

Vontobel

Investors' Outlook

Valutare l'entità dei danni



Maggio 2025

2 Indice



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Nebbia fitta

6 Mercato in sintesi

L'ipotesi «Mar-a-Lago»: ricette per rilanciare l'economia

10 Asset class sotto la lente

14 Previsioni

17 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
Clémence Rusek,
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 5 giugno, 2025)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
7 maggio, 2025

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 15

Valutare l'entità dei danni



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Gentili lettori,

i dazi sono una delle forze più dirompenti sui mercati globali e anche se il vento si è placato, ancora non conosciamo la reale portata dei danni. I mercati sono in stato di massima allerta, ora che la tempesta si è allontanata lasciando una scia di incertezze.

A indurre il Presidente Trump a mettere in pausa la sua strategia aggressiva è stato il mercato obbligazionario, una ribellione silenziosa da parte degli investitori in un contesto di rendimenti in aumento e fiducia incerta¹. Ma questa pausa non ci rassicura un granché. Le continue incertezze hanno inoltre fatto vacillare la fiducia in un altro tradizionale bene rifugio: il dollaro. L'oro si è invece mosso ulteriormente al rialzo perché gli investitori sono alla ricerca di protezione. E i mercati rimangono estremamente reattivi: Trump se la prende con il Presidente della Fed Jerome Powell, e i mercati vacillano², fa marcia indietro e si riprendono³. Nel contesto attuale sembra che il sentiment superi la sostanza e questo, per gli investitori, potrebbe essere un campanello d'allarme.

Manteniamo un approccio attendista, convinti che l'inflazione si stia raffreddando e che i tassi d'interesse siano destinati a scendere, seguiti a ruota dai rendimenti. Da un punto di vista macro, non siamo ribassisti ma rimaniamo prudenti e manteniamo disponibilità liquide monitorando la situazione in attesa che la visibilità migliori. Difficilmente verrà fatta chiarezza prima della fine del secondo trimestre, quando ci saremo lasciati alle spalle la stagione degli utili e, auspicabilmente, la situazione geopolitica sarà migliorata.

Le azioni USA sono scese, ma non sono ancora economiche considerando il rischio di ulteriori revisioni al ribasso degli utili. L'Investment Committee della Boutique Multi Asset ha deciso di astenersi dall'apportare qualsiasi cambiamento alla propria allocazione degli asset.

In questa fase, siamo soprattutto interessati a verificare i danni. Quanto è scesa la fiducia tra i consumatori e le piccole imprese, due capisaldi dell'economia USA? Cosa ci dicono le aziende tramite i loro piani di spesa in conto capitale? In che modo le supply chain si stanno adattando alle tensioni con la Cina? Finché non avremo risposte soddisfacenti, sarà troppo presto per dare il via libera.

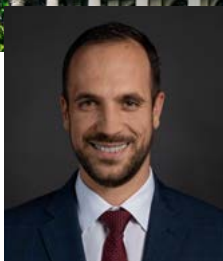
A nostro avviso, non è il momento di fare mosse audaci. Deregolamentazione e sgravi fiscali potrebbero essere all'orizzonte e rappresentare la luce in fondo al tunnel che i mercati stanno aspettando. Per ora riteniamo che pazienza e diversificazione siano fondamentali, in vista delle trattative commerciali che stanno per svolgersi. La Fed ha mantenuto i tassi d'interesse invariati, sottolineando che non c'è fretta di tagliarli in un contesto di crescente incertezza sull'andamento economico. In questo Investors' Outlook parleremo dell'ambizione di Trump di rendere di nuovo grande l'America, esamineremo i segnali dal mercato obbligazionario e tratteremo più nel dettaglio la corsa all'oro.

Forse le nubi si stanno diradando, ma prima di ricostruire dobbiamo capire cosa si è rotto.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 17



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Nebbia fitta

Le nubi si stanno addensando sull'economia USA, mentre aziende e consumatori cercano la loro strada nella nebbia dei dazi. Anche se l'apice dell'incertezza è (auspicabilmente) alle nostre spalle, l'economia ha subito un duro colpo.

Il mercato obbligazionario sembra aver ammorbidito la linea dura di Trump, che in un'inversione a sorpresa ha annunciato 90 giorni di pausa riportando gran parte dei dazi «solo» al 10%. Secondo il consulente per il commercio Peter Navarro, in questo periodo saranno siglati vari accordi.

Ma il sentiment finanziario è cambiato e dopo mesi di ottimismo si teme di nuovo una recessione. Secondo il Global Fund Manager Survey di Bank of America⁴, per quasi metà dei gestori monetari lo scenario più probabile a un anno è una crisi globale.

Molti investitori si chiedono se la recessione sia inevitabile. I sondaggi sulla fiducia sono già crollati e gli «hard

data» come gli indicatori del mercato del lavoro USA potrebbero seguire a ruota. Anche se il report sull'occupazione di marzo ha sorpreso al rialzo e le prime richieste di disoccupazione (considerate un indicatore dei licenziamenti) tendono al ribasso, altri segnali ad alta frequenza come gli annunci su Indeed prospettano un indebolimento.

A nostro avviso, una crisi sostenuta può essere evitata: i consumatori sono meno indebitati dopo la crisi finanziaria, i bilanci aziendali rimangono robusti e prevediamo altre misure di stimolo. La normalizzazione dell'inflazione ha consentito a diverse banche centrali di tagliare i tassi. Ma la Fed è sotto pressione. Quando Powell ha respinto le richieste di tagli immediati, Trump lo ha criticato pubblicamente sollevando timori di interferenze politiche che hanno penalizzato i Treasury USA e il dollaro. A nostro avviso, se il mercato del lavoro vacilla la Fed dovrà tagliare i tassi – dando la priorità all'occupazione rispetto alla stabilità dei prezzi, se necessario⁵.

