
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 19

# Bastone e carota



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

Gentili lettori,

Con l'inizio di agosto, i mercati si sono ritrovati tra bastone e carota: da un lato notizie di sollievo, dall'altro colpi pesanti. Dazi e manovre geopolitiche hanno messo a dura prova i mercati, mentre i solidi utili aziendali e le speranze di tagli dei tassi d'interesse portavano ottimismo.

Nel frattempo, gli investitori hanno individuato le proprie «carote», ignorando la raffica di notizie sulla politica commerciale, in un contesto di propensione al rischio. Molti operatori hanno attribuito questo atteggiamento alle attese di imminenti tagli dei tassi da parte della Fed, attese rafforzate quando Powell, al simposio di Jackson Hole, ha segnalato con cautela che il primo taglio in nove mesi potrebbe arrivare a settembre. Crediamo che debbano affrontare una decisione difficile: bilanciare un'inflazione persistente con i rischi crescenti per il lavoro, cercando al contempo di tagliare i tassi al momento giusto. Il dot plot<sup>1</sup> della Fed indica tagli di 50 punti base entro fine anno; tuttavia, l'inflazione complica il quadro, riducendo lo spazio di manovra per interventi più consistenti.

Con l'entrata in vigore dei dazi reciproci, Trump ha alzato la pressione sull'India, portando al 50% i dazi sul petrolio russo importato. La stessa misura è stata imposta al Brasile, richiamando il processo all'ex presidente Bolsonaro. La tregua commerciale tra USA e Cina è stata estesa fino a novembre, attenuando temporaneamente le tensioni tra le due maggiori economie mondiali. La crescita cinese ha comunque mostrato una generale tendenza al ribasso, tra crisi del mercato immobiliare e domanda di prestiti più debole. Ci sembra ormai più probabile che Pechino introduca ulteriori misure di stimolo nel prossimo futuro.

I solidi utili hanno spinto le azioni USA a livelli record nonostante i dazi; i consumatori restano piuttosto resilienti, mentre stimoli dalla spesa europea ai budget NATO e la possibile tregua in Ucraina sostengono il mercato. A inizio agosto, Trump e Putin si sono incontrati in Alaska: il meeting non ha segnato una svolta, ma ha aperto speranze di un rallentamento delle ostilità.

Di ritorno dalle vacanze estive, gli investitori sembrano più propensi a mettere subito al lavoro il proprio denaro: ciò porta alcuni investitori a chiedersi se i mercati non siano diventati troppo ottimisti sulle azioni; secondo noi, non necessariamente. Sembra che vi sia ancora molto capitale in attesa, e ciò potrebbe supportare ulteriori guadagni. Riteniamo comunque importante la selettività, sia scegliendo indici ponderati per capitalizzazione sia tramite allocazioni regionali, anziché puntare su indici ampi.

In questo Investors' Outlook, forniamo un'analisi dettagliata di un tema che è stato motivo di preoccupazione per gli operatori di mercato, ossia l'indipendenza delle banche centrali. Esamineremo inoltre le cause alla base dell'andamento dei prezzi della carne bovina negli USA e illustreremo la nostra view sui mercati azionari.

Vogliamo aiutare i nostri clienti a prendere le «carote», proteggendo al contempo i portafogli dai «bastoni».

---

## → Webcast

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

---

<sup>1</sup> Vedere «Glossario e fonti» a pagina 21

## 4 Strategia di investimento



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

# Più stimoli che freni?

**Nuovi dazi, dati macro contrastanti, cambi ai vertici delle principali istituzioni USA e tensioni geopolitiche persistenti hanno destabilizzato gli investitori in estate. Nonostante ciò, i mercati azionari sono saliti. Riteniamo che la crescita economica sia destinata a migliorare, sostenuta da condizioni monetarie favorevoli e possibili stimoli fiscali globali.**

I tagli anticipati dei tassi stanno ancora avendo ripercussioni sull'economia e la Fed potrebbe riprendere ad allentare la politica monetaria già a settembre. Sul fronte fiscale, la Germania ha già annunciato misure, mentre la Cina potrebbe farlo a fine anno. I dazi potrebbero spingere i prezzi, ma in modo limitato e temporaneo, con consumi deboli a compensare le pressioni inflazionistiche.

Anche la politica USA ha influenzato le prospettive: dal Liberation Day, Trump sembra prediligere un approccio più orientato alla crescita, che potrebbe guadagnare slancio con l'avvicinarsi delle elezioni di midterm e il calo dei consensi<sup>2</sup>.

Le decisioni della Fed sui tassi dipenderanno dalle condizioni del mercato del lavoro, che sono di difficile lettura. La stretta all'immigrazione ha drasticamente ridotto il numero di lavoratori di origine straniera, con l'uscita di 1,7 milioni di persone dei dati occupazionali da marzo a luglio, secondo la NFAP<sup>3</sup>.

Negli ultimi 30 anni, gli immigrati hanno contribuito a oltre la metà della crescita della forza lavoro USA. Dal lancio di ChatGPT e simili, le offerte IT sono diminuite e la disoccupazione tra i neolaureati è salita. Non è da escludere che l'IA rimpiazzerà quei ruoli un tempo destinati ai professionisti a inizio carriera. Riteniamo che la Fed miri a riportare i tassi in territorio neutrale, un livello che non stimola né frena la crescita economica.

L'Investment Committee della Multi Asset Boutique non ha apportato modifiche all'asset allocation dopo che ha rivisto al rialzo le azioni europee, a luglio. Per i dettagli si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO <sup>4</sup>		NEUTRALE <sup>5</sup>	SOVRAPPESO <sup>6</sup>		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
<b>1</b> Liquidità			→			Restiamo neutrali sulla liquidità, avendo ridotto le nostre partecipazioni da sovrappeso a neutrale a luglio.
<b>2</b> Obbligazioni		→				Riteniamo che le azioni offrano rendimenti più interessanti delle obbligazioni e confermiamo il nostro sottopeso nel reddito fisso. Con la Fed che dovrebbe normalizzare la politica monetaria e tornare a un approccio neutrale ai tassi, i rendimenti potrebbero calare rispetto ai livelli attuali, anche se probabilmente ciò interesserà più quelli a breve termine. Questa dinamica potrebbe limitare i rendimenti dei titoli di Stato, nonostante un livello in generale relativamente interessante. Manteniamo il sottopeso nelle obbligazioni corporate IG e HY, mentre restiamo neutri sulle obbligazioni in valuta forte dei ME. Gli asset dei ME beneficiano di tassi USA più bassi e di un dollaro debole.
<b>3</b> Azioni				→		Manteniamo un leggero sovrappeso sull'azionario, supportati da nostre prospettive di crescita positive in un contesto di politiche monetarie e fiscali globali accomodanti. Esprimiamo il nostro sovrappeso sull'azionario attraverso l'allocazione in titoli dell'Eurozona, che abbiamo portato da neutrale a sovrappeso a luglio, e dei ME. Nell'Eurozona, l'outlook ciclico è migliorato grazie a stimoli fiscali più forti e tagli ai tassi da parte della BCE, mentre i policymaker iniziano ad affrontare problemi strutturali come la scarsità di investimenti e l'innovazione. I titoli dei ME beneficiano della nostra view ribassista sull'USD, del miglioramento del sentiment verso gli asset cinesi e di valutazioni interessanti.
<b>4</b> Oro			→			Restiamo neutrali sull'oro, che di recente ha superato il massimo storico di 3'500 USD/ oncia, sostenuto dalle aspettative degli investitori su possibili tagli dei tassi. La nostra visione neutrale riflette in parte il raffreddamento della domanda da parte delle banche centrali. Sebbene tale domanda continui a fornire un sostegno ai prezzi, gli acquisti sono scesi a 166 tonnellate nel secondo trimestre, rispetto alle 248 del primo (-33% trimestre su trimestre). In linea con questa tendenza, il World Gold Council ha tagliato di 100 tonnellate le previsioni di domanda da parte delle banche centrali per il 2025.
<b>5</b> Materie prime			→			In assenza di escalation geopolitiche, i prezzi del petrolio rimarranno sotto pressione. L'OPEC+ ha di recente annunciato un aumento della produzione di 547'000 bpd per settembre, portando a 2,5 milioni di barili la fornitura ripristinata dall'aprile scorso. L'offerta elevata supererà la domanda: la cosiddetta «driving season» negli USA termina a settembre, e la domanda cinese dei prossimi mesi appare incerta. I metalli industriali hanno interrotto il rally dopo che le minacce di dazi sul rame di Trump si sono rivelate meno severe del previsto. Manteniamo la nostra view neutrale sulle materie prime.
<b>6</b> Strategie alternative			→			Ribadiamo il posizionamento neutrale sui fondi alternativi e sull'immobiliare.

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

## 6 Mercato in sintesi

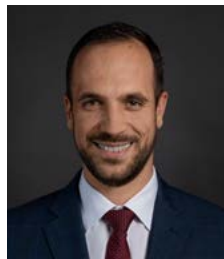


# Pressioni politiche vs politica monetaria

Di molte cose si può accusare il Presidente della Federal Reserve USA Jerome Powell – di aver sottovalutato l’inflazione nel 2021, di non aver alzato i tassi d’interesse con la necessaria rapidità tra il 2021 e il 2022 o di non averli ridotti abbastanza tempestivamente nel 2025 – ma di certo non di essere permaloso. Per la sua riluttanza a tagliare i tassi d’interesse, Powell è stato definito dal Presidente Donald Trump «un mulo ostinato<sup>8</sup>» e «una persona di intelligenza media» con «un basso QI per quello che fa<sup>9</sup>». Alla luce dei ripetuti tentativi di Trump di influenzare l’organo della Fed che decide sui tassi – sia minacciando di licenziare i governatori, sia arrivando addirittura a rimuoverli – è il momento di interrogarsi più a fondo sull’effettiva (in) dipendenza della banca centrale.



