

Vontobel

Investors' Outlook

Ricucire gli strappi

Giugno 2025



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Ritrovare l'equilibrio

6 Mercato in sintesi

Il trono di Re Dollaro inizia a vacillare

12 Asset class sotto la lente

16 Previsioni

19 Riferimenti

Glossario e fonti

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 3 luglio 2025)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
4 giugno 2025

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 17

Ricucire gli strappi



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Gentili lettori,

I mercati hanno dimostrato una resilienza inaspettata nonostante un outlook economico che appariva particolarmente fragile. La tregua di 90 giorni sui dazi – che ha «rattoppato» i rapporti tra Stati Uniti e Cina – ha calmato un po' le acque. Washington ha ridotto temporaneamente i dazi sulle merci cinesi dal 145% al 30%, mentre Pechino li ha abbassati al 10%. Poco dopo, il Presidente Trump è entrato in modalità «deal maker», firmando accordi importanti in Medio Oriente.

Questi sviluppi hanno superato le aspettative degli investitori, rafforzando il sentiment. I mercati hanno reagito con ottimismo alla possibilità che lo strappo causato dai dazi possa essere ricucito, alimentando la speranza che l'economia USA ritrovi slancio dopo un inizio d'anno fiacco, rallentato da un'impennata delle importazioni in vista del Liberation Day. Dalle trattative commerciali alla guerra in Ucraina, l'impegno sul fronte diplomatico è un segnale positivo ma non sancisce un ritorno alla stabilità, e la situazione rimane fragile. A nostro avviso, i mercati sono stati troppo rapidi a scontare gli elementi positivi – e quando l'ottimismo diventa consensus, lascia poco spazio per ulteriori rialzi.

Una tregua politica temporanea può aiutare a ricostruire la fiducia prima che la trama fondamentale dell'economia si laceri ulteriormente? Negli Stati Uniti, assunzioni e spesa al consumo sono in calo e il mercato del lavoro sembra a un punto di svolta: le aziende assumono con cautela, ma non hanno nemmeno avviato licenziamenti su larga scala.

La Federal Reserve statunitense ha adottato un approccio simile. A differenza dei cicli passati che avevano giustificato interventi di emergenza, lo stress di mercato successivo al Liberation Day è stato più contenuto e la Fed non ha mostrato fretta di tagliare i tassi d'interesse, preferendo attendere dati più chiari, complice il rischio che la politica sui dazi di Trump possa alimentare l'inflazione e la disoccupazione. A nostro avviso, gli investitori devono munirsi di pazienza.

Nel frattempo, il recente declassamento del rating creditizio USA da parte di Moody's ha riportato l'attenzione su altre problematiche, come l'ampio deficit di bilancio, dovuto in parte alla possibilità di tagli fiscali non coperti e agli effetti della legge di bilancio di Trump.

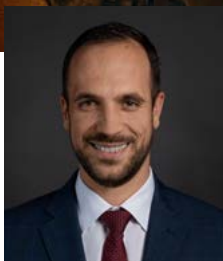
Gli ultimi mesi hanno sottolineato l'importanza della diversificazione geografica e tra le diverse asset class. E nonostante un dollaro più debole e le voci più insistenti sulla de-dollarizzazione, non tutti gli asset denominati in USD sono stati penalizzati in egual misura. Mentre i Treasury USA hanno subito pressioni di vendita, le azioni e il debito corporate USA hanno mostrato una buona tenuta.

In questo Investors' Outlook, ci focalizziamo sul dollaro e i suoi mercati ribassisti, discutiamo l'attuale contesto macroeconomico e condividiamo le nostre opinioni sulle classi di attivi.

La strada futura non sarà senza intoppi. Ma come gestori attivi, evitiamo di tirare ogni filo allentato per non compromettere l'intera trama.

→ Webcast

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



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

Ritrovare l'equilibrio

Dopo che i dazi di aprile hanno incrinato la fiducia del mercato, facendo crollare azioni e obbligazioni, maggio ha riportato un po' di sereno. Notizie più rassicuranti e progressi negli accordi commerciali statunitensi hanno risollevato il mercato, mentre inflazione e occupazione sono rimaste stabili.

La fase più critica della guerra commerciale sembra ormai superata, e i segnali di sollievo sono già evidenti nei sondaggi. Secondo il Global Fund Manager Survey di Bank of America¹, a maggio le aspettative di un hard landing² sono scese al 26%, dal 50% di aprile. Tuttavia, imprese e consumatori stanno ancora valutando la portata dei danni causati dalle tensioni commerciali ed è necessaria maggiore chiarezza per evitare che l'indebolimento dei soft data (sondaggi sulla fiducia di consumatori e imprese) inizi a riflettersi negli hard data (es. il mercato del lavoro USA).

Aprile e maggio hanno evidenziato una certa resistenza alle iniziative politiche di Trump, non solo a Wall Street ma anche a livello internazionale. A maggio, il Ministro delle

Finanze giapponese Katsunobu Kato ha citato le partecipazioni nipponiche in Treasury come «carte da giocare» nelle negoziazioni. Pur avendola attenuata in seguito³, la dichiarazione è stata interpretata come un segnale – sottile ma significativo – di un cambiamento nella comunicazione diplomatica. Il Giappone è il principale detentore estero di Treasury.

Moody's ha declassato il rating creditizio degli Stati Uniti da «Aaa» ad «Aa1», in ragione dell'aumento del debito pubblico e dei relativi oneri finanziari. Il downgrade, che segue quelli già operati da S&P (nel 2011) e Fitch (nel 2023), ha avuto impatto limitato sulle azioni, ma ha spinto al rialzo i rendimenti USA a lungo termine.

L'Investment Committee della Boutique Multi Asset non ha apportato modifiche all'asset allocation. Si rimanda a pagina 5 per i dettagli.