	SOTTOPESO*		NEUTRALE*	SOVRAPPESO*		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità				→		Restiamo sovrappesati sulla liquidità, pronti a impiegarla quando si presenteranno nuove opportunità.
2 Obbligazioni		→				I rendimenti dei titoli di Stato, compresi i Treasury USA a 10 anni, sono saliti nel contesto di incertezza politica negli Stati Uniti e delle recenti turbolenze legate ai commerci. Questo induce a chiedersi se le obbligazioni – e in particolare i titoli di Stato USA – siano ancora un bene rifugio affidabile come in passato. Anche gli altri segmenti del reddito fisso (credito investment grade o high yield) non offrono a nostro avviso un'adeguata remunerazione per i rischi. Ribadiamo il nostro sottopeso sulle obbligazioni high yield e investment grade e la nostra view neutrale sui titoli di Stato e le obbligazioni dei mercati emergenti.
3 Azioni				→		Continuiamo a preferire le azioni rispetto alle obbligazioni e abbiamo un leggero sovrappeso sull'azionario, con una preferenza per i mercati emergenti. Riteniamo che i tagli dei tassi d'interesse negli USA e l'indebolimento del dollaro (che rientrano entrambi nel nostro scenario di base) dovrebbero supportare le azioni dei mercati emergenti, come hanno fatto in passato. Riteniamo inoltre che il cosiddetto «DeepSeek moment [®] » all'inizio del 2025 possa aver risvegliato l'euforia in Cina, potenzialmente gettando le basi per ulteriori normative pro-business e pro-tech. La nostra preferenza generale per l'azionario è trainata da diversi fattori: innanzitutto riteniamo che l'apice dell'incertezza legata alla guerra commerciale sia alle nostre spalle, dopo il cambio di rotta di Trump. In secondo luogo, molti – forse troppi – investitori hanno assunto un approccio ribassista (che può essere visto come un segnale contrarian). Rimaniamo neutrali su azioni statunitensi, svizzere, giapponesi ed europee.
4 Oro			→			Confermiamo la nostra posizione neutrale sull'oro. Pur considerandolo strutturalmente interessante, grazie al debito pubblico elevato, al calo della fiducia nella cartamoneta e alla tendenza delle banche centrali a diversificare rispetto al dollaro, riteniamo che l'oro sia tatticamente ipercomprato dopo essere salito oltre i USD 3'500 all'oncia a fine aprile.
5 Materie prime			→			Rimaniamo neutrali sulle materie prime. L'asset class può fungere da elemento di diversificazione del portafoglio ma potrebbe finire sotto pressione se la crescita economica rallenterà ulteriormente o se l'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio con i relativi alleati (OPEC+) deciderà di inondare il mercato di petrolio (a fine aprile sono emerse nuove speculazioni su una potenziale guerra dei prezzi OPEC+).
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e sull'immobiliare.

L'ipotesi «Mar-a-Lago»: ricette per rilanciare l'economia

Dallo storico Mount Washington Hotel di Bretton Woods (1944) a Kingston, la capitale della Giamaica incastonata nelle Blue Mountains (1976), fino all'iconico Plaza Hotel di New York (1985): quando si tratta di firmare importanti accordi economici, i leader mondiali sembrano avere un debole per le location più maestose¹⁰. L'illustre tenuta privata di Donald Trump – Mar-a-Lago – sarà la prossima della lista?





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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

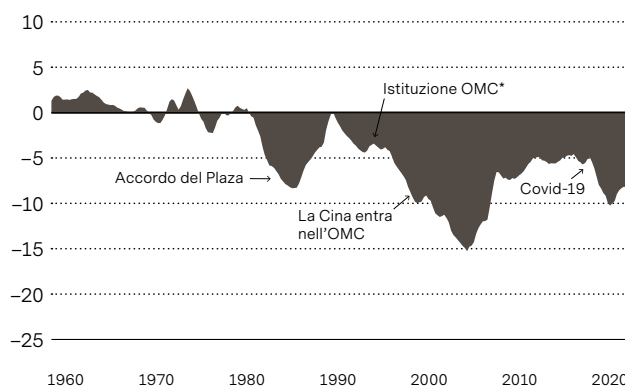
Quando Stephen Miran¹¹ ha pubblicato il suo documento programmatico intitolato «A User's Guide to Restructuring the Global Trading System¹²» a novembre 2024, le ripercussioni sul mondo dell'economia non hanno tardato a farsi sentire. Chi ha letto le 40 pagine del documento si è trovato di fronte a una conclusione decisamente audace: la causa degli squilibri commerciali globali sarebbe la persistente sopravvalutazione del dollaro, che impedisce il bilanciamento degli scambi internazionali. Secondo Miran, il problema principale è lo status del dollaro come valuta di riserva mondiale, che gonfia artificialmente il costo delle esportazioni USA, rende più economiche le importazioni, indebolisce l'industria statunitense e in ultima analisi riduce l'occupazione nazionale.

Miran ha proposto i dazi non solo per correggere gli squilibri della bilancia commerciale globale, ma anche come strumento per generare le entrate di cui il governo ha estremo bisogno. Un approccio ancora più efficace, ha scritto, sarebbe una svalutazione del dollaro e un apprezzamento delle valute nelle altre economie, quantomeno in quelle che intendono continuare a beneficiare dell'ombrello di sicurezza statunitense e/o ottenere concessioni sul fronte commerciale. Miran ha ventilato inoltre l'ipotesi di un accordo valutario congiunto, in base al quale le banche centrali dei principali partner commerciali degli Stati Uniti acconsentirebbero a una vendita coordinata di dollari. Un'altra possibilità sarebbe l'applicazione di una sorta di «tassa d'uso» ai detentori esteri di Treasury USA, ivi inclusi i fondi sovrani e le banche centrali.

Trump sembra aver apprezzato molto la lettura. Solo un mese dopo la pubblicazione del documento, infatti, ha nominato Miran alla presidenza del White House Council of Economic Advisers. Nei mesi successivi, si è sparsa la voce che Miran sarebbe la forza intellettuale dietro il programma sempre più aggressivo sui dazi di Trump e le sue frequenti lamentele sulla solidità del dollaro. Hanno dunque iniziato a circolare notizie su un potenziale «Accordo di Mar-a-Lago¹³» – che potrebbe includere la svalutazione strategica del dollaro.