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



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Multi Asset Boutique, Vontobel

In un modo o nell’altro, le banche centrali sono sempre state create per rispondere a esigenze di natura politica, quantomeno in parte. La più antica al mondo, la svedese Riksbank (1668), nacque con il duplice scopo di finanziare il governo e fungere da camera di compensazione per il commercio<sup>10</sup>.

In quel periodo altre nazioni europee seguirono a ruota, ponendo le proprie banche centrali al servizio delle politiche pubbliche. La Bank of England (BoE), ad esempio, fu fondata nel 1694 principalmente per sostenere lo sforzo bellico dell’Inghilterra contro la Francia.

Agli inizi del XX secolo prese forma una nuova serie di banche centrali, focalizzate sulla prevenzione delle crisi e sul mantenimento della stabilità finanziaria. Tra queste banche «di seconda generazione» rientra la Federal

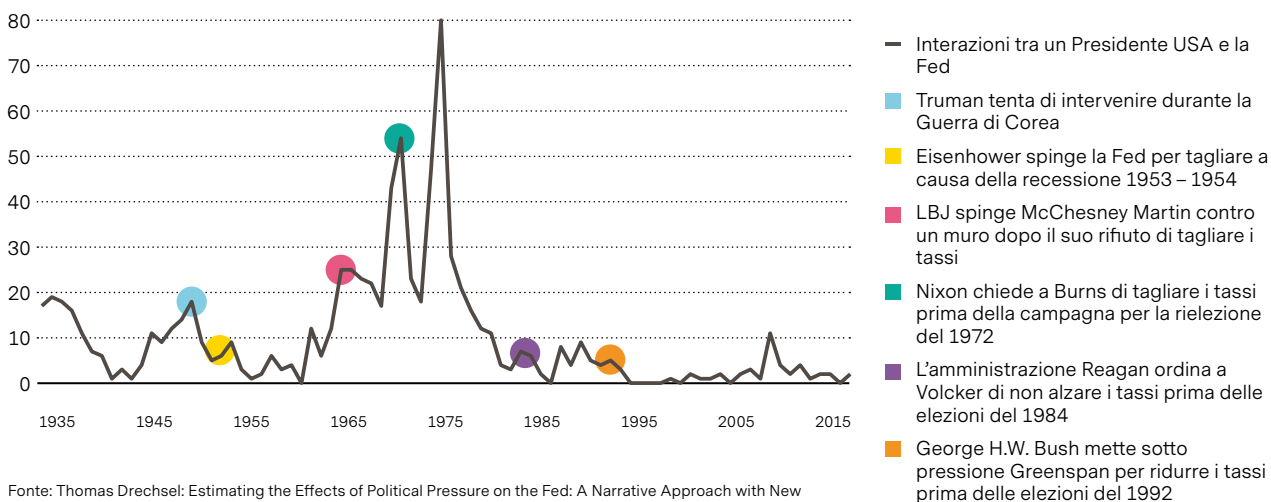
Reserve USA (Fed). Prima della sua istituzione, gli Stati Uniti erano spesso teatro di ondate di panico sui mercati, corse agli sportelli e fallimenti bancari: emblematico il Panico del 1907<sup>11</sup>, quando la Borsa di New York perse quasi il 50% del proprio valore rispetto al picco dell’anno precedente. In assenza di una banca centrale, furono magnati come J.P. Morgan e John D. Rockefeller a intervenire per stabilizzare il sistema finanziario. La dipendenza da capitali privati per garantire la stabilità nazionale spinse il Presidente Woodrow Wilson a firmare il Federal Reserve Act nel 1913. A un solo anno di distanza, la Fed venne già messa alla prova.

Durante la Prima guerra mondiale (1914 – 1918), infatti, ebbe la funzione di stabilizzare l’economia e supportare lo sforzo bellico. Per finanziare le spese militari furono emessi e collocati presso il pubblico i cosiddetti Liberty Bond. Al contempo, l’aumento della spesa pubblica e la maggiore domanda di beni esercitavano pressioni sui prezzi, che la Fed cercò di contenere intervenendo sui tassi d’interesse e le condizioni del credito, anche se gli strumenti a disposizione erano ancora limitati.

La Prima guerra mondiale segnò un punto di svolta nella politica monetaria. Molti paesi tra cui il Regno Unito, la Germania e la Francia abbandonarono il sistema aureo per stampare più moneta e finanziare una spesa più elevata. L’inflazione che ne derivò mise in evidenza i rischi legati all’assoggettamento delle banche centrali alle esigenze fiscali dei governi. Nel dopoguerra iniziò a diffondersi il concetto di indipendenza delle banche centrali, intesa come la necessità di definire politiche monetarie e tassi d’interesse senza interferenze politiche di breve periodo. Nonostante la crescente consapevolezza dell’im-

**Grafico 1: L'indipendenza della Fed è stata testata più volte, con un caso estremo negli anni Settanta**

Numero annuale di interazioni



Fonte: Thomas Drechsel: Estimating the Effects of Political Pressure on the Fed: A Narrative Approach with New Data (2024), Vontobel. Il periodo campione inizia con Franklin D. Roosevelt (1933) e termina con Barack Obama (2016). Le interazioni Presidente-Fed possono aumentare anche a causa di altri eventi, come le crisi geopolitiche.

portanza di questo concetto, il collasso economico degli anni Trenta e le esigenze emerse durante la Seconda guerra mondiale indussero i governi a riprendere le redini delle banche centrali, per gestire la disoccupazione e la deflazione durante la Grande Depressione o per finanziare la spesa pubblica in tempo di guerra. Con l'istituzione del sistema di Bretton Woods nel 1944, alle banche centrali fu assegnato un ruolo cruciale nel mantenimento della stabilità dei cambi. Data la necessità di preservare l'ancoraggio delle valute, la loro indipendenza rimase limitata.

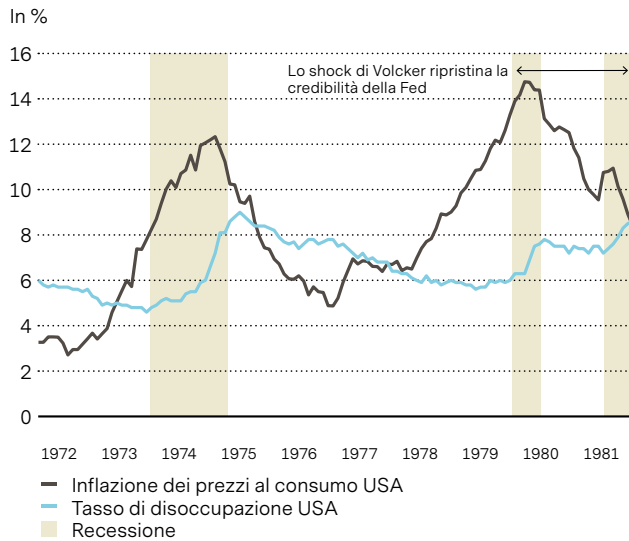
Nei decenni successivi, la pressione politica sulle banche centrali si intensificò, in particolare negli Stati Uniti (grafico 1). Nel 1951 il Presidente Harry Truman tentò di persuadere la Fed a porre un tetto ai rendimenti dei Treasury al fine di finanziare attivamente la partecipazione degli USA alla Guerra di Corea. Nel 1965 il confronto si spostò addirittura sul piano fisico: il Presidente Lyndon B. Johnson – che stava investendo nel programma «Great Society<sup>12</sup>» e nella Guerra del Vietnam – invitò l'allora Presidente della Fed William McChesney Martin nel suo ranch in Texas dove, a quanto sembra, lo mise al muro gridandogli: «I nostri ragazzi muoiono in Vietnam, e Bill Martin se ne frega<sup>13</sup>.» Il successore di Johnson – Richard Nixon – preferì un approccio più pubblico, con una vena di sarcasmo. Alla cerimonia di giuramento di Arthur Burns nel 1970, disse: «Rispetto la sua indipendenza. Tuttavia, mi auguro che arriverà a concludere, in maniera indipendente, che le

opinioni da seguire sono le mie<sup>14</sup>.» Determinato a ottenere il sostegno della Fed prima delle elezioni del 1972, Nixon convocò più volte Burns, facendo pressione affinché riducesse i tassi. Alla fine, Burns cedette, tagliando i tassi nonostante i rischi d'inflazione.

L'intervento del 1972 diede origine a quello che molti considerano uno dei capitoli più dolorosi della storia economica degli USA: un effimero boom preelettorale, seguito da un decennio di stagflazione – ossia una combinazione di crescita economica stagnante, elevata disoccupazione e forte inflazione che sfida la tradizionale teoria macroeconomica secondo cui l'inflazione e la disoccupazione si muovono in direzioni opposte. Per ripristinare la credibilità della Fed ci volle il cosiddetto «shock di Volcker» (1979–1982) (grafico 2): nominato Presidente della Fed nel 1979, Paul Volcker alzò aggressivamente il tasso sui Fed Fund dal 10% al 20% circa, innescando una doppia recessione. In quell'occasione Volcker resistette alle pressioni politiche sia del Presidente democratico Jimmy Carter, che lo aveva nominato, che del Presidente repubblicano Ronald Reagan che ereditò la recessione.