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 19

	SOTTOPESO ⁴		NEUTRALE ⁵	SOVRAPPESO ⁶		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità				→		Restiamo sovrappesati sulla liquidità, pronti a impiegarla quando si presenteranno nuove opportunità.
2 Obbligazioni		→				Manteniamo una view negativa sull'obbligazionario. I rendimenti delle obbligazioni USA restano sotto pressione, perché l'attenzione è di nuovo concentrata sulla sostenibilità fiscale e del debito statunitense. In risposta, i rendimenti dei Treasury sono saliti, soprattutto nelle scadenze più lunghe. L'attrattiva dei Treasury come beni rifugio è diminuita, ma riteniamo rimarranno solidi a livello di fondamentali – poiché mancano alternative credibili sia al mercato dei titoli di Stato ampio e liquido del Paese che al dollaro come valuta di riserva mondiale. Restiamo sottopesati sulle obbligazioni corporate investment grade (IG). La contrazione degli spread, trainata da notizie positive, ha ridotto l'attrattività dei rendimenti rispetto ai livelli storici, a fronte dei rischi e della volatilità. Restiamo sottopesati sull'high yield e neutrali sulle obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti (ME).
3 Azioni				→		Siamo leggermente sovrappesati sull'azionario, con preferenza per i ME. Le notizie positive sul commercio, inclusi dazi inferiori alle attese, hanno favorito un forte recupero delle azioni globali. Le azioni europee hanno ritrovato slancio grazie alle attese di stimoli fiscali e a un possibile cessate il fuoco in Ucraina. La paura di una recessione è calata, ma i rischi legati ai dazi e al deficit USA permangono e le valutazioni sono tornate a livelli eccessivi. I mercati sono vulnerabili a nuove battute d'arresto e la generale assenza di visibilità giustifica un approccio prudente all'assunzione dei rischi. Restiamo neutrali sulle azioni USA, dopo aver ridotto l'esposizione a inizio aprile. L'incertezza politica, le valutazioni elevate e l'attendismo della Fed limitano il potenziale dell'azionario statunitense. Restiamo sovrappesati sulle azioni dei ME, dopo l'upgrade di febbraio. La minore esposizione agli asset USA e il dollaro debole potrebbero sostenere i rendimenti nei ME.
4 Oro			→			Confermiamo la nostra posizione neutrale sull'oro. Il metallo giallo aveva segnato un massimo storico di USD 3'500 / oncia a fine aprile, ma il rally di propensione al rischio e il miglioramento del sentiment lo hanno spinto temporaneamente al di sotto di USD 3'200. Pur ritenendo l'oro strutturalmente interessante – grazie al debito pubblico elevato, al calo della fiducia nella cartamoneta e alla tendenza delle banche centrali a diversificare rispetto al dollaro – gli sviluppi di maggio ci hanno resi più prudenti nel breve termine.
5 Materie prime			→			Rimaniamo neutrali sulle materie prime. L'asset class offre diversificazione, ma un rallentamento economico o un aumento dell'offerta da parte dell'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio e dei suoi alleati (OPEC+) potrebbe metterla sotto pressione. A fine maggio, sono riemerse speculazioni su una possibile guerra dei prezzi.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali sui fondi alternativi e sull'immobiliare.

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

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘



Il trono di Re Dollaro inizia a vacillare

La recente debolezza del dollaro potrebbe essere solo l'inizio. Quali sono le implicazioni per gli investitori?



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



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



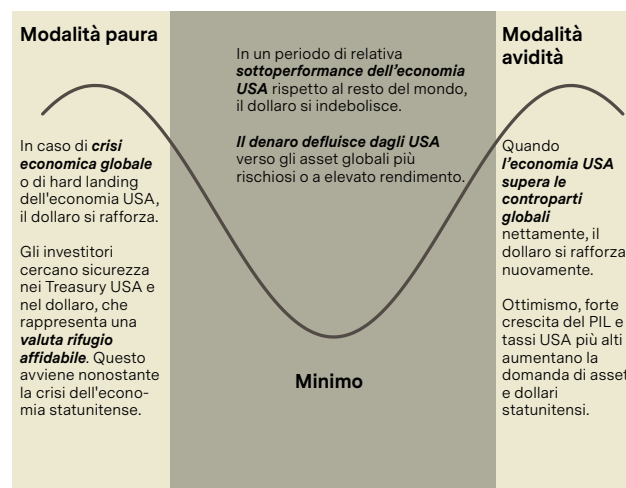
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Qualunque investitore che abbia familiarità con il mercato valutario (FX) sa bene che nel reame delle valute il dollaro regna sovrano. Dalla fine della Seconda guerra mondiale, il biglietto verde⁸ ha mantenuto il suo ruolo di valuta di riserva globale. Questo significa che le istituzioni estere (governi, banche centrali) detengono asset denominati in dollari – ad esempio i Treasury USA – per gestire il valore di cambio delle rispettive valute, contraggono prestiti in dollari per assicurare i propri creditori contro il rischio di cambio, o semplicemente usano il dollaro nelle transazioni o nei pagamenti internazionali. Il dominio del dollaro è stato un «privilegio esorbitante» per gli Stati Uniti, poiché «al Bureau of Engraving and Printing costa pochi centesimi stampare una banconota da 100 dollari, mentre gli altri Paesi devono fornire 100 dollari di beni reali per ottenerne una¹⁰».

La teoria del «sorriso» del dollaro

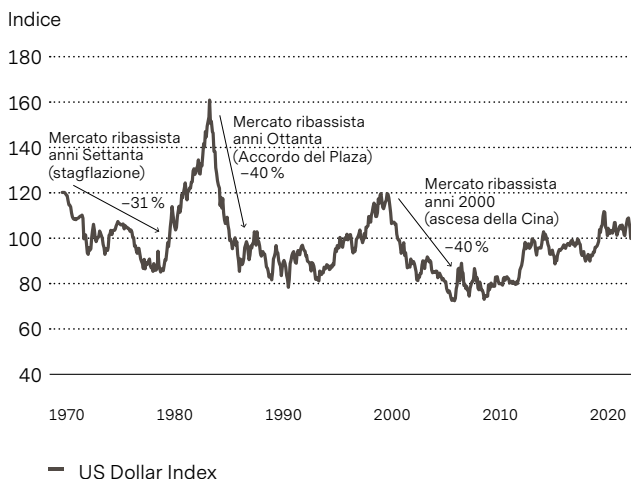
Tuttavia, poiché molte economie utilizzano un regime di cambi flessibili¹¹, nemmeno il re delle valute è immune alle oscillazioni della domanda e dell'offerta. Ed è qui che entra in gioco la teoria del «sorriso» del dollaro. Elaborata circa vent'anni fa dall'economista Stephen Jen, la teoria

Grafico 1: Questa teoria semplificata spiega il rapporto tra la situazione dell'economia e il valore del dollaro



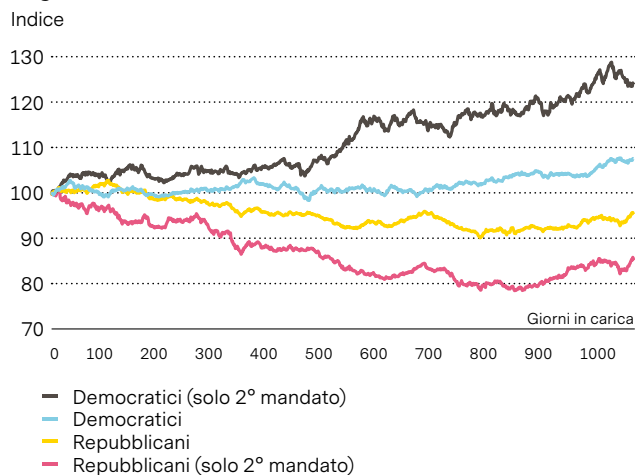
Fonte: Stephen Jen, semplificato da Vontobel.

Grafico 2: Dopo Bretton Woods, ci sono stati tre grandi mercati ribassisti del dollaro



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 maggio 2025.