Grafico 1: La globalizzazione e le iniziative per il libero commercio hanno amplificato il deficit commerciale USA

In % del prodotto interno lordo (PIL)



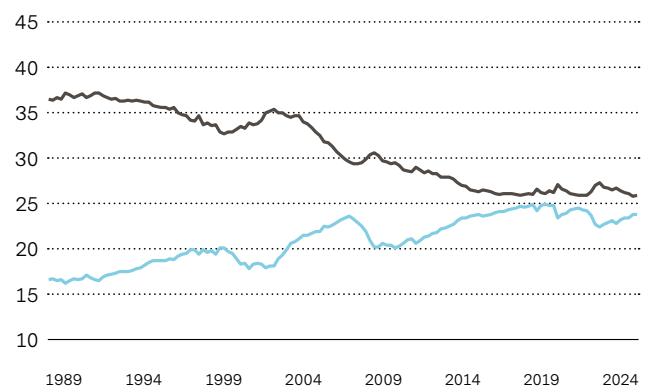
■ Saldo delle partite correnti USA

*Organizzazione Mondiale del Commercio

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 aprile 2025.

Grafico 2: L'economia USA sta crescendo, ma la ricchezza si accumula soprattutto al vertice

Ricchezza di tutte le famiglie USA, in %



— Lavoratori USA classe media*
— Lavoratori USA primo 1%

*20 – 80 percentile per reddito della popolazione USA

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 aprile 2025.

8 Mercato in sintesi

A fine marzo, tuttavia, Miran ha iniziato a fare qualche passo indietro. In un'intervista rilasciata a Bloomberg¹⁴, rispondendo ad alcune domande sulla turbolenza dei mercati, ha chiarito che il suo scritto «è sfuggito di mano» rispetto agli intenti iniziali. Doveva essere un «libro di ricette» – una sorta di catalogo di opzioni disponibili: alcune ricette sono semplici, altre più difficili da realizzare, alcune sono abbondanti e soddisfacenti, altre potrebbero far tornare la fame dopo solo mezz'ora. In sostanza, secondo Miran, è Trump lo «chef» a cui spetta scegliere gli ingredienti da utilizzare.

Lo chef sta elaborando da tempo le sue ricette personali

Il Segretario del Tesoro USA Scott Bessent ha recentemente dichiarato che Trump aveva già percepito 40 anni fa che i lavoratori americani non si sono mai ripresi del tutto dallo «shock cinese» – la rapida ascesa della Cina come motore dell'economia globale (grafico 1). Il risultato, ha proseguito, è stato un profondo e duraturo squilibrio di ricchezza: mentre alcuni prosperavano, altri sono rimasti indietro e sono usciti dai giochi (grafico 2). La qualità della vita è calata, e con essa l'aspettativa di vita. Gli Stati Uniti, secondo Bessent, hanno cessato di «fabbricare cose» (grafico 3) – soprattutto quelle fondamentali per la sicurezza nazionale. La pandemia di Covid-19 ne ha dato la conferma, mettendo a nudo le fragilità e le dipendenze delle supply chain globali. In breve: dopo decenni di Wall Street, sembra che sia giunto il momento¹⁵ di pensare a «Main Street¹⁶».

Ma per dare una spinta a Main Street – con provvedimenti come l'abbattimento delle imposte sulle mance dei lavoratori – serve denaro. E con il debito nazionale già alle stelle e gli interessi passivi in aumento, non è certo semplice parlare di pacchetti di stimolo. Ed è qui che entrano in gioco i dazi (grafico 4). Secondo Bessent, l'amministrazione prevede che la nuova politica sui dazi genererà entrate annuali comprese tra USD 300 e 600 miliardi.

E per quanto riguarda la turbolenza sui mercati innescata dai dazi? Bessent non ritiene sia un buon motivo per cambiare rotta, e ha citato a titolo di precedente i primi anni dell'amministrazione Reagan, definendoli «molto incostanti». All'epoca, un agricoltore infuriato si era addirittura presentato alla Federal Reserve USA con un fucile da caccia, minacciando di uccidere l'allora Presidente Paul Volcker per aver alzato i tassi. Eppure, continua Bessent, la linea dura ha dato i suoi frutti: Reagan ha ottenuto una vittoria schiacciante alle successive elezioni e i mercati hanno infine recuperato terreno (grafico 5).

Perché la ricetta potrebbe non funzionare

Riteniamo improbabile che i piani di Trump, o quelli dei suoi sous-chef, possano essere attuati in ogni loro punto. Il livello di incertezza su molti fronti è semplicemente troppo elevato.

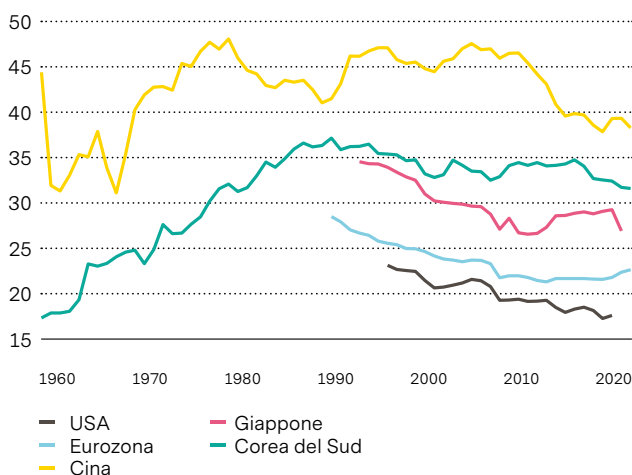
Innanzitutto, le politiche commerciali imprevedibili di Trump stanno innescando un'estrema volatilità di mercato. A marzo, l'Indice US Trade Policy Uncertainty ha superato quota 5'700 punti, dai 44 di solo un anno fa¹⁷. In questo contesto altamente imprevedibile, molte società scelgono di posticipare i loro investimenti.

In secondo luogo, i consumatori statunitensi stanno rivedendo al rialzo le loro aspettative sull'inflazione. Secondo un sondaggio dell'Università del Michigan, gli americani prevedono ora che l'inflazione raggiungerà quasi il 7% il prossimo anno, un livello che non si vede dagli anni Ottanta. Di conseguenza, i consumatori si stanno affrettando a comprare quello che presto potrebbe costare molto di più, posticipando invece le spese non essenziali in un contesto di crescenti difficoltà economiche.