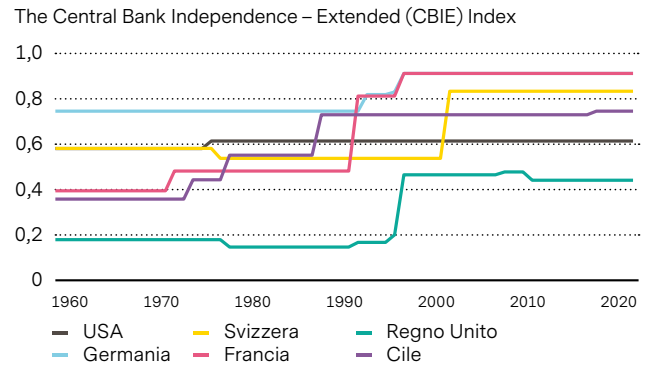
Dagli anni Novanta ai primi anni Duemila, le banche centrali entrarono in un'«epoca d'oro» e molte di esse ottennero maggiore indipendenza de jure<sup>15</sup> (grafico 3). Vari fattori contribuirono a questa svolta. Innanzitutto, diversi paesi introdussero riforme statutarie o trattati che san-

**Grafico 2: Il «decennio perduto» degli USA: crescita ridotta, forte inflazione, disoccupazione elevata**



Fonte: LSEG, Vontobel; periodo campione 1972 – 1981.

**Grafico 3: Negli ultimi decenni, molte banche centrali hanno ottenuto più indipendenza de jure**



Fonte: Davide Romelli, Professore associato Dipartimento di Economia presso Trinity College Dublin (2023). Nota: L'indice (da 0 a 1) misura l'indipendenza de jure delle banche centrali, assegnando un punteggio più alto alla maggiore indipendenza legale. Si fonda su sei pilastri (governatori e board, politica monetaria e risoluzione dei conflitti, obiettivi, limitazioni sui prestiti ai governi, indipendenza finanziaria, reporting e disclosure) e 42 criteri che valutano diversi aspetti tra cui chi nomina i governatori e i membri del board, la durata dei rispettivi mandati, le procedure di rinomina e rimozione, gli obiettivi statutari della banca centrale, chi ha l'autorità finale sulla politica monetaria e come la banca centrale rendiconta le sue attività.

civano esplicitamente l'indipendenza delle banche centrali. Ad esempio, il Trattato di Maastricht del 1992 mise nero su bianco l'indipendenza della BCE nella legislazione dell'UE.

Parallelamente, la Bank of England (BoE) acquisì l'indipendenza operativa per fissare i tassi d'interesse nel 1997 e la Banca Nazionale Svizzera (BNS) divenne indipendente nel 2000 con l'introduzione di un nuovo National Bank Act. Prima di allora, la BNS aveva già maturato ampia indipendenza operativa, ma priva di garanzie legali esplicite. In secondo luogo, i mandati divennero più chiari e circoscritti. L'adozione del cosiddetto «inflation targeting<sup>16</sup>» come quadro di riferimento chiave rappresentò uno degli sviluppi più rilevanti del periodo, perché consentì alle banche centrali di dare la priorità alla gestione dell'inflazione limitando così le possibilità di interferenza politica.

In terzo luogo, il mandato di molti governatori e membri dei board iniziò ad essere esteso e reso non rinnovabile, per isolarli dalla pressione politica: nel caso della BCE, ad esempio, i membri del Comitato Esecutivo – inclusi il Presidente e il Vicepresidente – hanno un mandato unico e non rinnovabile della durata di otto anni. Infine, le banche centrali iniziarono a valorizzare trasparenza e responsabilità per rafforzare la fiducia pubblica, rendendo disponibili i verbali delle riunioni e le previsioni economiche e organizzando regolarmente conferenze stampa.

Questo cambiamento segnò una chiara rottura rispetto al passato, ponendo fine a prassi consolidate come «mai spiegarsi, mai giustificarsi» o alla tendenza a «blaterare in modo incoerente<sup>17</sup>.»

Questi cambiamenti positivi non riguardarono solo i mercati sviluppati. Infatti, le economie dei mercati emergenti come il Cile sono l'esempio perfetto di come una crisi possa incentivare significativi progressi. All'inizio degli anni Settanta, il Cile fu penalizzato da una crescita economica fiacca, da deficit fiscali elevati e un'inflazione a tripla cifra, con tassi d'interesse reali in territorio negativo (ossia accomodante). La spinta del governo militare per una rapida deregolamentazione e liberalizzazione, insieme a un tasso di cambio sopravvalutato, innescò una profonda crisi economica e bancaria agli inizi degli anni Ottanta. La Banca Centrale del Cile ottenne l'indipendenza nel 1989 e adottò un regime di inflation targeting all'inizio degli anni Novanta: oggi è considerata una delle banche centrali più stabili e indipendenti della regione. Un altro esempio interessante è quello del Messico. Dopo un periodo di instabilità economica alla fine degli anni Ottanta, segnato da inflazione elevata e crisi del debito, il paese riformò la sua banca centrale nel 1994 attribuendole autonomia costituzionale e un mandato chiaro: dare la priorità alla stabilità dei prezzi. In modo analogo, la South African Reserve Bank (SARB) rafforzò progressivamente la propria indipendenza dopo decenni di turbo-



lenze, in particolare durante l'epoca dell'apartheid. Nel 2000 adottò un regime di inflation targeting, accrescendo la propria credibilità e l'efficacia della politica monetaria.

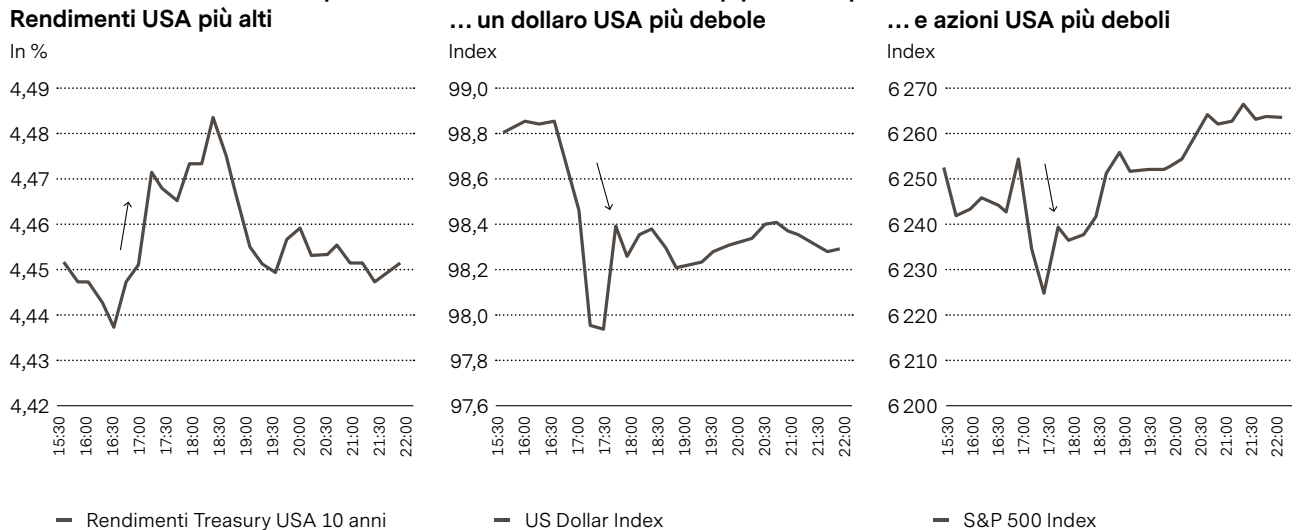
### **Meglio di prima, ma di nuovo a rischio**

Detto questo, è chiaro che il ruolo di molte banche centrali è cambiato di nuovo. Episodi come la Crisi finanziaria globale (2007–2009), la Crisi dell'Eurozona (2009–2010) e la Crisi del Covid-19 (2020) hanno forzato molte banche centrali ad assumere ruoli più ampi: non solo dovevano agire da «prestatori di ultima istanza» per stabilizzare le istituzioni finanziarie (es. attraverso i bailout), ma anche impiegare strumenti monetari non convenzionali – come il quantitative easing – per supportare la ripresa post-crisi. Queste dinamiche hanno contribuito a rendere più labile il confine tra politica monetaria e politica fiscale, poiché i governi hanno iniziato a dipendere in misura crescente dalle banche centrali per finanziare i deficit e stabilizzare i mercati. Questa dinamica emerge anche in alcune delle recenti dichiarazioni di Trump, che a giugno ha affermato: «se (la Fed) facesse il suo lavoro, il nostro paese risparmierebbe migliaia di miliardi di dollari di interessi passivi (...) pagheremmo l'1% di interesse, o meno<sup>18)</sup>»

Questa confusione di ruoli non riguarda solo gli USA. Nel 2020, la Presidente della BCE Christine Lagarde fu bersa-

glio di aspre critiche dopo aver introdotto alcune misure di emergenza per tutelare il sistema finanziario. La controversia non derivava tanto dalle misure adottate, quanto dal rifiuto della Presidente di proseguire lungo la linea del «whatever it takes» che il suo predecessore Mario Draghi aveva tracciato nel 2012 per salvare l'euro. Cosa accadde? Lagarde affermò «Non siamo qui per chiudere gli spread (...) ci sono altri strumenti per farlo e altri esperti incaricati a tal fine<sup>19)</sup>», riferendosi alla differenza di spread sui prestiti tra paesi fortemente indebitati come l'Italia e altri meno indebitati come la Germania. Il suo tentativo implicito di trasferire la responsabilità ai governi innescò un forte sell-off degli asset italiani. Tre anni dopo, la BoE (giuridicamente indipendente dal 1997) si trovò invischiata in una controversia di rilievo con il governo britannico. La causa? Qualche giorno prima della pubblicazione del «mini budget» del Cancelliere Kwasi Kwarteng che prevedeva GBP 45 miliardi di tagli fiscali non finanziati, la BoE cedette gilt per un valore di GBP 40 miliardi.