Grafico 3: I Repubblicani tendono a influire negativamente sul dollaro



Performance media US Dollar Index durante i mandati presidenziali (ribasato a 100)

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 maggio 2025. Dati dal 1970.

descrive l'andamento tendenziale del dollaro in rapporto allo stato di salute dell'economia statunitense. Rappresentata visivamente da un sorriso, la teoria suggerisce che il dollaro tende ad apprezzarsi in due scenari: durante i periodi di boom economico e nelle fasi di crisi economica globale. Il lato sinistro del sorriso rappresenta la modalità «paura», in cui lo stress economico globale induce gli investitori a riversarsi sul dollaro in quanto bene rifugio. Il lato destro riflette invece la modalità «avidità», quando la solidità dell'economia statunitense attira gli investimenti e incentiva il dollaro. Al centro del sorriso, dove l'economia globale è stabile ma gli Stati Uniti non necessariamente sovraperformano, il dollaro tende spesso a indebolirsi. È questa la fase in cui la valuta si trova ai minimi – ossia nel punto più basso della curva. (grafico 1).

I mercati ribassisti del dollaro e come si manifestano

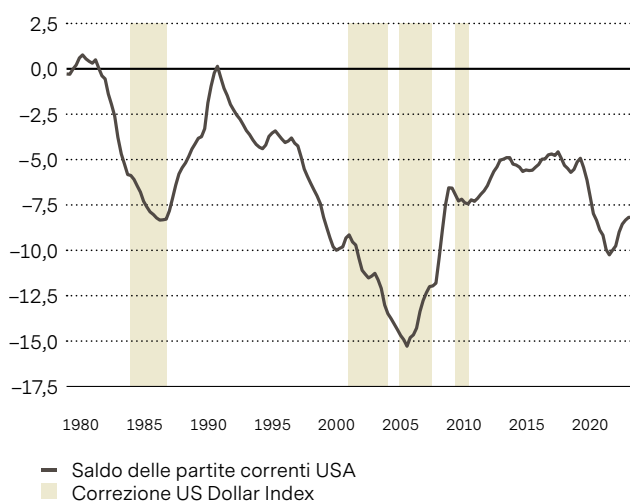
Quando il dollaro rimane ai minimi per un periodo prolungato, può entrare in una vera e propria fase ribassista. Nella storia recente, abbiamo assistito a tre mercati ribassisti del dollaro (grafico 2). Il primo fu innescato dal collasso del sistema di Bretton Woods. Nel 1944, alla conferenza di Bretton Woods, i rappresentanti di 44 nazioni alleate stabilirono di legare il valore del dollaro all'oro e ancorare altre valute al dollaro. Inizialmente il sistema funzionava bene. Con il passare del tempo, però, gli USA iniziarono ad affrontare difficoltà economiche crescenti, tra cui l'aumento della spesa pubblica per finanziare la

Guerra del Vietnam e i programmi della «Great Society¹²» del Presidente Lyndon B. Johnson e una crescente pressione inflazionistica. Nel frattempo, le economie di altri Paesi come la Germania e il Giappone crescevano molto rapidamente. Già negli anni Sessanta, il dollaro risultava fortemente sopravvalutato. Gli altri Paesi, temendo la valutazione elevata del dollaro e il crescente disavanzo statunitense, iniziarono a richiedere sempre più oro come copertura¹³ per i loro asset in dollari. A quel punto, i dollari in circolazione superavano ampiamente le riserve auree disponibili negli Stati Uniti. Nel 1971, il Presidente Richard Nixon mise fine alla convertibilità del dollaro in oro – un evento passato alla storia come «Nixon shock». Il risultato fu un prolungato mercato ribassista del dollaro, che si estese fino all'inizio degli anni Ottanta, quando il Presidente della Fed Paul Volcker alzò i tassi d'interesse in maniera aggressiva.

Il secondo grande ciclo ribassista del dollaro si è verificato tra il 1985 e il 1995. La politica monetaria restrittiva di Volcker, combinata alla politica fiscale espansiva del Presidente Ronald Reagan, aveva innescato un altro apprezzamento del dollaro. Gli USA registravano inoltre un ampio deficit commerciale, mentre i principali partner commerciali (ad es. Giappone e Germania) accumulavano surplus significativi¹⁴. Il dollaro sopravvalutato rendeva costose le esportazioni statunitensi e più economiche le importazioni, aggravando lo squilibrio in atto. Per ovviare

Grafico 4: Il deterioramento del deficit commerciale USA e un dollaro debole

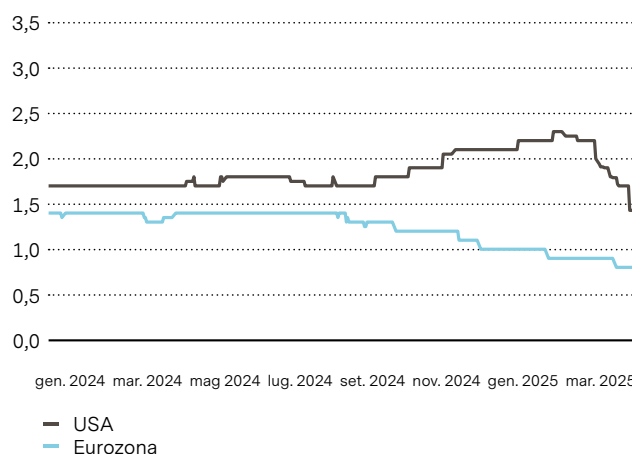
In % del prodotto interno lordo (PIL)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 maggio 2025.

Grafico 5: L'eccezionalismo americano forse è finito, vista la nuova politica commerciale e fiscale di Trump

Previsione PIL 2025, in %



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 16 maggio 2025.

a questo problema nel 1985 venne firmato l'Accordo del Plaza – un'intesa tra USA, Regno Unito, Francia, Germania Ovest e Giappone – per deprezzare il dollaro rispetto allo yen giapponese e al marco tedesco.

Arriviamo infine alla terza grande fase ribassista del dollaro, tra il 2002 e il 2008. In quel periodo, gli USA non solo avevano un deficit commerciale molto elevato, ma avevano anche aumentato il debito pubblico per finanziare i tagli fiscali e la spesa militare. Al contempo le altre economie, e in particolare la Cina, stavano crescendo a ritmi più rapidi, attirando gli investitori internazionali in cerca di rendimenti superiori rispetto a quelli offerti dagli asset statunitensi. In un contesto segnato da forti shock – tra cui lo scoppio della bolla delle dot-com, gli attacchi dell'11 settembre e le prime fasi della crisi finanziaria globale – la Fed rispose con una serie di tagli dei tassi d'interesse nel tentativo di stimolare l'economia e ripristinare la fiducia degli investitori negli asset statunitensi¹⁵.

C'è un pattern ricorrente? In genere, i cicli ribassisti del dollaro si verificano in presenza di una o più delle seguenti condizioni: il dollaro è sopravvalutato, il deficit commerciale e fiscale degli USA è molto ampio (e deve calare), la sovraperformance dell'economia USA ha raggiunto il picco, gli investitori iniziano a orientarsi verso gli asset non statunitensi, la Fed ha più margine per tagliare i tassi rispetto ad altre banche centrali, e/o i rischi

geopolitici hanno raggiunto un livello particolarmente elevato. È interessante notare che tutti e tre i principali mercati ribassisti del dollaro si sono verificati durante amministrazioni repubblicane.