In terzo luogo, la Fed è imbrigliata in una sorta di trappola di politica monetaria. Il Presidente Jerome Powell ha recentemente dichiarato che gli USA stanno attraversando

Grafico 3: L'industria manifatturiera USA e l'occupazione di Main Street

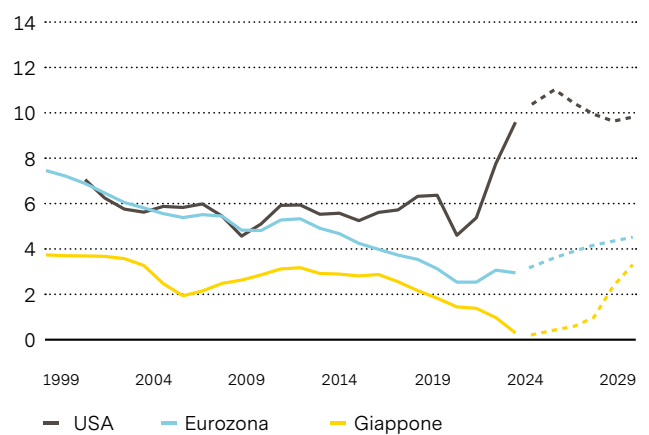
Settore industriale come % del PIL



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 aprile 2025.

Grafico 4: È difficile introdurre ampi stimoli fiscali per Main Street

Interessi passivi netti, in % della spesa totale



Nota: Linea tratteggiata = previsione Fondo Monetario Internazionale

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 aprile 2025.

una fase di cambiamenti politici fondamentali che non hanno precedenti nella storia recente. Secondo Powell, i dazi di Trump potrebbero far rallentare la crescita economica e spingere al rialzo la disoccupazione. E allo stesso tempo, potrebbero incentivare anche l'inflazione. Considerando questo delicato equilibrio, l'opzione migliore secondo Powell sarebbe mettere in pausa il ciclo di tagli dei tassi d'interesse fino a quando sarà fatta maggiore chiarezza. Il Governatore della Fed Christopher Waller ha adottato un approccio simile, ammettendo che, come molti altri, sta facendo fatica a tratteggiare un quadro coerente alla luce delle numerose variabili¹⁹.

C'è un'altra tematica da non sottovalutare: l'opinione pubblica non è più così favorevole. L'indice di gradimento nazionale di Trump ha subito un forte colpo dopo il «Liberation Day¹⁹». In Canada, uno dei Paesi più penalizzati dalla guerra commerciale, il Partito liberale (da sempre fermo oppositore di Trump) ha fatto un ritorno sulla scena politica²⁰. Alcuni bar hanno addirittura cessato di vendere il caffè Americano, optando per il più trendy «Canadiano²¹». Dall'altra parte dell'Atlantico, l'entusiasmo per i viaggi negli Stati Uniti sta scemando: secondo la International Trade Administration, il numero di visitatori dall'Europa occidentale è calato del 17,2% a marzo 2025, e i turisti tedeschi sono scesi del 28,2%. Questo potrebbe spiegare il recente calo dei prezzi di hotel, voli e auto a noleggio. Secondo le stime di Bloomberg Intelligence, potrebbero essere a rischio quasi USD 20 miliardi di spesa turistica.

Veniamo ora a quello che forse è il fattore più importante: Main Street è ancora in difficoltà. Dal Liberation Day, i rendimenti dei Treasury USA a lungo termine, e con essi i tassi sui mutui, sono saliti alle stelle, perché gli investitori esteri hanno ridotto le loro partecipazioni nel debito USA. E questo aumenta il costo dei prestiti per il governo. Il sell-off dei Treasury, che sono tradizionalmente conside-

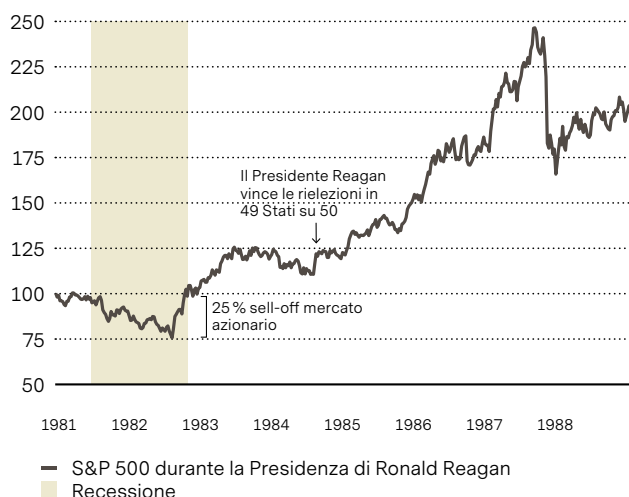
rati beni rifugio, è sorprendente, soprattutto considerando il timore crescente di una recessione (grafico 6).

Cosa potrebbe accadere ora?

Sembra che il mercato obbligazionario abbia finalmente indotto Trump a rivedere le sue posizioni. Solo poche ore dopo l'annuncio dei nuovi dazi reciproci, lo chef ha fatto marcia indietro, posticipando la maggior parte di essi di 90 giorni. Uno dei suoi sous-chef, il consulente per il commercio Peter Navarro, ha prontamente annunciato un nuovo obiettivo: 90 accordi commerciali in 90 giorni. Si spera che il maggior numero possibile di questi accordi venga davvero portato a termine. In caso contrario, riteniamo che ci sia il rischio che Trump e la sua squadra finiscano per rovinare la ricetta – e il «Grande Piano» potrebbe rapidamente trasformarsi in una recessione.

Grafico 5: Il «Grande Piano» di Trump: dolore immediato, guadagno futuro?