Con un'inflazione superiore al 10%, la prospettiva di tagli fiscali finanziati da debito innescò un sell-off nel mercato obbligazionario, aggravato dal fatto che i fondi pensione si trovarono a gestire richieste di garanzie collaterali sugli investimenti a leva sui gilt. Il Primo Ministro Liz Truss

**Grafico 4: Cosa è accaduto quando è emersa la notizia che Trump potrebbe presto licenziare Powell?**

Fonte: Bloomberg, Vontobel. Nota: Il 16 luglio 2025, le news hanno citato un funzionario non identificato della Casa Bianca secondo cui Trump potrebbe licenziare presto Jerome Powell. Orari indicati in Central European Summer Time (CEST).

chiese l'avvio di un'indagine sulle azioni della BoE e le dimissioni del Governatore Andrew Bailey.

Ironia della sorte, la stessa Truss si dimise per le conseguenti turbolenze. Perfino la BNS, spesso considerata una delle banche centrali più indipendenti al mondo, è sottoposta a una pressione politica crescente. I cantoni svizzeri, che ricevono una quota dei suoi profitti, hanno richiesto distribuzioni più elevate, dando la priorità agli utili finanziari a breve termine rispetto alla stabilità monetaria di lungo periodo. Inoltre, gli attivisti per il clima e i gruppi politici hanno invitato la BNS ad allineare le proprie politiche d'investimento con gli obiettivi ambientali, mettendone ulteriormente in discussione l'indipendenza.

La Turchia rappresenta un caso emblematico di come l'interferenza politica possa compromettere l'indipendenza di una banca centrale e destabilizzare l'economia. Sebbene la Banca Centrale della Repubblica di Turchia (CBRT) sia formalmente indipendente, il suo governatore può essere nominato o rimosso a discrezione del Presidente. Il Presidente Recep Tayyip Erdoğan, sostenitore della tesi non convenzionale secondo cui tagliare i tassi d'interesse contribuirebbe a contenere l'inflazione, ha licenziato cinque governatori della CBRT dal 2019, inclusa una nomina revocata appena due giorni dopo un aumento dei

tassi. Questo ha alimentato un'inflazione a doppia cifra, fughe di capitale e un'ampia dollarizzazione dell'economia.

#### **Torniamo ad oggi: il Presidente della Fed è a rischio?**

Le ripetute minacce di Trump di licenziare Powell, unite alla tendenza a licenziare altri funzionari pubblici, hanno sollevato il timore che il Presidente della Fed possa effettivamente essere rimosso dal suo incarico. I mercati finanziari hanno reagito con nervosismo ogniqualvolta le news hanno fatto menzione di tali minacce. Ad esempio, a metà luglio Bloomberg, citando un funzionario della Casa Bianca non identificato, ha segnalato che Trump sarebbe in procinto di licenziare Powell<sup>20</sup>.

Alla notizia, i rendimenti delle obbligazioni USA (che si muovono inversamente ai prezzi) sono saliti, il dollaro si è deprezzato e le azioni USA sono finite sotto pressione (grafico 4).

Attualmente, Trump non può allontanare Powell solo perché è in disaccordo con le sue view sulla politica monetaria. Il caso *Humphrey's Executor v. United States* (1935) della Corte Suprema ha stabilito che i funzionari delle agenzie indipendenti non possono essere rimossi dal Presidente senza «giusta causa», intendendo con ciò un atto illecito o una colpa grave. Sebbene la Corte

## 12 Mercato in sintesi

Suprema abbia recentemente confermato la facoltà di Trump di allontanare alcuni funzionari USA, ha tuttavia sottolineato che il rapporto tra il Presidente e la Fed è diverso rispetto a quello con altre agenzie indipendenti<sup>21</sup>. Pertanto Powell, di fatto, potrebbe essere legalmente tutelato. Di conseguenza, il consenso ritiene decisamente poco probabile un suo licenziamento nel 2025.

Al contempo, Trump e i suoi alleati hanno iniziato ad adoperarsi per cercare una «giusta causa». A metà luglio, il Direttore dell'Office of Management and Budget (OMB) Russel Vought ha inviato una lettera a Powell, criticandolo per aver superato il budget per la ristrutturazione della sede storica della Fed – anche se l'OMB non esercita alcuna supervisione sulla Fed, che finanzia le sue operazioni in maniera indipendente dal processo di approvazione delle spese del Congresso. Subito dopo, il Direttore della Federal Housing Finance Agency Bill Pulte ha dichiarato che il Congresso avrebbe potuto avviare un'inchiesta su Powell per le presunte «dichiarazioni ingannevoli<sup>22</sup>» rilasciate durante un'udienza al Senato a giugno.

Perfino il Segretario al Tesoro Scott Bessent – ritenuto da molti la voce della ragione – ha sollecitato un'indagine approfondita sul funzionamento e sull'efficacia della banca centrale. «Dobbiamo esaminare l'intera istituzione della Federal Reserve e valutare se abbia avuto successo» ha dichiarato Bessent a luglio<sup>23</sup>, e ha proseguito accusando la Fed di «fare allarmismo sui dazi» nonostante «ottimi dati sull'inflazione» esprimendo la sua frustrazione nei confronti di «tutti questi PhD qui dentro» che a suo avviso «non sono in grado di mettere in discussione una certa mentalità.» Se i mercati predittivi hanno ragione, tuttavia, Trump incontrerà qualche difficoltà nel perseguire Powell per «giusta causa». A metà agosto, la probabilità che Powell fosse incriminato a livello federale nel 2025 non superava il 10%.

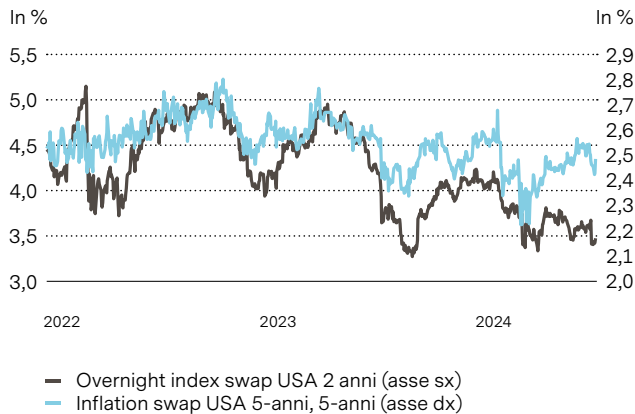
In quello che a nostro avviso sarebbe lo scenario più favorevole ai mercati, Trump consentirebbe a Powell di concludere il suo mandato come Presidente, in scadenza a maggio, per poi nominare qualcuno più allineato con le sue preferenze. Anche in questo scenario, tuttavia, Trump potrebbe doversi ancora scontrare con Powell in quanto membro votante del Federal Open Market Committee (FOMC). Powell, infatti, ha due diversi mandati: uno come Presidente (fino al 2026) e un altro come governatore del FOMC (fino al 2028). Detto questo, Powell potrebbe scegliere di lasciare il Board volontariamente alla scadenza del suo mandato di Presidente, come hanno fatto alcuni predecessori.

### **Gli investitori dovrebbero temere una Fed «troppo accomodante»?**

Per rispondere a questa domanda dobbiamo fare un passo indietro per analizzare la struttura del FOMC. Il comitato è composto da 12 membri: sette membri del Board of Governors e cinque dei 12 Presidenti delle Reserve Bank regionali. I governatori sono nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato per mandati scaglionati di 14 anni. Ogni due anni, il 1° febbraio dell'anno pari, un mandato giunge a scadenza. Il Presidente e il Vicepresidente sono nominati per mandati rinnovabili distinti della durata di quattro anni, ma devono essere governatori in carica. Dei cinque Presidenti della Reserve Bank, un seggio è permanente – quello del Presidente della Fed di New York – e gli altri quattro ruotano con cadenza annuale. In pratica, in un tipico mandato di quattro anni, un Presidente USA può nominare o rinominare direttamente in media due governatori. Nel caso di Trump si tratta del Presidente Jerome Powell (il cui mandato scade a maggio 2026) e della governatrice Adriana Kugler (gennaio 2026). Dopo le dimissioni a sorpresa della Kugler ad agosto, Trump ha incaricato come sostituto temporaneo Stephen Miran, l'attuale presidente del Council of Economic Advisors. Secondo Trump, Miran non succederà a Powell ma rimarrà in carica per ciò che resta del mandato della Kugler. A fine agosto, Trump ha cercato di ampliare la sua influenza sulla Fed. Dopo che un alleato vicino a Trump ha accusato la governatrice Lisa Cook di frode ipotecaria, Trump ha visto «motivo sufficiente» per ordinarne la rimozione. Cook ha però dichiarato di «non avere alcuna intenzione di farsi intimidire e dimettersi (...) per qualche domanda sollevata in un tweet». Il suo avvocato ha promesso di intraprendere tutte le azioni necessarie per fermare l'«atto illegale» di Trump<sup>24</sup>.