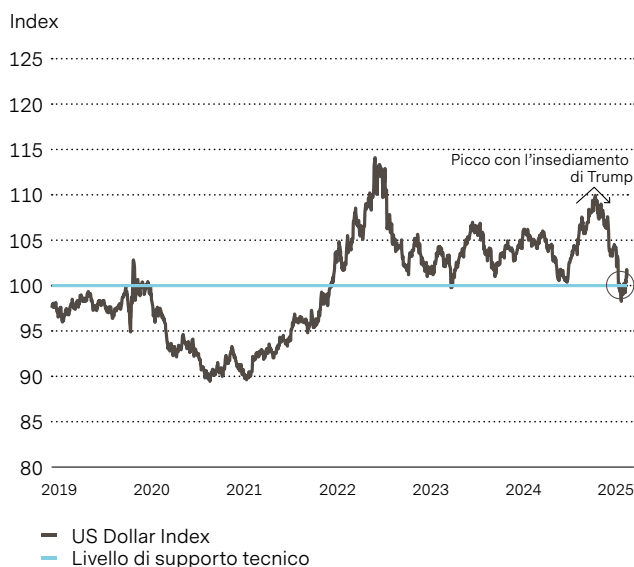
Perché riteniamo di essere all'inizio di un nuovo ciclo ribassista del dollaro

Osservando la situazione attuale, è normale chiedersi se siamo alle porte di un nuovo mercato ribassista del dollaro. A nostro avviso, la risposta è sì. Tanto per cominciare, la Casa Bianca è tornata sotto guida repubblicana – e il nuovo Presidente ha espresso apertamente la propria preferenza per un dollaro più debole¹⁶ (grafico 3). In secondo luogo, al di là della politica, il dollaro appare sopravvalutato anche in termini di parità di potere d'acquisto¹⁷ – storicamente, questo indicatore ha spesso anticipato una fase di svalutazione.

Un terzo elemento da considerare riguarda i persistenti squilibri commerciali degli Stati Uniti. Secondo lo US Bureau of Economic Analysis, a marzo 2025 il deficit in beni e servizi si attestava a USD 140,5 miliardi. Un dollaro più debole potrebbe aiutare a riequilibrare la bilancia commerciale degli Stati Uniti, rendendo le esportazioni più competitive per gli acquirenti esteri e le importazioni più costose per i consumatori statunitensi (grafico 4). Inoltre, gli Stati Uniti continuano a vivere al di sopra delle proprie possibilità. Secondo le stime del Congressional

10 Mercato in sintesi

Grafico 6: Gli investitori contro il dollaro

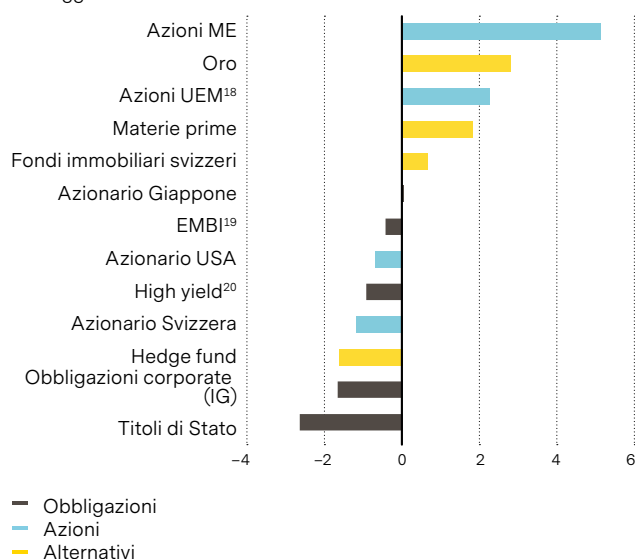


Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 maggio 2025.

Budget Office, nei primi sette mesi dell'anno fiscale 2025 il deficit federale ha raggiunto USD 1.100 miliardi, con un aumento di 196 miliardi su base annua. Di conseguenza, gli oneri per interessi sul debito hanno superato le spese per la difesa nazionale – una situazione decisamente poco sostenibile. Emergono poi segnali crescenti di un possibile declino dell'eccezionalità americana a cui ci eravamo ormai abituati, specialmente nel periodo successivo alla pandemia di Covid-19, in parte a causa dell'approccio politico del Presidente Donald Trump che ha gettato nello scompiglio il sentiment di consumatori e imprese, in parte per altre ragioni legate ai singoli Paesi (ad esempio, l'inaspettata riforma del freno al debito in Germania). Secondo un sondaggio di Bloomberg, gli economisti hanno rivisto sensibilmente al ribasso le previsioni per il prodotto interno lordo (PIL) statunitense (grafico 5). Il venir meno della sovraperformance di crescita degli USA potrebbe consentire alla Fed di tagliare i tassi d'interesse in misura maggiore rispetto alle altre banche centrali, riducendo il vantaggio di rendimento del dollaro. Infine, il sentiment degli investitori nei confronti degli USA si sta deteriorando: la linea dura di Trump sul fronte dei commerci e della politica estera ha innescato deflussi dagli asset denominati in dollari, contribuendo all'indebolimento della valuta (grafico 6).

Grafico 7: Multi Asset – cosa ha funzionato meglio in mercati con dollaro in calo?

Punteggio basato sulla correlazione storica con l'USD



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 16 maggio 2025. Dati 2008 – 2025. I rendimenti possono aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie.

I rischi a carico della nostra view ribassista sul dollaro

Pur ritenendo probabile un mercato ribassista del dollaro, alcuni fattori di rischio potrebbero temporaneamente ostacolare questa prospettiva. Anche se la sua attrattiva come bene rifugio potrebbe essersi un po' smorzata, il dollaro potrebbe ricominciare a brillare, ad esempio se la Fed adotterà un approccio eccessivamente restrittivo o se si verificherà una profonda recessione.

Quali sono le implicazioni per noi, investitori multi-asset?

Da un punto di vista storico, dai mercati ribassisti del dollaro sono sempre emersi alcuni vincitori e vinti – per nulla sorprendenti. Le azioni europee e dei ME, l'oro e le materie prime hanno registrato le performance migliori, mentre titoli di Stato e obbligazioni corporate hanno archiviato i risultati peggiori (grafico 7). Perché questo andamento non sorprende? Innanzitutto, molti mercati emergenti si finanziano in dollari. Il deprezzamento del dollaro riduce il peso del debito, liberando più capitali per crescita e investimenti. In secondo luogo, l'indebolimento del dollaro rende più economici i beni e i servizi dei ME per gli acquirenti internazionali, incentivando le esportazioni e rafforzandone le economie. Terzo, l'indebolimento del dollaro spesso spinge gli investitori a cercare alternative con rendimenti più elevati, ad esempio nei mercati emergenti o in Europa. Infine, molte economie emergenti dipendono