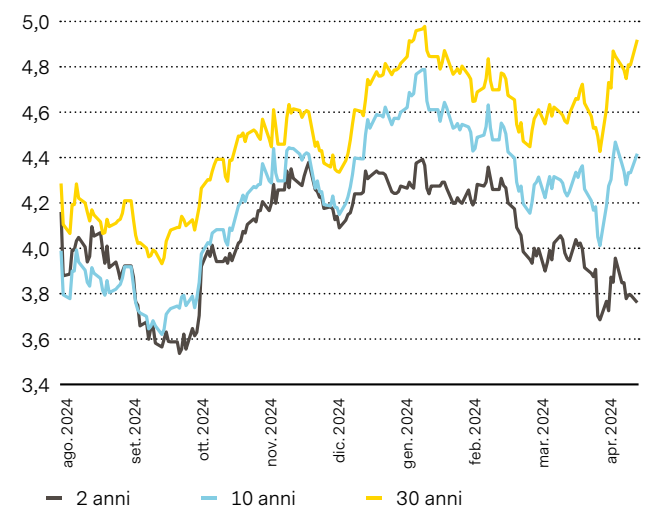
Rendimento complessivo in USD (ribasato a 100 = 1981)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 aprile 2025.

Grafico 6: I rendimenti delle obbligazioni a lunga scadenza non calano nonostante il timore di una recessione

Rendimenti Treasury USA, in %



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 aprile 2025.

Trascinati dalla corrente



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



Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

La guerra commerciale del Presidente Trump prosegue, tra sviluppi inaspettati e una retorica in costante evoluzione. Sono stati applicati dazi del 10% sulla maggior parte delle importazioni negli USA, con percentuali più alte sui beni cinesi. Questo impatterà sull'economia e potrebbe indurre la Federal Reserve USA ad adottare un approccio più sfumato ai tagli dei tassi, bilanciando le preoccupazioni per l'inflazione con la stabilità economica generale.

Dopo l'annuncio ufficiale da Rose Garden del 2 aprile, Trump ha ridimensionato in parte i dazi reciproci che aveva proposto. Resta l'imposta del 10% su quasi tutte le importazioni verso gli USA, mentre un'escalation di ritorsioni ha fatto lievitare al 145% i dazi sui beni cinesi. In assenza di ripensamenti, questi dazi peseranno significativamente sulla crescita economica, e l'incertezza sta già penalizzando la fiducia di consumatori e imprese. I tassi d'interesse negli USA hanno evidenziato significativa volatilità, trainati dalla minore propensione per gli

asset statunitensi combinata ai segnali di chiusura delle posizioni sui leveraged bond (grafico 1). I mercati obbligazionari si sono stabilizzati solo dopo l'annuncio della tregua dei dazi.

L'impatto dei dazi sull'inflazione è più complesso. Un modello della Fed prevede un aumento dell'Indice PCE core (che esclude alimentari ed energia), con pressioni inflazionistiche più nette nel primo anno, seguite da una moderazione e dal calo sotto i livelli iniziali in quelli successivi. L'impatto inflazionistico potrebbe quindi essere temporaneo.

La Fed si trova dinanzi a un bivio: reagire al rialzo dell'inflazione o ignorarlo, perché i modelli ne indicano la transitorietà. A nostro avviso, due sono gli scenari possibili per la Fed. Uno prevede di ridurre i tagli previsti per quest'anno per contrastare i rischi d'inflazione – anche se questo potrebbe alimentare la disoccupazione e i rischi di recessione. L'altro consiste nell'ignorare il temporaneo rialzo dell'inflazione e portare avanti (o accelerare) i tagli dei tassi per supportare l'occupazione e la stabilità economica. Il mercato propende per quest'ultimo scenario (grafico 2).

La Fed potrebbe scegliere una strategia di compromesso: posticipare i tagli per poi intensificarli in seguito se l'economia e il mercato del lavoro mostreranno segni di cedimento. Questo approccio mira a gestire l'inflazione temporanea senza soffocare l'attività economica e il mercato del lavoro.

Grafico 1: I rendimenti dei Treasury USA a lungo termine sono saliti nettamente dopo il «Liberation Day»

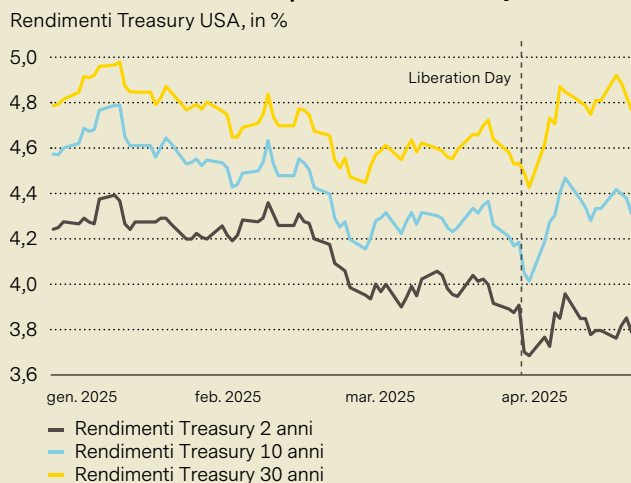
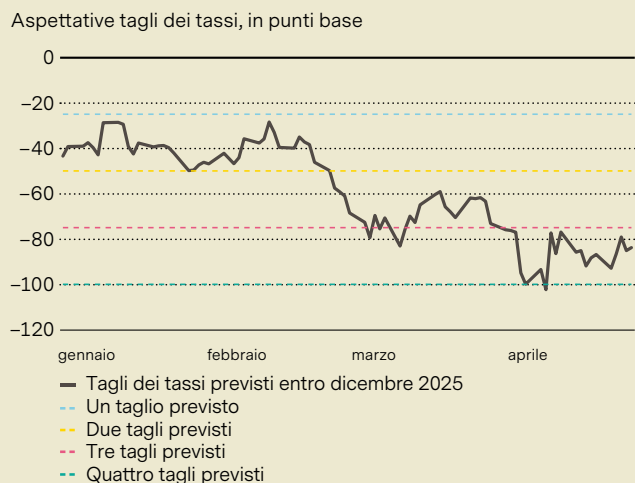


Grafico 2: Il mercato sconta più di tre tagli dei tassi entro fine anno



Attenzione alla risacca



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

I mercati hanno registrato forti turbolenze intorno al «Liberation Day», quando Trump ha annunciato un tasso base del 10% su tutte le importazioni e percentuali più alte su oltre 90 Paesi. I mercati globali sono piombati nel caos – inducendo Trump a cambiare rotta meno di una settimana dopo.