Stando alle aspettative del mercato, tre sono i possibili candidati al ruolo di Presidente della Fed. Il primo è Kevin Warsh, ex governatore del FOMC (2006–2011) che non solo era stato preso in considerazione come potenziale Presidente della Fed durante il primo mandato di Trump, ma anche come Segretario al Tesoro nel secondo. Alcuni osservatori ritengono che Trump abbia nominato Scott Bessent come Segretario al Tesoro per mantenere una porta aperta per la potenziale nomina di Warsh alla presidenza della Fed. Il secondo è Kevin Hassett, attuale Direttore del National Economic Council, che si è unito al coro di protesta nei confronti del progetto di ristrutturazione della sede della Fed. Il terzo è Christopher Waller, attuale membro del FOMC, distintosi di recente per aver supportato un taglio dei tassi di interesse a luglio.

### Grafico 5: Trump dovrebbe prestare attenzione ai mercati



Fonte: LSEG, Vontobel; all'11 agosto 2025.

Nota: Questo grafico mostra i tassi swap di mercato, non i dati di performance degli indici.

Non possiamo negare che il Presidente della Fed eserciti notevole influenza sull'orientamento e il programma del FOMC, e in accoppiata con governatori più dovish potrebbe spingere per una politica monetaria più accomodante. Tuttavia sono in atto alcuni meccanismi di bilanciamento e controllo reciproco che a nostro avviso impedirebbero a Trump di selezionare candidati troppo dovish o «non ortodossi».

Il primo è il processo di conferma al Senato, che svolge una fondamentale funzione di controllo. Durante il primo mandato Trump, il Senato si oppose alla nomina di Judy Shelton per una posizione da governatore. Shelton, economista nota per le sue view non convenzionali sulla politica monetaria, aveva spinto per ancorare il dollaro USA all'oro suggerendo che la Fed avrebbe dovuto essere meno indipendente. In quell'occasione, anche tre Senatori repubblicani si unirono ai democratici per votare contro la sua nomina. Quando si tratterà di confermare il Presidente della Fed, ci aspettiamo una vigilanza ancora più rigida da parte del Senato.

A parte queste due posizioni, Trump ha poca influenza sugli altri Presidenti della Reserve Bank, le cui nomine sono totalmente fuori dal suo controllo: i Presidenti sono infatti assunti dai rispettivi Consigli di Amministrazione

(ciascuna Reserve Bank ha il suo), indipendenti dalle entità sottoposte a controllo. Solo tre dei Presidenti della Reserve Bank hanno incarichi in scadenza durante il mandato Trump, e nessuno prima del 2028. Gli altri hanno incarichi che si protraggono oltre il 2030, ben dopo la scadenza dell'attuale mandato Trump.

### Quando potrebbe essere annunciato il nuovo Presidente della Fed?

Da quando il cinque volte Presidente della Fed Alan Greenspan ha lasciato la carica, i successori sono generalmente stati annunciati circa 4,5 mesi prima della scadenza del mandato del Presidente in carica. Nel caso di Powell, quindi, l'annuncio potrebbe arrivare all'inizio del 2026.

Le tempistiche potrebbero essere rilevanti per i mercati finanziari. Se un successore verrà indicato prima – ad esempio nell'autunno 2025 – i mercati potrebbero iniziare a scontare un possibile calo dei costi di finanziamento, anche mentre Powell è ancora in carica.

### Trump dovrebbe forse prestare attenzione ai mercati

Ironicamente, più Trump metterà sotto pressione la Fed e il suo Presidente, meno probabile è che otterrà un calo dei costi di finanziamento. Perché? Molte delle sue dichiarazioni, tra cui «la gente non è in grado di acquistare una casa perché questo (Powell) è un testone (...) e tiene i tassi troppo alti<sup>25</sup>» si scontrano con la realtà dell'economia. I tagli dei tassi d'interesse della Fed non si traducono automaticamente in un calo dei tassi sui mutui. Il classico mutuo a 30 anni a tasso fisso è determinato non tanto dal tasso overnight della Fed quanto dai rendimenti dei Treasury a lunga scadenza. Per questo, maggiore è l'influenza politica percepita sulla politica monetaria statunitense, più volatile potrebbe divenire l'inflazione – e più alta la remunerazione che gli investitori chiederanno per investire a lungo termine negli USA (generalmente sotto forma di rendimenti obbligazionari più elevati.) Allo stato attuale, le aspettative sull'inflazione del mercato – misurate dagli swap 5 anni / 5 anni<sup>26</sup> – stanno recuperando terreno, a dimostrazione che i mercati scontano già un certo rischio (grafico 5).

A nostro avviso, Trump farebbe bene a monitorare i segnali del mercato. Se non lo farà, gli investitori potrebbero decidere di ridurre l'esposizione agli asset statunitensi e incrementare l'allocazione agli strumenti alternativi come l'oro. Il metallo giallo ha registrato una performance straordinariamente positiva durante la stagflazione degli anni Settanta, in una corsa che si è arrestata solo quando i rialzi aggressivi di Paul Volcker hanno ripristinato la fiducia del mercato nell'indipendenza della Fed.

# Occhi puntati sulla Fed con i mercati che chiedono tagli



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

**A luglio, con l'inflazione al di sopra del target e il blocco delle assunzioni, la Fed ha lasciato i tassi di interesse invariati. L'incertezza sui dazi e il dibattito sul tasso neutro hanno inizialmente reso i policymaker cauti nel segnalare tagli dei tassi a breve termine, sebbene Powell abbia aperto a questa possibilità durante il simposio di Jackson Hole.**

A luglio, Powell ha notato motivi leggermente più solidi per un allentamento rispetto a giugno; due funzionari hanno votato per un taglio, ma la politica è rimasta moderatamente restrittiva. I dati restano misti: crescita in rallentamento, disoccupazione in aumento, inflazione sotto target e nuovi dazi che potrebbero aggiungere pressione. I mercati speravano in indicazioni di tagli, considerati praticamente certi dopo i commenti accomodanti di Powell. Tuttavia, il quadro dei rischi resta incerto. Non è chiaro l'impatto dei dazi sull'inflazione e lo stesso tasso neutro (il livello per una crescita e un'inflazione stabili) è oggetto di discussione. Le stime della Fed oscillano tra il 2,5% - 3,9%, rispetto al 3% ipotizzato dagli investitori. Un taglio dei tassi prematuro, prima del ritorno dell'inflazione al target e di un ulteriore indebolimento del lavoro, sarebbe controproducente. La Casa Bianca preme per

tagli più forti, ma i dati non lo giustificano. Più realistico un taglio a settembre, dati i segnali di mercato del lavoro più debole ma con salari in crescita; non vediamo quindi motivi di allarme.

La storia avverte contro l'ingerenza politica: la ricerca del macroeconomista Thomas Drechsel<sup>27</sup> mostra che una pressione politica continua, come agli inizi degli anni '70, può far salire i prezzi di circa il 7% in un decennio senza benefici duraturi sulla produzione<sup>28</sup>.

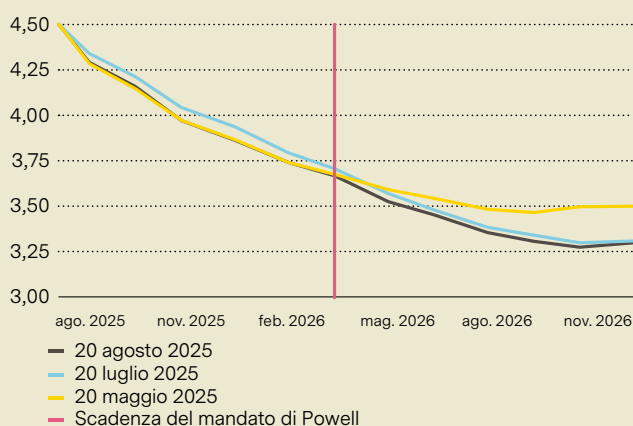
Nell'attuale contesto di elevato indebitamento e rapida evoluzione, i costi potrebbero farsi sentire prima. I mercati confidano nella tenuta di Powell, una fiducia basata sull'indipendenza della Fed. I futures mostrano pochi cambiamenti nel percorso dei tassi atteso dalla Fed rispetto a giugno, ma prevedono più allentamenti dopo il meeting finale di Powell ad aprile 2026 (grafico 1).

## Spread stretti, cuscini ridotti

Il credito IG è estremamente compresso, con spread intorno a 73 punti base sui Treasury USA, il livello più basso degli ultimi quasi 30 anni (grafico 2): ciò riflette i bilanci più solidi, le speranze di allentamento della Fed, utili in miglioramento, il basso rischio di recessione percepito e una domanda robusta, fattori che mantengono interessanti i rendimenti complessivi nonostante gli spread ridotti. Il problema è che le valutazioni offrono poco margine di sicurezza se la crescita rallenta, mentre i dazi sono ai massimi da decenni e alcuni dati sul lavoro mostrano segnali di debolezza. I mercati del credito segnalano tranquillità, mentre quelli dei tassi mostrano maggiore prudenza, riducendo il margine di sicurezza in caso di delusione della crescita.

**Grafico 1: I mercati che scontano tagli più importanti dopo il meeting finale di aprile.**

Tasso implicito sui Fed Fund, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 agosto 2025.

**Grafico 2: Gli spread creditizi USA ai minimi da decenni, senza margine di sicurezza**

Spread delle obbligazioni corporate investment grade USA, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; al 20 agosto 2025.