Grafico 8: Lo status del dollaro come valuta di riserva non è ancora in pericolo

Caratteristiche delle valute chiave e alternative

CARATTERISTICHE DELLE VALUTE	USD*	EUR*	CNY*	JPY*	GBP*	INR*	BTC*	ORO
Deposito di valore	■	■	■	■	■	■	■	■
Mezzo di scambio	■	■	■	■	■	■	■	■
Unità di conto	■	■	■	■	■	■	■	■
FATTORI ECONOMICI								
Conto capitale aperto	■	■	■	■	■	■	■	■
Può sostenere politicamente un deficit delle partite correnti	■	■	■	■	■	■	■	■
Economia di entità rilevante	■	■	■	■	■	■	■	■
Quota del commercio globale	■	■	■	■	■	■	■	■
Mercati finanziari: Dimensioni, profondità e apertura	■	■	■	■	■	■	■	■
Uso della valuta come ancoraggio	■	■	■	■	■	■	■	■
Economia stabile	■	■	■	■	■	■	■	■
SITUAZIONE GEOPOLITICA								
Solido sistema di alleanze geopolitiche	■	■	■	■	■	■	■	■
Dominanza sul fronte navale, aereo e informatico	■	■	■	■	■	■	■	■

■ High ■ Medium ■ Low

*USD = Dollaro USA, EUR = Euro, CNY = Yuan cinese, JPY = Yen giapponese, GBP = Sterlina britannica, INR = Rupia indiana, BTC = Bitcoin
Fonte: Atlantic Council's Dollar Dominance Monitor, Alpine Macro, Vontobel; maggio 2025.

fortemente dalle esportazioni di materie prime. E poiché le materie prime sono generalmente denominate in USD, il deprezzamento del dollaro può far salire i prezzi favorendone le economie.

Un trono contestato, ma non vacante

Le previsioni sulla perdita dello status del dollaro come valuta di riserva mondiale non sono certo una novità. Da anni, i Paesi BRICS²¹ discutono la possibilità di creare un'alternativa al dollaro sostenuta dalle loro stesse valute. Anche la Belt and Road Initiative²² cinese del 2013 è considerata un tentativo di ridurre la dipendenza della Cina dal dollaro e promuovere i commerci e gli investimenti in yuan. Più di recente, la guerra tra Russia e Ucraina e il conseguente congelamento delle riserve in valuta estera della banca centrale russa ad opera delle nazioni occidentali ha rinvigorito l'impegno per la de-dollarizzazione. Al vertice BRICS 2024 di Kazan, in Russia, i partecipanti hanno riconsiderato l'idea di una valuta di riserva («The Unit») potenzialmente collegata all'oro, e il Presidente russo Vladimir Putin ha addirittura presentato una sorta di prototipo di banconota BRICS.

Anche se ci aspettiamo un indebolimento strutturale del biglietto verde, non crediamo che il suo status di valuta di riserva sarà realmente messo in discussione, almeno per

ora. Questo perché qualunque valuta che intenda prendere il suo posto deve soddisfare una serie di criteri fondamentali. In primis, deve avere tutti e tre gli attributi fondamentali di una valuta: deve essere una riserva di valore, un mezzo di scambio comunemente accettato e un'unità di conto. In secondo luogo, anche il Paese che emette la valuta deve soddisfare diversi criteri. Anche se non esiste una checklist definitiva, un'analisi del Dipartimento del Tesoro USA fornisce un buon punto di partenza, considerando: 1) l'entità dell'economia nazionale, 2) l'importanza dell'economia negli scambi internazionali, 3) la dimensione, la profondità e l'apertura dei mercati finanziari, 4) la convertibilità della valuta, 5) l'impiego della valuta come ancoraggio, e 6) le politiche macroeconomiche interne²³. Idealmente, la valuta di riserva mondiale dovrebbe inoltre rispettare diversi «criteri geopolitici»: il Paese emittente deve poter contare su alleanze geopolitiche solide e su una superiorità strategica in ambiti chiave come la potenza navale, aerea e informatica. Come mostra il grafico 8, sebbene ci siano dei potenziali candidati, il dollaro continua a superare nettamente i rivali in tutti gli aspetti fondamentali richiesti a una valuta di riserva²⁴.

Una situazione tesa



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

Il recente declassamento del rating creditizio degli Stati Uniti da parte di Moody's è stato più una conferma che uno shock, ma accende i riflettori sul disavanzo crescente di Washington, mentre gli investitori si preparano a un'ondata di nuovi Treasury. In un contesto privo di alternative valide al debito USA, i rendimenti possono rimanere volatili ma le fondamenta del mercato appaiono solide. La Fed ha segnalato un approccio attendista fino all'autunno e gli operatori prevedono ora due soli tagli entro fine anno.

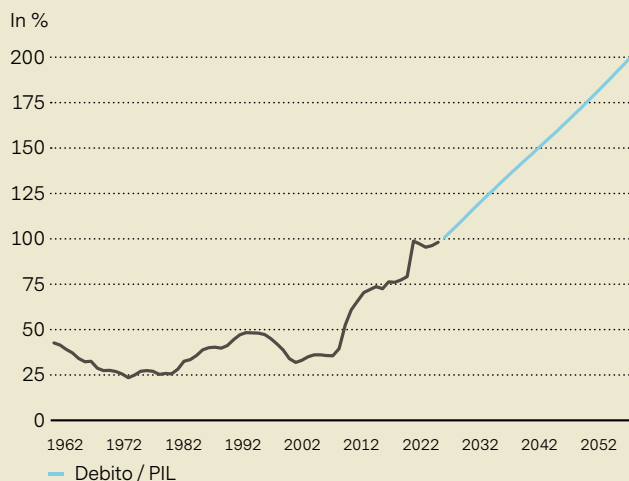
La decisione di Moody's del 16 maggio di revocare l'ultimo rating top-tier ancora attribuito agli Stati Uniti ha avuto un impatto prevalentemente simbolico. A differenza del declassamento di S&P nel 2011, che aveva scosso i mercati, e di quello di Fitch, accolto con relativa indifferenza, l'intervento di Moody's conferma ciò che i mercati già sapevano: la traiettoria fiscale USA è motivo di preoccupazione e l'attuale clima politico non offre grandi rassicurazioni.

Sarà il catalizzatore che il mercato obbligazionario stava aspettando? Gli investitori hanno i nervi a fior di pelle, con il peggioramento dei deficit e un'ondata di nuove emissioni che spinge i rendimenti al rialzo. Forse il declassamento di Moody's non influenzerà direttamente i mercati, ma sottolinea l'indisponibilità (o l'incapacità) di Washington di contenere la spesa. Ad esempio, la proposta di estendere i tagli delle imposte gonfierebbe il deficit di oltre USD 3'500 miliardi nei prossimi 10 anni²⁵ e se resa permanente spingerebbe il rapporto debito/PIL degli USA verso il 200% nell'arco di una generazione²⁶ (grafico 1), un livello superato solo da Giappone e Sudan. Nonostante ciò, l'assenza di alternative valide continua a supportare il mercato profondo e liquido dei Treasury, anche se l'ampliamento del deficit fiscale potrebbe mantenere elevati i premi a termine e la volatilità.

Gli operatori rimangono dell'opinione che la Fed allenterà la politica entro fine anno. Se inflazione, crescita e occupazione rallenteranno, la Banca centrale interverrà. I policymaker ribadiscono: prima osservare, poi agire. Le tensioni commerciali e le prospettive di crescita incerte richiedono però ulteriori dati prima di valutare eventuali tagli. Altri si allineano a questa posizione prudente perché, anche se l'inflazione è in calo, i dazi e le aspettative sui prezzi continuano a rappresentare un ostacolo. Gli operatori hanno dunque dimezzato le aspettative sui tagli rispetto a poche settimane fa (grafico 2).