La reazione al 2 aprile è stato un brutale sell-off che in soli due giorni ha spazzato via USD 5000 miliardi dall'Indice S&P 500, complice il timore di una recessione globale. Anche se presentati come incentivo per l'economia USA e il commercio equo, i dazi hanno affossato la fiducia del mercato. In tre giorni il Nasdaq e l'S&P 500 hanno archiviato le flessioni peggiori dalla pandemia. L'Hang Seng di Hong Kong ha segnato il calo giornaliero più marcato dal 1997 (-13%). Il VIX²² è schizzato a 55, un livello che non si vedeva dai tempi del Covid-19.

La pausa di 90 giorni annunciata a sorpresa il 9 aprile, che esclude la Cina, ha innescato un enorme rally di sollievo. L'S&P 500 ha registrato il giorno migliore dal 2008, il Nasdaq il secondo rialzo giornaliero più marcato di sempre. I mercati globali hanno seguito a ruota: il Nikkei ha guadagnato quasi il 10%, le azioni europee il 5%. Per il

Segretario del Tesoro Scott Bessent, la pausa è una strategia volta a creare la massima leva di negoziazione, con una possibile de-escalation. I mercati sono saliti ancora il 25 aprile, quando Trump ha ventilato una possibile tregua con la Cina. Inoltre, i primi dati sugli utili del T1, forse sostenuti dall'accumulo di scorte pre-dazi e da supply chain ancora intatte, superano le previsioni degli analisti.

Tutto è bene quel che finisce bene? Non proprio. Sull'azionario soffiano venti favorevoli e contrari. Da un lato sembra ormai scontata una possibile recessione, con un sentiment decisamente ribassista – soprattutto negli USA dove la sottoperformance delle mega cap tech è riconducibile più al «DeepSeek moment» di gennaio che ai dazi. Il VIX manda un segnale di acquisto contrarian e Trump ha ammorbidito i toni e i negoziati con la Cina inizieranno a breve. Anche i dati economici rimangono solidi, per ora.

Ma i rischi non mancano. Gli effetti delle guerre commerciali sono spesso ritardati (grafico 1). Durante il conflitto USA-Cina del 2018, le previsioni sugli utili erano scese di oltre il 10% a due trimestri dall'inizio, arrivando a zero. All'epoca i dazi interessavano circa USD 400 miliardi di importazioni, perlopiù cinesi. Oggi coinvolgono volumi 10 volte maggiori, molti più Paesi, tassi più alti e supply chain più complesse – amplificando il danno potenziale. L'attuale assenza di revisioni al ribasso degli utili riflette forse un ritardo, non un'immunità (grafico 2). I sondaggi deboli sulla fiducia, il supporto limitato della Fed a causa delle preoccupazioni per l'inflazione e la fragilità del mercato invitano alla prudenza.

Grafico 1: Dopo lo shock iniziale, i dazi hanno avuto un impatto ritardato sull'S&P 500 nel 2018

In % (ribasato a 100 = introduzione dei dazi)*

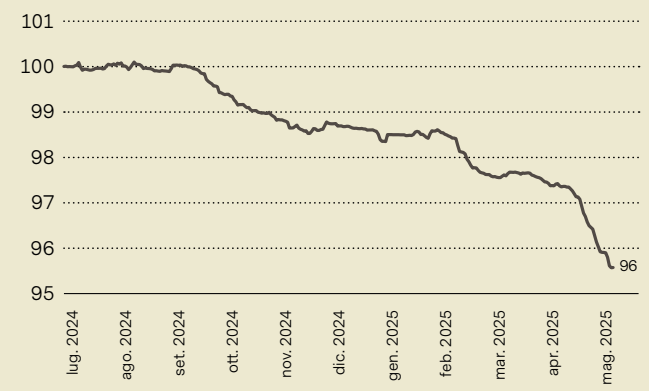


*Confronto impatto dazi su rendimento di prezzo S&P 500 2018 vs. 2025

Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 6 maggio 2025.

Grafico 2: Le stime degli utili 2025 per l'S&P 500 sono cambiate di poco

Stime EPS 2025 per l'S&P 500, in USD*



*Ribasato a 100 = luglio 2024

Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 25 aprile 2025.

Il giorno della marmotta dell'oro



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

Nel film Groundhog Day («Il giorno della marmotta», distribuito in Italia come «Ricomincio da capo») un meteorologo scontroso si trova a raccontare la stessa storia all'infinito. Un po' come scrivere oggi del prezzo dell'oro. Ripetitivo? Sì. Ma molto più piacevole, grazie a una performance eccezionale.

Quest'anno l'oro ha superato anche le previsioni più ottimistiche, supportato dalla domanda robusta dalle banche centrali combinata all'intensificarsi delle tensioni geopolitiche. Con la rielezione di Trump, le incertezze legate alla politica commerciale e alla crescita economica hanno alimentato ulteriormente il rally.

Questo potrebbe aiutare a spiegare i maggiori afflussi negli ETF sull'oro registrati negli ultimi mesi (grafico 1). Stando ai dati di World Gold Council, gli ETF sull'oro hanno attirato 226,5 tonnellate solo nel primo trimestre, per un valore di oltre USD 21 miliardi. Per un certo periodo, gli investitori in ETF erano rimasti nelle retrovie.

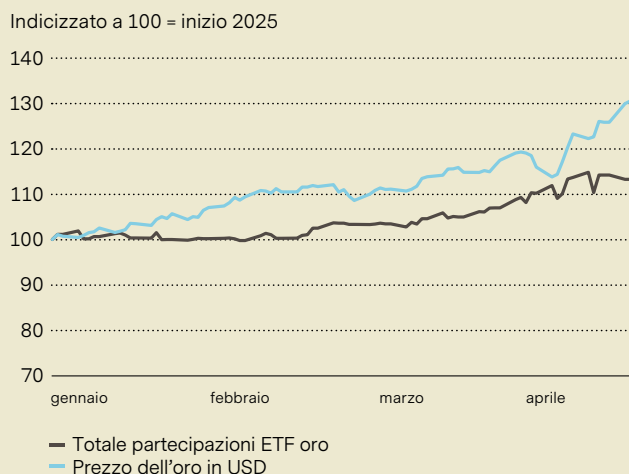
Alla vigilia del Liberation Day del 2 aprile, l'oro ha guadagnato oltre USD 100 all'oncia in pochi giorni – per poi invertire rapidamente la rotta. Il motivo? Un'ondata di panico sul mercato. Quando sono iniziate le margin call²³, alcuni investitori azionari hanno dovuto cedere le loro posizioni vincenti sull'oro per raccogliere liquidità.