# Scalare il muro della paura



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

**In quello che è solitamente un tranquillo periodo estivo, le azioni hanno continuato a scalare il «muro della paura», con la maggior parte degli indici regionali che hanno toccato massimi storici nelle valute locali.**

Il sentiment rialzista si fonda su una solida stagione degli utili del T2, guidance positiva, l'allentamento delle incertezze sui dazi, l'aspettativa di tagli dei tassi a settembre, i cambi ai vertici previsti per la Fed e gli stimoli fiscali attesi per il 2026, in grado di rilanciare gli EPS aziendali come nel 2018 (grafico 1). La stagione degli utili ha riservato sorprese positive, con effetti minimi dei dazi, segnando un punto di svolta nel momentum (grafico 2) e suggerendo che le revisioni precedenti potrebbero essere state troppo pessimistiche. In futuro, è probabile che le sorprese sugli utili giochino saranno decisive nella performance azionaria, viste le valutazioni elevate.

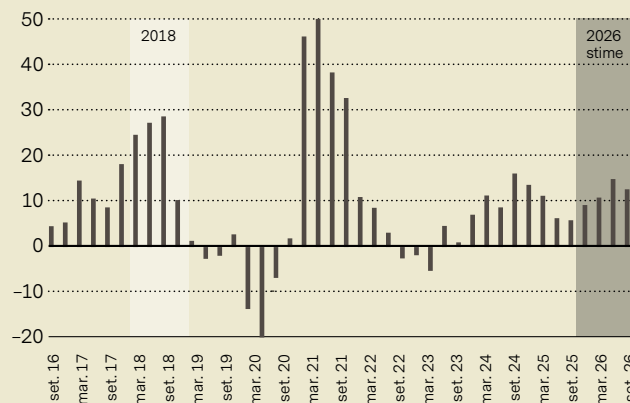
L'inflazione rimane fondamentale per l'andamento delle azioni. Ogni mese, miliardi di dollari in dazi pesano sull'economia USA, ma chi paga davvero il conto? L'impatto sui prezzi al consumo è più graduale del previsto: i dazi, infatti, non ricadono automaticamente sui consumatori, ma il loro impatto dipende da fattori come posizionamento

competitivo, elasticità della domanda, modello di distribuzione, ritardi temporali, struttura della catena di valore. Ciò emerge dai dati del PPI<sup>29</sup> USA, dove gli importatori assorbono il primo impatto comprimendo i margini, e dalla debole correlazione storica tra PPI e IPC<sup>30</sup> USA, che evidenzia come i prezzi alla produzione non siano un indicatore affidabile dell'inflazione al consumo. Le società possono compensare i dazi con scorte anticipate, assorbimento temporaneo dei margini, diversificazione delle supply chain, riprogettazione di prodotti e catene del valore e, solo come ultima risorsa, trasferimento selettivo dei costi. I recenti utili dei principali superstore USA confermano questa dinamica. I dazi si manifesteranno quindi nell'inflazione dei prezzi al consumo? Sì, e il 3T potrebbe mostrare un'accelerazione, ma la trasmissione complessiva sarà moderata, parziale e temporanea, distribuita tra i settori e diluita nel tempo. I servizi, che costituiscono il 70%–80% dell'IPC, restano protetti, mentre più a rischio sono i beni di consumo come elettronica, giocattoli, auto e componenti.

Nei prossimi trimestri i dazi potranno aumentare la volatilità dei dati dell'IPC, riaccendendo lo scontro tra Fed e Trump, con Powell restio a tagliare i tassi. A differenza del 2021–23, tuttavia, non osserviamo danni strutturali alle catene di valore, ma riteniamo le contrazioni di mercato delle opportunità per aumentare l'esposizione azionaria.

**Grafico 1: Il Tax Cuts and Jobs Act del 2017 ha alimentato la crescita degli EPS nel 2018**

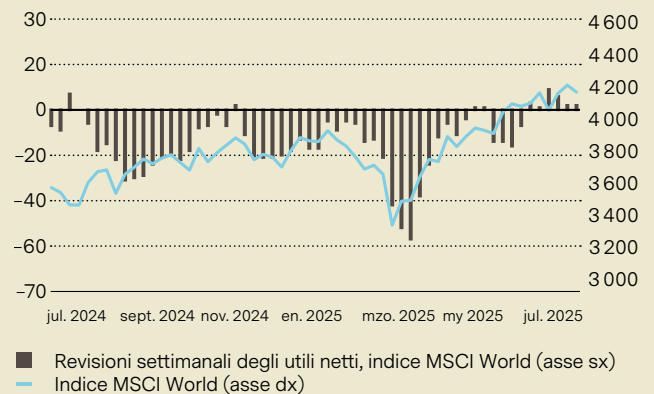
In % e in valuta locale



Fonte: Bloomberg, Vontobel; al 22 agosto 2025.

**Grafico 2: Le revisioni positive degli utili nei mercati sviluppati hanno superato quelle negative nel Q2**

Revisioni globali degli utili, in %\*



\*La percentuale di revisioni al rialzo degli utili per azione (EPS) meno la percentuale di revisioni al ribasso, confrontata con l'indice azionario globale.

Fonte: Bloomberg, Vontobel; al 22 agosto 2025. Solo a scopo illustrativo.

# Inflazione della carne



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

**Negli USA, i prezzi dei bovini hanno raggiunto massimi storici nel 2025 (grafico 1), a causa dei tre fattori che solitamente fanno salire i prezzi delle materie prime agricole: siccità, malattie e domanda.**

Alla base dell'aumento dei prezzi della carne negli USA c'è la contrazione pluriennale della mandria bovina statunitense. I crescenti costi di produzione e le gravi siccità in Stati chiave come Texas, Oklahoma, e Kansas, sede di circa un terzo delle vacche da carne, hanno spinto gli allevatori a ridurre drasticamente le mandrie. Secondo il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA), il numero di capi bovini a livello nazionale è ai livelli più bassi dagli inizi degli anni '60 (grafico 2). Ai problemi di approvvigionamento si è aggiunta la chiusura del confine col Messico alle importazioni di bestiame per il ritorno della cosiddetta «mosca assassina<sup>31</sup>». Il parassita depone le uova nelle ferite degli animali a sangue caldo, causando spesso la morte quando le larve si nutrono dei tessuti vivi<sup>32</sup>. Negli anni '50, la mosca devastò intere mandrie bovine, provocando gravi perdite economiche. Il Messico, che fornisce oltre un milione di bovini da ingrasso l'anno, ha subito diverse epidemie riducendo le esportazioni verso gli USA nel 2025. Il confine resta chiuso e l'USDA riesaminerà

mensilmente la sospensione in base ai progressi nell'eradicazione del parassita.

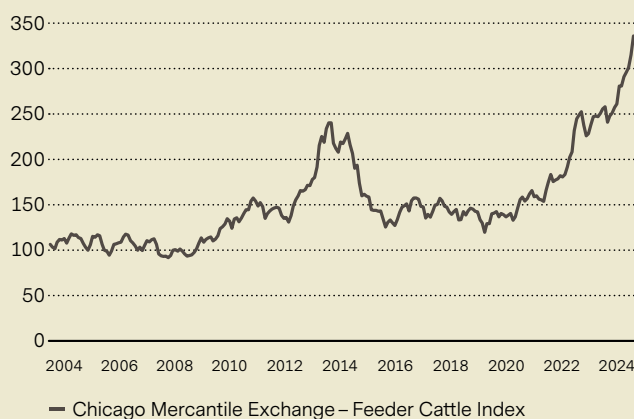
I blitz dell'Agenzia statunitense per l'immigrazione e le dogane (ICE) in fattorie e macelli, per individuare lavoratori senza autorizzazione hanno ulteriormente interrotto le attività. Intanto la domanda di carne bovina resta alta. Per i mercati finanziari, i prezzi in crescita del bestiame contribuiscono all'inflazione alimentare: cala l'energia, ma l'inflazione delle proteine, guidata dalla carne, mantiene elevati i prezzi dei generi alimentari.

La soluzione più naturale potrebbero essere condizioni climatiche favorevoli, che aumentino il foraggio e favoriscano la ricostituzione delle mandrie. Anche l'atteso raccolto record di mais potrebbe sostenere l'offerta di mangimi, abbassando i costi. Programmi statali, come l'assistenza d'emergenza per le aree colpite da siccità, potrebbero poi incoraggiare le attività di reintegro delle mandrie. In ultimo, le maggiori importazioni da altri Paesi potrebbero contribuire a ribilanciare la fornitura statunitense. Tuttavia, queste misure non risolverebbero il problema della ridotta consistenza delle mandrie e potrebbero non essere politicamente auspicabili.

Nel breve termine, la situazione potrebbe peggiorare prima di migliorare. La ricostituzione del patrimonio bovino richiede anni; inoltre, quando gli allevatori trattengono le manze destinate al macello per far crescere le mandrie, la produzione rallenta temporaneamente. Questa riduzione dell'offerta farà probabilmente salire ancora i prezzi, prima che tornino a diminuire.

**Grafico 1: I prezzi dei bovini negli USA hanno raggiunto massimi storici**

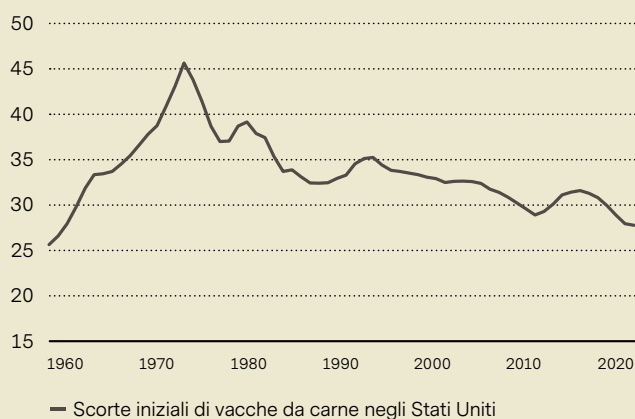
In dollari USA per punto



Fonte: Chicago Mercantile Exchange, Vontobel; al 19 agosto 2025.