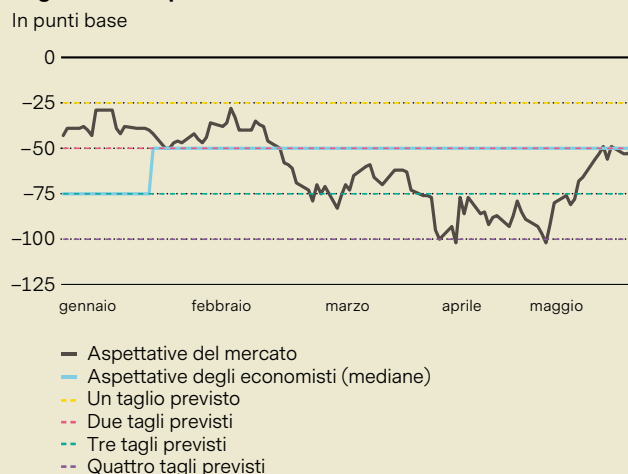
Per ora l'approccio della Fed è chiaro: aspettare, analizzare i dati e rivalutare a settembre.

Grafico 1: Effetti sul budget della tax bill di maggio 2025



Fonte: LSEG, The Budget Lab at Yale, Vontobel; dati al 21 maggio 2025.

Grafico 2: Quali sono le aspettative del mercato? Tagli dei tassi previsti entro dicembre 2025



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 21 maggio 2025.

Cosa accadrà dopo il rally di sollievo?



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

Con la tregua di metà maggio tra Cina e Stati Uniti, la narrativa sui dazi ha invertito la rotta. I mercati hanno recuperato gran parte delle perdite, sostenuti anche da una solida stagione degli utili nel primo trimestre. Quale sarà il prossimo filo conduttore dei mercati?

Dalla tregua del 9 aprile, gran parte dei mercati ha chiuso in positivo, soprattutto le mega-cap tech e i titoli USA legati all'IA (grafico 1), che rappresentano oltre il 40% della capitalizzazione di mercato dell'Indice S&P 500 e più di un terzo dei suoi profitti e sono dunque determinanti per la traiettoria dell'azionario USA. Dopo una buona stagione degli utili, le principali tech hanno confermato o rivisto al rialzo la guidance. Le revisioni degli utili sono neutrali e si stima una crescita del 15%, contribuendo per oltre un quarto all'aumento degli utili dell'S&P 500 nel 2025–2026.

Ma le previsioni di utile per i mercati azionari più ampi continuano a peggiorare, ad eccezione dei ME. Con il rally recente, le valutazioni sono tornate ai picchi di inizio anno. L'S&P 500 tratta a un P/E forward²⁷ 2025 di oltre 20x,

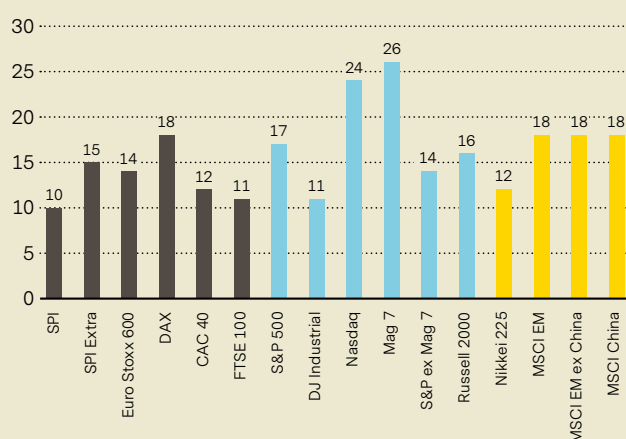
esclusi i titoli tecnologici/Magnifici 7²⁸, e di circa 22x in generale – ben sopra la media decennale. L'Europa e i ME mostrano dinamiche simili, pur con estremi meno pronunciati (grafico 2).

I mercati scontano appieno il rischio legato ai dazi? A nostro avviso no. Tre sono i principali fattori di rischio. Innanzitutto, le tensioni potrebbero riaccendersi quest'estate, come si è visto più recentemente con l'Europa, riecheggiando la volatilità seguita alla tregua del 2018. Inoltre, nonostante le riduzioni, i dazi medi restano elevati (15–18%), ben al di sopra dei livelli di fine 2024, e coinvolgono più di 150 Paesi e USD 3'000 miliardi di importazioni USA. Supporre un impatto nullo sulla crescita appare troppo ottimistico. Infine, i rendimenti dei Treasury decennali USA sono risaliti sopra il 4,5%, in parte per l'aumento delle aspettative inflazionistiche, un contesto storicamente negativo per l'azionario. Riteniamo che l'impatto inflazionistico sarà limitato e temporaneo. Non si tratta di uno shock dell'offerta: mancano stimoli fiscali ampi e le scorte di beni durevoli restano elevate. Se il rallentamento è indotto dalla politica, sarà probabilmente di breve durata.

Il calo delle stime sugli utili 2025 apre spazio a un rimbalzo nel 2026 grazie a effetti base favorevoli. Con inflazione stabile e assenza di shock, la Fed potrebbe tagliare i tassi, sostenendo l'espansione dei multipli. Questo giustifica il nostro approccio costruttivo e il sovrappeso sui ME.

Grafico 1: Cos'è accaduto sui mercati azionari dopo l'annuncio della tregua dei 90 giorni il 9 aprile?

Rendimento totale in valute locali, in %

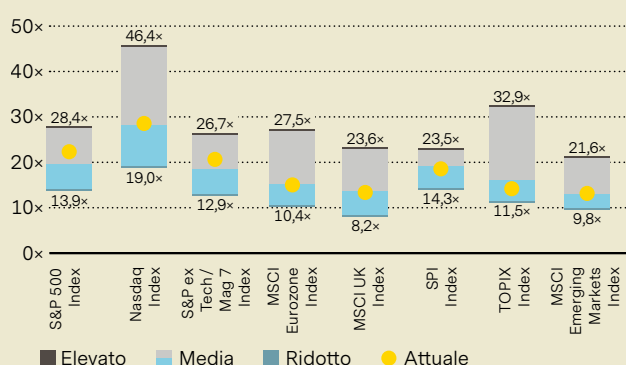


Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 22 maggio 2025.

I rendimenti possono aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie.

Grafico 2: Rapporto P/E forward* 2025 rispetto agli ultimi 10 anni

Stime P/E forward 2025



* Il rapporto prezzo/utili forward (P/E) è un indice usato per valutare il valore relativo delle azioni di una società in riferimento al potenziale di utile futuro

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 22 maggio 2025.

Il greggio come la Gioconda



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

Da quando Leonardo ha dipinto il sorriso della Gioconda, oltre 500 anni fa, il mondo si interroga sul suo significato. Oggi anche la curva del petrolio sorride. Ma in modo molto meno enigmatico²⁹.