Ma il rally ha acquisito davvero slancio quando Trump ha chiamato «perdente²⁴» il Presidente della Fed Powell chiedendo tagli dei tassi di interesse immediati. La sua retorica combattiva ha innescato dei dubbi in merito all'indipendenza della Fed affossando la fiducia degli investitori nei tradizionali beni rifugio come i Treasury e il dollaro. L'oro ha superato USD 3'500 all'oncia, segnando un +30% da inizio anno.

A questi livelli, l'oro è ancora al fair value? In base agli indicatori tecnici, sembra di no. Il Relative Strength Index²⁵ era pari a 80 a fine aprile (un dato superiore a 70 è indice di ipercomprato). A tratti, l'oro è stato scambiato a oltre il 30% sopra la sua media mobile a 250 giorni (grafico 2), e un livello così elevato è talvolta seguito da perdite a doppia cifra.

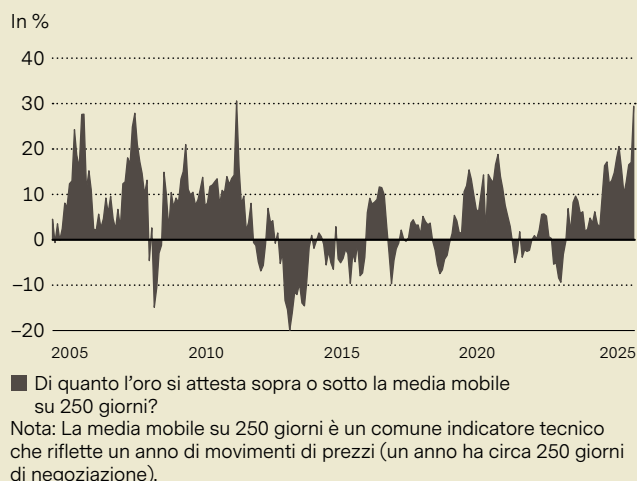
L'oro potrebbe avere ancora margine di rialzo ma non escludiamo correzioni a breve termine. Le nostre previsioni? Soleggiato, con brevi rovesci.

Grafico 1: Continuano gli afflussi negli ETF sull'oro



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 aprile 2025.

Grafico 2: Gli indicatori tecnici invitano alla cautela



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 23 aprile 2025.

Sotto pressione



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



Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

L'incertezza politica negli USA e il timore di un rallentamento economico hanno spinto il dollaro al minimo registrato dal 2022. I trader rimangono ribassisti, mentre l'euro risale grazie al calo dei differenziali di crescita e al maggiore stimolo fiscale in Europa rispetto agli USA.

Il dollaro ha perso molto terreno perché i dazi di Trump hanno turbato i mercati globali. La valuta di riserva mondiale si è deprezzata così come le azioni e obbligazioni USA, perché la sovraperformance economica sempre meno netta e le politiche commerciali aggressive hanno gettato un'ombra sulla traiettoria del Paese.

Il dollaro ha perso attrattiva rispetto all'inizio dell'anno, quando la proposta di dazi e tagli fiscali di Trump aveva fatto prevedere un rally della valuta. L'Outlook tende ora al ribasso, soprattutto se persisterà il timore di un rallentamento negli USA.

L'euro ha inaspettatamente guadagnato terreno dopo le news sui dazi (grafico 1), perché le preoccupazioni per un rallentamento negli USA hanno superato quelle legate ai tagli dei tassi della Banca Centrale Europea. L'euro è inoltre sostenuto dalle iniziative fiscali in Europa, tra cui gli incentivi di spesa in Germania e gli investimenti UE in difesa e infrastrutture, che potrebbero aiutare a compensare l'effetto dei dazi. Il cambiamento è evidente nei mercati delle opzioni valutarie, dove le scommesse al rialzo sull'euro sono aumentate. Nonostante i dubbi sull'efficacia della politica UE, il crescente scetticismo verso le politiche USA ha affossato la fiducia nella stabilità del dollaro. La tipica correlazione positiva del biglietto verde con la volatilità cross-asset ha iniziato a vacillare in un contesto di maggiore volatilità macro globale, mettendone in dubbio il tradizionale ruolo di bene rifugio.

Mentre l'attenzione si spostava sui dazi di Trump, l'inflazione di marzo in Svizzera è stata inferiore alle previsioni, allo 0,3% su base annua, e dovrebbe rimanere al di sotto del target fino a fine anno. Al contempo l'incertezza legata ai dazi ha stimolato gli afflussi nei beni rifugio rafforzando il franco (grafico 2). Questo potrebbe alimentare la pressione deflazionistica in Svizzera. Con l'inflazione ridotta e un franco solido, un intervento della Banca Nazionale Svizzera (BNS) sarebbe prevedibile, ma il controllo delle pratiche valutarie da parte degli USA potrebbe rappresentare un limite. Piuttosto, la BNS potrebbe prima proporre di ridurre i tassi d'interesse verso (o sotto) lo zero per frenare il franco.

Grafico 1: Le turbolenze legate ai dazi hanno stimolato la solidità dell'euro

Tasso di cambio



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 24 aprile 2025.

Grafico 2: I flussi nei beni rifugio hanno rafforzato il franco svizzero

Tasso di cambio



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 25 aprile 2025.