**Grafico 2: Fornitura ridotta: la mandria più piccola degli ultimi decenni**

In migliaia



Fonte: LSEG, Vontobel; al 19 agosto 2025.

# Dazi e resilienza USA pesano sulle prospettive a breve dell'euro



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

**L'outlook ciclico dell'euro è stato segnato dai dazi e dalla persistente forza dell'economia USA; le tendenze di mercato indicano tuttavia che resta invariato lo scenario rialzista a lungo termine nei confronti del dollaro, con il rischio principale rappresentato da un'economia USA più forte del previsto.**

Lo scorso anno, il rally del dollaro è stato alimentato dalla robusta crescita USA e dalle ripetute revisioni al rialzo del PIL; il momentum si è però affievolito nel 2025: l'indice del dollaro USA ha perso circa l'11% nella prima metà dell'anno, ponendo fine al rialzo iniziato nel 2010 che aveva garantito un guadagno cumulato di circa il 40% fino al 2024. Nel 1985, la flessione del dollaro seguì l'Accordo del Plaza, quando le principali economie coordinarono un indebolimento della valuta statunitense dopo un periodo di estrema forza. Entro il 21 agosto, l'USD aveva tuttavia già recuperato parte delle perdite di quest'anno, sebbene l'entità del calo inviti al confronto con l'inversione del 1985 dopo l'Accordo del Plaza (grafico 1).

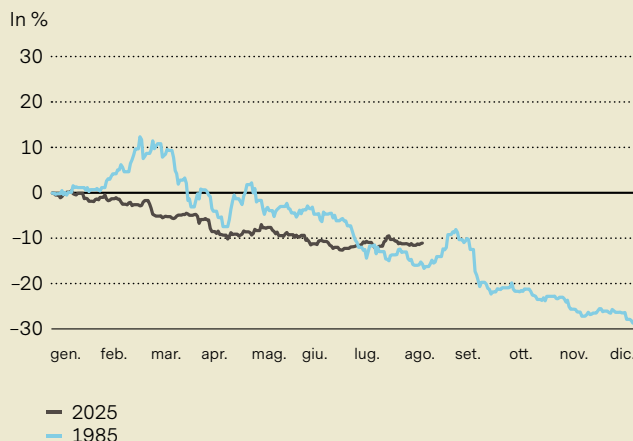
Un dazio USA del 15% sull'UE, unito a un euro più forte, rende gli esportatori dell'Eurozona più vulnerabili. A nostro avviso, il vero rischio non è la debolezza europea, ma il

rimbalzo dell'economia USA. Il consensus sulla crescita USA è sceso dal 2,3% all'1,5% per il 2025 e dal 2% all'1,7% per il 2026; le previsioni per l'Eurozona si sono mantenute intorno all'1% (grafico 2). Con la debolezza europea già scontata, il fattore decisivo resta rappresentato dai dati USA. Le prossime pubblicazioni saranno ora al centro delle prospettive per EUR/USD. Resta invariato il nostro approccio di lungo termine: strutturalmente ottimista sull'euro, con il principale rischio in una crescita USA superiore alle attese.

In Svizzera, i dazi potrebbero pesare sulla crescita, ma le prospettive del franco svizzero si basano sul suo ruolo di bene difensivo, che mantiene invariato lo scenario rialzista a lungo termine. L'inflazione resta sul limite inferiore dell'intervallo 0-2% della BNS e nei prossimi mesi oscillerà probabilmente vicina allo zero. Si prevede un certo recupero solo a fine 2025, man mano che gli effetti base svaniscono e l'impatto dei dazi si farà sentire. È improbabile che i dati attuali influenzino l'orientamento della BNS, i cui funzionari restano focalizzati sul franco, consapevoli che un ulteriore apprezzamento potrebbe rapidamente cancellare il modesto aumento dei prezzi.

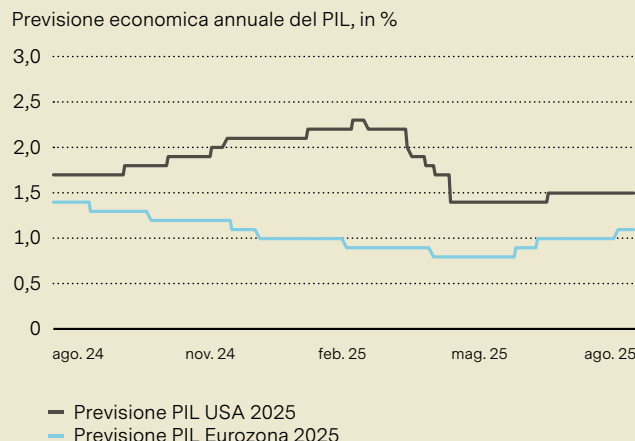
Ad agosto, il dazio a sorpresa del 39% sulle esportazioni svizzere in USA ha inizialmente provocato un breve sell-off del franco. Se una simile imposizione può pesare sulle prospettive di crescita della Svizzera, esso non determina il corso del franco, la cui forza non deriva infatti tanto dai fondamentali domestici o dai differenziali di tasso, quanto dal ruolo di copertura strutturale. Con il ritorno dell'attenzione alla diversificazione e la riaffermazione dei temi legati alla de-dollarizzazione, il suo fascino difensivo resta, a nostro avviso, più forte che mai.

**Grafico 1: Il peggior inizio anno per il dollaro da decenni ricorda il crollo dell'era Plaza**



Fonte: LSEG, Vontobel; al 21 agosto 2025.

**Grafico 2: Aspettative di crescita convergenti per UE e USA**



Fonte: LSEG, Vontobel; al 21 agosto 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.

<b>PIL (IN %)</b>	<b>2024<sup>1</sup></b>	<b>ATTUALE<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2025</b>	<b>CONSENSUS 2026</b>	
Globale (G20)	3,0	2,9	2,2	2,4	
Eurozona	0,9	1,4	1,1	1,1	
USA	2,8	2,0	1,6	1,7	
Giappone	0,1	1,2	1,0	0,8	
Regno Unito	0,9	1,2	1,2	1,1	
Svizzera	1,4	1,9	1,1	1,4	
Australia	1,0	1,3	1,6	2,2	
Cina	5,0	5,2	4,8	4,2	

<b>INFLAZIONE</b>	<b>2024<sup>2</sup></b>	<b>ATTUALE<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2025</b>	<b>CONSENSUS 2026</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 2025<sup>5</sup></b>
Eurozona	2,4	2,0	2,1	1,9	↓
USA	3,0	2,7	2,8	2,7	↓
Svizzera	1,1	0,2	0,2	0,6	→

<b>TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)</b>	<b>2024</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI<sup>5</sup></b>
EUR (tasso di deposito)	3,00	2,00	1,81	1,83	↓
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	4,50	4,50	4,05	3,55	↓
CHF	0,50	0,00	-0,09	-0,07	↓

<b>RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)</b>	<b>2024</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI<sup>5</sup></b>
EUR (Germania)	2,37	2,75	2,68	2,83	↓
USD	4,57	4,31	4,29	4,19	↓
CHF	0,33	0,33	0,43	0,54	↓

<b>TASSI DEI CAMBI</b>	<b>2024</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI<sup>5</sup></b>
CHF per EUR	0,94	0,94	0,94	0,95	↑
CHF per USD	0,91	0,81	0,81	0,81	↓
USD per EUR	1,04	1,16	1,18	1,20	↑

<b>MATERIE PRIME</b>	<b>2024</b>	<b>ATTUALE</b>	<b>CONSENSUS A 3 MESI</b>	<b>CONSENSUS A 12 MESI</b>	<b>PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI<sup>5</sup></b>
Brent, USD per barile	21	67	64	65	→
Oro, USD per oncia troy	2'625	3'341	3'325	3'280	→
Rame, USD per tonnellata metrica	8'768	9'721	9'500	9'750	↓

Nota: Le opinioni sono aggiornate a agosto 2025. Soggette a modifiche senza preavviso.  
Le previsioni non costituiscono garanzia di risultati futuri.