Oggi la curva dei futures del greggio appare piuttosto rassicurante: la linea traccia infatti un sorriso, partendo in discesa («backwardation») per poi proseguire in traiettoria ascendente³⁰ («contango»). Questa struttura piuttosto rara indica una contrazione a breve termine e un eccesso di offerta a lungo termine.

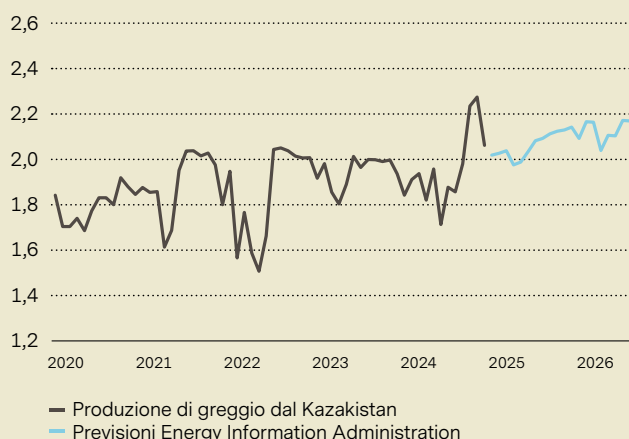
Una situazione simile era accaduta nel 2014: a giugno il Brent trattava a USD 115 a barile ed è poi sceso sotto la soglia di 60 a fine anno. I motivi? L'eccesso di offerta collegato al boom dello shale statunitense, il calo della domanda dall'Europa e dalla Cina e la politica di output dell'OPEC+, i cui membri hanno rifiutato di ridurre la produzione nonostante l'eccesso di offerta. Il sorriso che vediamo oggi è riconducibile a fattori simili.

Nel breve termine il mercato beneficerà dei fattori stagionali (stagione di guida negli USA) ma nel lungo periodo sarà probabilmente inondato di offerta. La guerra commerciale, con le conseguenti preoccupazioni per la crescita economica, riduce la domanda di petrolio. Al contempo, l'OPEC+ non sta più cercando di contenere artificialmente l'offerta: ha infatti annunciato una crescita dell'output maggiore del previsto per aprile, maggio e giugno – quasi un milione di barili al giorno. Le possibili spiegazioni? Il desiderio di compiacere Trump (che auspica un calo dei prezzi) o un tentativo di punire i membri del gruppo che producono in eccesso (che vengono danneggiati dal calo dei prezzi). Qualunque sia il motivo, l'esponente principale dell'OPEC+, l'Arabia Saudita, sembra aver preso due piccioni con una fava. Innanzitutto, ha riportato il Kazakistan (noto sovrapproduttore) nei ranghi – almeno per ora (grafico 1). In secondo luogo, ha messo i bastoni tra le ruote dei produttori non-OPEC+³¹ (grafico 2). Resta comunque da vedere se il Kazakistan conterrà realmente la produzione visto che in passato, nonostante gli impegni presi, ha spesso superato la quota prevista. Se la produzione del Kazakistan sorprenderà di nuovo al rialzo, l'OPEC+ potrebbe incrementare ancora l'output (spingendo ulteriormente al ribasso il petrolio).

Questo spiega il nostro outlook strutturalmente ribassista sul petrolio – a meno che l'Iran non finisca di nuovo nel mirino di Trump, come nel suo primo mandato. Non è tuttavia il nostro scenario centrale, perché ostacolerebbe il suo obiettivo di portare il petrolio sotto i USD 50 al barile.

Grafico 1: Il Kazakistan ha promesso di attenersi alla quota assegnata

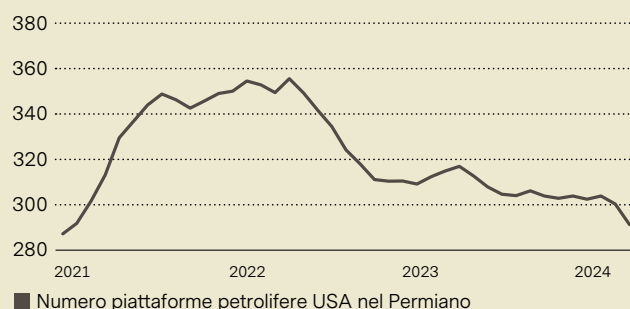
Milioni di barili al giorno



Fonte: LSEG, Vontobel; aprile 2025.

Grafico 2: Le piattaforme nel Bacino Permiano* diminuiscono più velocemente

Numero effettivo piattaforme**



*Si estende dal New Mexico e copre gran parte del Texas occidentale. È considerato la principale regione produttrice di petrolio negli USA.

**L'effettivo numero di piattaforme è un indicatore anticipatore della domanda di prodotti utilizzati per la trivellazione, la produzione e il trattamento di idrocarburi.

Fonte: Baker Hughes, Vontobel; al 21 maggio 2025.

Valute sotto pressione



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

Aumentano le speculazioni su una nuova versione dell'Accordo del Plaza, motivata dal forte apprezzamento delle valute asiatiche come il dollaro di Taiwan e il won coreano. In ogni caso, la traiettoria generale del dollaro USA sembra sempre più orientata al ribasso a causa di profondi squilibri strutturali.

Il dollaro mantiene un ruolo centrale nella finanza globale, ma la fiducia inizia a vacillare. Pur restando sopravvalutato (grafico 1), ha iniziato a perdere terreno. Se la storia si ripettesse, potremmo assistere a un deprezzamento annuo del 3-4% nel prossimo decennio, come dopo l'Accordo del Plaza negli anni '80 (cfr. Mercato in sintesi, p. 6). L'aumento dei rendimenti a lungo termine non sostiene il dollaro, anzi ne accentua la debolezza. Il declassamento di Moody's ha evidenziato le fragilità fiscali degli USA. In un contesto di dominio valutario incerto, le crepe dai deficit gemelli alle tensioni sul debito pesano sempre più su bond e valute.

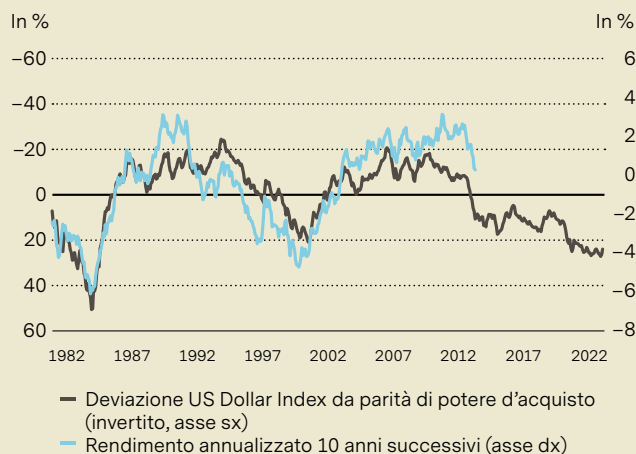
La Svizzera sta scivolando verso la deflazione³², e la Banca Nazionale Svizzera (BNS) sta esaurendo le opzioni. Dopo aver avviato il ciclo di allentamento del G10 a marzo 2024, oggi l'inflazione nel Paese è quasi azzerata: headline 0%,

core 0,6%. Senza l'effetto ritardato dell'aumento dei canoni di locazione, la crescita dei prezzi sarebbe già negativa. Ma questo effetto si sta esaurendo rapidamente: nei prossimi mesi, il calo dei tassi sui mutui farà scendere l'inflazione degli affitti.