14 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	3,0	2,3	2,5	
Eurozona	0,9	0,9	0,8	1,2	
USA	2,8	2,5	1,7	1,9	
Giappone	0,1	1,1	1,0	0,8	
Regno Unito	0,9	1,5	0,9	1,2	
Svizzera	1,3	1,6	1,1	1,5	
Australia	1,0	1,3	1,9	2,3	
Cina	5,0	5,4	4,2	4,2	

INFLAZIONE	2024²	ATTUALE²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 2025⁵
Eurozona	2,4	2,2	2,1	1,9	↓
USA	3,0	2,4	3,0	2,7	↓
Svizzera	1,1	0,3	0,4	0,7	↓

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	2,25	1,91	1,87	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	4,50	4,50	4,20	3,70	→
CHF	0,50	0,25	0,15	0,15	↓

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	2,47	2,63	2,77	→
USD	4,57	4,28	4,24	4,16	↓
CHF	0,33	0,42	0,53	0,62	↓

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	0,95	0,96	↑
CHF per USD	0,91	0,83	0,86	0,86	↓
USD per EUR	1,04	1,14	1,10	1,12	↑

MATERIE PRIME	2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI⁵
Brent, USD per barile	75	66	70	70	→
Oro, USD per oncia troy	2'625	3'293	2'950	2'950	↑
Rame, USD per tonnellata metrica	8'768	9'393	9'200	9'600	↓

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.

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.

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.

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.

16 Informazioni legali

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 Fonte: Articolo CNN, pubblicato il 9 aprile 2025. edition.cnn.com/2025/04/09/politics/trump-tariffs-retreat-bond-market/index.html
- ² Fonte: Articolo Bloomberg, pubblicato il 21 aprile 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-21/us-stocks-tumble-as-trump-s-threat-to-fire-powell-adds-pressure
- ³ Fonte: Articolo Reuters, pubblicato il 23 aprile 2025. www.reuters.com/world/us/trump-no-plans-fire-fed-chair-powell-wants-lower-rates-2025-04-22/
- ⁴ Fonte: Articolo Sharecast, pubblicato il 16 aprile 2025. www.sharecast.com/news/international-economic/fund-managers-recession-expectations-rise-amid-tariff-war---bofa--19368233.html
- ⁵ La Fed ha un doppio mandato: massima occupazione e stabilità dei prezzi (inflazione al 2%).
- ⁶ Sottopeso significa che l'Investment Committee della Boutique Multi Asset di Vontobel ha una preferenza inferiore per una classe di attivi o sotto-classe di attivi.
- ⁷ Neutrale significa che l'Investment Committee della Boutique Multi Asset di Vontobel non ha né una preferenza maggiore né minore per una classe o sotto-classe di attivi.
- ⁸ Sovrappeso significa che l'Investment Committee della Boutique Multi Asset di Vontobel ha una preferenza maggiore per una classe di attivi o sotto-classe di attivi.
- ⁹ Si riferisce al lancio dell'azienda cinese di intelligenza artificiale DeepSeek all'inizio del 2025, che ottiene risultati simili con un'intensità di utilizzo dei dati molto inferiore e a una frazione del costo, destabilizzando i mercati.
- ¹⁰ Nota: la Conferenza di Bretton Woods (1944) ha definito un insieme di regole per il sistema monetario internazionale dopo la Seconda guerra mondiale, gettando le basi per la creazione di istituzioni come il Fondo Monetario Internazionale. Gli Accordi della Giamaica (1976) sono una serie di accordi che hanno ratificato ufficialmente la fine del sistema di Bretton Woods. L'Accordo del Plaza (1985), firmato al Plaza Hotel di New York da Germania, Giappone, Regno Unito e Francia, mira a coordinare una svalutazione del dollaro USA al fine di incentivare la competitività industriale degli Stati Uniti.
- ¹¹ Economista americano, attualmente di 32° Presidente del Council of Economic Advisers (CEA) sotto l'amministrazione Trump.
- ¹² Fonte: Documento programmatico di Stephen Miran per Hudson Bay Capital, pubblicato a novembre 2024: www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf
- ¹³ Strategia economica proposta (e oggetto di speculazione) che mira a svalutare il dollaro statunitense per rafforzare la manifattura americana e ridurre i disavanzi commerciali. Si ispira al Plaza Accord del 1985, in cui le principali economie coordinarono un indebolimento del dollaro.
- ¹⁴ Fonte: Intervista Bloomberg con Stephen Miran, pubblicata il 4 marzo 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-24/how-trump-economic-adviser-miran-thinks-about-tariffs-big-take-dc-podcast
- ¹⁵ Fonte: Dipartimento del Tesoro USA, trascrizione dell'intervista di Scott Bessent con Tucker Carlson, pubblicata il 7 aprile 2025. home.treasury.gov/news/press-releases/sb0073
- ¹⁶ «Main Street» è un'espressione metaforica usata per indicare le persone comuni, le piccole imprese e le comunità locali.
- ¹⁷ Fonte: Economic Policy Uncertainty, policyuncertainty.com/trade_uncertainty.html
- ¹⁸ Fonte: Bank of International Settlements trascrizione del discorso di Christopher Waller, pubblicato il 17 aprile 2025. www.bis.org/review/r250416a.htm
- ¹⁹ Fonte: Articolo The Economist, pubblicato il 16 aprile 2025. www.economist.com/interactive/trump-approval-tracker
- ²⁰ Fonte: Articolo Politico, pubblicato il 14 aprile 2025. www.politico.com/news/magazine/2025/04/14/canada-election-trump-polls-00286002
- ²¹ Fonte: Articolo CBC, pubblicato il 9 marzo 2025. www.cbc.ca/news/canada/british-columbia/canadianos-tariff-war-1.7478043
- ²² Il VIX, o Indice di volatilità, misura le aspettative del mercato sulla volatilità a breve termine in base alle opzioni sull'Indice S&P 500. È anche chiamato indice della paura: sale quando gli investitori prevedono più turbolenza e scende quando i mercati sono calmi.
- ²³ Una margin call avviene quando il valore di un conto scende sotto il livello richiesto e il broker chiede di depositare più denaro o cedere gli asset per coprire le perdite.
- ²⁴ Fonte: Articolo The Guardian, pubblicato il 23 aprile 2025. www.theguardian.com/us-news/2025/apr/22/trump-jerome-powell-fed
- ²⁵ Indicatore tecnico che misura la rapidità e l'entità di una variazione di prezzo per valutare se un asset è ipercomprato o ipervenduto. I valori sono compresi tra 0 e 100; valori superiori a 70 indicano ipercomprato, inferiori a 30 ipervenduto.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