<sup>1</sup> Soggetto a revisioni (ad esempio, potenziali revisioni dei dati del Q4)

<sup>2</sup> Ultimo trimestre disponibile

<sup>3</sup> Soggetto a revisioni

<sup>4</sup> Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

<sup>5</sup> ↑ 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, 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

- <sup>1</sup> Per dot plot si intende un grafico rilasciato dalla Fed che mostra dove ciascun funzionario della Fed prevede che saranno i tassi di interesse in futuro. Ogni punto rappresenta la proiezione di ciascun policymaker.
- <sup>2</sup> Fonte: articolo di Forbes pubblicato il 19 agosto 2025. [forbes.com/sites/saradorn/2025/08/19/trumps-approval-rating-at-record-low-as-most-say-hes-too-close-to-putin/](https://forbes.com/sites/saradorn/2025/08/19/trumps-approval-rating-at-record-low-as-most-say-hes-too-close-to-putin/)
- <sup>3</sup> Fonte: Report della National Foundation for American Policy, pubblicato il 1° agosto 2025. [nfa.com/wp-content/uploads/2025/08/Labor-Force-Analysis-for-July-2025-DAY-OF-RELEASE.2025.pdf](https://nfa.com/wp-content/uploads/2025/08/Labor-Force-Analysis-for-July-2025-DAY-OF-RELEASE.2025.pdf)
- <sup>4</sup> «Sottopeso» significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee attribuisce una preferenza inferiore a una classe di attivi o a una sotto-classe di attivi. Ciò riflette la convinzione che la classe di attivi sia meno attraente rispetto ad altre nell'attuale contesto di mercato. Non si tratta di una raccomandazione ad evitare completamente l'attivo, ma di un'indicazione a ridurre l'allocazione.
- <sup>5</sup> «Neutrale» significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee non attribuisce né una preferenza superiore né inferiore a una classe di attivi o a una sotto-classe di attivi. Ciò riflette una visione equilibrata, secondo la quale ci si attende che la classe di attivi performi in linea con la sua performance storica o con la media di mercato. Non si tratta di una raccomandazione ad agire, ma di un'indicazione a mantenere l'attuale allocazione.
- <sup>6</sup> «Sovrappeso» significa che il Vontobel Multi Asset Investment Committee attribuisce una preferenza superiore a una classe di attivi o a una sotto-classe di attivi. Ciò riflette la convinzione che la classe di attivi sia più attraente rispetto ad altre nell'attuale contesto di mercato. Non si tratta di una raccomandazione a investire massicciamente, ma di un'indicazione ad aumentare l'allocazione.
- Le classificazioni «Sottopeso», «Neutrale» e «Sovrappeso» rappresentano valutazioni interne del comitato di investimento e non devono essere intese come raccomandazioni per i singoli investitori né come un invito all'azione. Riflettono semplicemente la visione di Vontobel sullo sviluppo atteso del valore di una specifica classe di attivi. Queste valutazioni vengono diffuse esclusivamente a scopo informativo a un pubblico più ampio e non sono adattate a un determinato gruppo di clienti.
- <sup>7</sup> Si riferisce al periodo che va dal Memorial Day (fine maggio) al Labor Day (inizio settembre), quando gli Americani guidano in genere di più.
- <sup>8</sup> Fonte: articolo Reuters pubblicato il 1° agosto 2025. [reuters.com/world/us/trump-fed-board-should-assume-control-if-powell-wont-lower-interest-rates-2025-08-01/](https://reuters.com/world/us/trump-fed-board-should-assume-control-if-powell-wont-lower-interest-rates-2025-08-01/)
- <sup>9</sup> Fonte: articolo Fox Business pubblicato il 25 giugno 2025. [foxbusiness.com/economy/trump-slams-fed-chair-powell-not-cutting-rates-average-mentally-person](https://foxbusiness.com/economy/trump-slams-fed-chair-powell-not-cutting-rates-average-mentally-person)
- <sup>10</sup> Fonte: The Federal Reserve Bank of Cleveland, «A Brief History of Central Banks», pubblicato il 1 dicembre 2007. [clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2007/07/01/a-brief-history-of-central-banks](https://clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2007/07/01/a-brief-history-of-central-banks)
- <sup>11</sup> Il Panico del 1907 fu una crisi finanziaria degli USA innescata da un tentativo fallito di speculazione sul mercato del rame, che determinò la corsa alle banche e il crollo della fiducia nelle istituzioni finanziarie. Mise in luce i punti deboli del sistema bancario portando alla creazione della Federal Reserve USA.
- <sup>12</sup> Serie di programmi attuati negli anni Sessanta per eliminare la povertà e ridurre le discriminazioni razziali. Ha favorito l'istruzione, la sanità, l'immobiliare e la tutela dei diritti civili negli USA.
- <sup>13</sup> Fonte: Sebastian Mallaby (2016): The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan.
- <sup>14</sup> Fonte: The American Presidency Project, trascrizione delle dichiarazioni di Nixon, [presidency.ucsb.edu/documents/remarks-the-swearing-in-of-arthur-f-burns-chairman-the-board-governors-the-federal-reserve](https://presidency.ucsb.edu/documents/remarks-the-swearing-in-of-arthur-f-burns-chairman-the-board-governors-the-federal-reserve)
- <sup>15</sup> Indipendenza de jure significa che le banche centrali hanno autonomia legale per prendere decisioni di politica monetaria senza interferenze politiche dirette.
- <sup>16</sup> L'inflation targeting è un quadro di riferimento nell'ambito del quale la banca centrale fissa un target o un intervallo specifico per il tasso d'inflazione e impiega i tassi d'interesse e altri strumenti di politica monetaria per raggiungere questo target. L'obiettivo primario è mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo, contribuendo a incentivare la crescita e la stabilità economica. Le banche centrali che adottano l'inflation targeting tipicamente rendono pubblici i loro obiettivi d'inflazione, si impegnano alla trasparenza e si assumono la responsabilità delle loro decisioni.
- <sup>17</sup> Si considerino, ad esempio, il Governatore della Bank of England Montagu Norman che conìò il motto «Mai spiegare, mai giustificarsi», o Alan Greenspan – ben cinque volte Presidente della Fed – che dichiarò «da quando sono diventato un banchiere centrale, ho imparato a blaterare in modo incoerente. Se dovessi risultare particolarmente chiaro, probabilmente avete frainteso ciò che ho detto.»
- <sup>18</sup> Fonte: articolo Sky News pubblicato il 30 giugno 2025. [news.sky.com/story/trump-takes-aim-at-fed-chair-jerome-powell-again-and-says-he-should-be-ashamed-13390649](https://news.sky.com/story/trump-takes-aim-at-fed-chair-jerome-powell-again-and-says-he-should-be-ashamed-13390649)
- <sup>19</sup> Fonte: articolo Politico, pubblicato il 13 marzo 2020. [politico.eu/article/christine-lagarde-corona-blunder-ecb/](https://politico.eu/article/christine-lagarde-corona-blunder-ecb/)
- <sup>20</sup> Fonte: articolo Bloomberg pubblicato il 16 luglio 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/trump-likely-to-fire-powell-soon-white-house-official-says](https://bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/trump-likely-to-fire-powell-soon-white-house-official-says)
- <sup>21</sup> Fonte: Corte Suprema degli Stati Uniti d'America, pubblicato il 22 maggio 2025. [documentcloud.org/documents/25951855-24a966-order/](https://documentcloud.org/documents/25951855-24a966-order/)
- <sup>22</sup> Fonte: articolo Bloomberg pubblicato il 17 luglio 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/pulte-confident-congress-will-probe-powell-over-renovations](https://bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/pulte-confident-congress-will-probe-powell-over-renovations)
- <sup>23</sup> Fonte: intervista CNBC pubblicata il 21 luglio 2025. [cnbc.com/2025/07/21/treasury-secretary-bessent-calls-for-a-review-of-the-entire-federal-reserve.html](https://cnbc.com/2025/07/21/treasury-secretary-bessent-calls-for-a-review-of-the-entire-federal-reserve.html)
- <sup>24</sup> Fonte: articolo Reuters, pubblicato il 27 agosto 2025. [reuters.com/business/finance/fed-governor-cook-will-sue-keep-her-job-trump-mulls-replacement-2025-08-26/](https://reuters.com/business/finance/fed-governor-cook-will-sue-keep-her-job-trump-mulls-replacement-2025-08-26/)
- <sup>25</sup> Fonte: articolo The Guardian pubblicato il 18 luglio 2025. [theguardian.com/business/2025/jul/18/trump-calls-fed-chair-a-numbskull-who-makes-it-difficult-for-people-to-buy-a-house](https://theguardian.com/business/2025/jul/18/trump-calls-fed-chair-a-numbskull-who-makes-it-difficult-for-people-to-buy-a-house)
- <sup>26</sup> Uno swap su tassi d'interesse che inizia cinque anni da oggi e dura cinque anni.
- <sup>27</sup> Thomas Drechsel è un macroeconomista e professore assistente presso il Dipartimento di Economia della University of Maryland; è inoltre affiliato di ricerca presso il Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- <sup>28</sup> Fonte: Documento di ricerca di Thomas Drechsel, «Political Pressure on the Fed», pubblicato il 30 luglio 2025. [econweb.umd.edu/~drechsel/papers/drechsel\\_political\\_pressure\\_shocks.pdf](https://econweb.umd.edu/~drechsel/papers/drechsel_political_pressure_shocks.pdf)
- <sup>29</sup> Il PPI misura la variazione nei prezzi di vendita percepiti dai produttori domestici per i loro beni e servizi, offrendo una misura dell'inflazione dal punto di vista del produttore.
- <sup>30</sup> L'IPC misura la variazione nei prezzi pagati dai consumatori per beni e servizi, offrendo una misura del costo della vita.
- <sup>31</sup> Alla fine degli anni '50, il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) avviò un programma di eliminazione della mosca assassina su larga scala basato sulla tecnica dell'insetto sterile (SIT). Questo metodo prevedeva la crescita in massa e la sterilizzazione di esemplari maschi di mosca assassina, che venivano poi rilasciati per l'accoppiamento con femmine selvatiche, impedendo di fatto la produzione di nuovi esemplari e riducendo quindi la popolazione degli insetti. Il programma ottenne un successo significativo, sradicando le mosche assassine dal sud-est e sud-ovest degli Stati Uniti entro la fine degli anni '60.
- <sup>32</sup> Fonte: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti, Servizio di Ispezione per la Salute Animale e Vegetale, al 18 agosto 2025. [aphis.usda.gov/livestock-poultry-disease/cattle/ticks/screwworm](https://aphis.usda.gov/livestock-poultry-disease/cattle/ticks/screwworm)

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurigo  
Svizzera  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