Secondo le previsioni, la BNS taglierà nuovamente i tassi a giugno, portando il tasso di riferimento a zero. Ma il ciclo di allentamento non finirà qui: se l'inflazione rimarrà debole saranno possibili altri tagli, anche con segno negativo – i mercati scontano già un altro taglio, al -0,25% (grafico 2). Il ritorno ai tassi negativi è un'ultima risorsa, con effetti potenzialmente controproducenti: penalizza i profitti bancari e non stimola il credito. Potrebbe indebolire il franco, ma l'allentamento della Banca Centrale Europea può mantenere i differenziali a favore della valuta svizzera.

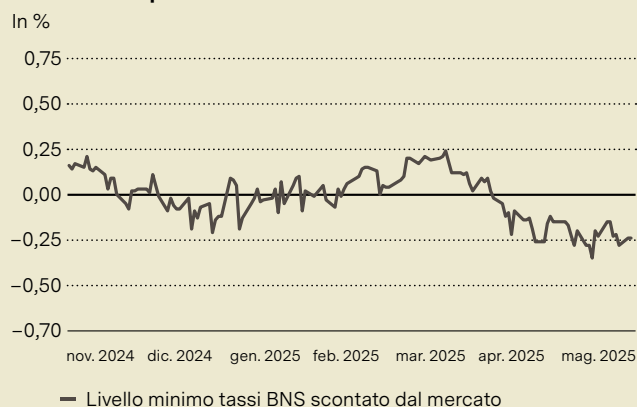
Se la valuta non rispondesse ai tassi, la BNS potrebbe intervenire direttamente sul cambio. Il Presidente Martin Schlegel ha già dichiarato di essere pronto, ritenendo eccessiva la solidità del franco. In breve, la BNS è con le spalle al muro: l'inflazione è troppo bassa, i tassi sono vicini allo zero e il franco è troppo forte. Un taglio a zero sembra imminente. Dopodiché, le scelte divengono più difficili.

Grafico 1: Quando la sopravvalutazione si fa sentire



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 21 maggio 2025.
I rendimenti possono aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie.

Grafico 2: Livello minimo in calo: i mercati spingono al ribasso le aspettative sul tasso finale della BNS



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 21 maggio 2025.

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 %)		2024 ¹	ATTUALE ¹	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Globale (G20)		3,0	1,5	2,2	2,3	
Eurozona		0,9	0,9	0,8	1,1	
USA		2,8	2,0	1,4	1,5	
Giappone		0,1	1,7	0,8	0,8	
Regno Unito		0,9	1,3	1,0	1,1	
Svizzera		1,3	1,6	1,1	1,4	
Australia		1,0	1,3	1,8	2,3	
Cina		5,0	5,4	4,3	4,0	
						PROSPETTIVE VONTOBEL IN 2025 ⁵
INFLAZIONE		2024 ²	ATTUALE ²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Eurozona		2,4	2,2	2,1	1,9	→
USA		3,0	2,3	3,1	2,8	→
Svizzera		1,1	0,0	0,4	0,7	↓
						PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)		2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	
EUR (tasso di deposito)		3,00	2,25	1,91	1,87	↓
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)		4,50	4,50	4,30	3,60	↓
CHF		0,50	0,25	0,00	0,00	→
						PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)		2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	
EUR (Germania)		2,37	2,65	2,56	2,78	↓
USD		4,57	4,58	4,18	4,1	↓
CHF		0,33	0,40	0,43	0,56	↓
						PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
TASSI DEI CAMBI		2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	
CHF per EUR		0,94	0,93	0,94	0,95	↑
CHF per USD		0,91	0,83	0,83	0,82	↓
USD per EUR		1,04	1,13	1,14	1,16	↑
						PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
MATERIE PRIME		2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	
Brent, USD per barile		75	64	67	69	↓
Oro, USD per oncia troy		2'625	3'312	3'048	3'103	→
Rame, USD per tonnellata metrica		8'768	9'534	9'200	9'605	↓

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

¹ Soggetto a revisioni (ad esempio, potenziali revisioni dei dati del Q4)
² Ultimo trimestre disponibile
³ Soggetto a revisioni
⁴ Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali
⁵ ↑ sopra il consenso, → in linea con il consenso, ↓ sotto il consenso

Informativa e disclaimer

1. Disclaimer e fonti

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

Il presente documento ha scopo puramente informativo e non rappresenta una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di un titolo né alla presentazione di un'offerta di acquisto o sottoscrizione.

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.

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, commerciabilità 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.

18 Informazioni legali

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

2. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

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

Information for German clients

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

Additional information for UK clients

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

Informazione per investitori italiani

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

Glossario e fonti

- ¹ Fonte: Bank of America, Global Fund Manager Survey, maggio 2025
- ² Un hard landing si verifica quando l'economia rallenta bruscamente dopo una fase di espansione, spesso sfociando in recessione.
- ³ Fonte: articolo Bloomberg pubblicato il 4 maggio 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-05-04/kato-says-won-t-use-sale-of-us-treasury-in-trade-negotiations](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-04/kato-says-won-t-use-sale-of-us-treasury-in-trade-negotiations)
- ⁴ Sottopeso significa che l'Investment Committee della Boutique Multi Asset ha una preferenza inferiore per una classe di attivi o sotto-classe di attivi.
- ⁵ Neutrale significa che l'Investment Committee della Boutique Multi Asset non ha né una preferenza maggiore né minore per una classe o sotto-classe di attivi.
- ⁶ Sovrappeso significa che l'Investment Committee della Boutique Multi Asset ha una preferenza maggiore per una classe di attivi o sotto-classe di attivi.
- ⁷ L'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC) e relativi alleati (OPEC+) è un importante gruppo di produttori ed esportatori di petrolio come l'Arabia Saudita, l'Iran e la Russia.
- ⁸ Soprannome del dollaro, che deriva dal colore verde del retro delle banconote.
- ⁹ L'espressione «privilegio esorbitante» (privilège exorbitant) è stata utilizzata per la prima volta negli anni Sessanta dal Ministro delle finanze francese Valéry Giscard d'Estaing.
- ¹⁰ Fonte: Barry Eichengreen: «Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International monetary system» (2012).
- ¹¹ Si ha un regime di cambi flessibili quando il valore del denaro di un Paese sale e scende liberamente in funzione del numero di persone che vogliono acquistarlo o venderlo, piuttosto che essere stabilito dal governo.
- ¹² Insieme di iniziative del governo lanciate negli anni Sessanta per ridurre la povertà, migliorare l'istruzione e la sanità e promuovere i diritti civili negli Stati Uniti.
- ¹³ Riserve d'oro utilizzate per garantire o supportare il valore degli asset denominati in dollari detenuti dai governi esteri.
- ¹⁴ Questo significa che gli USA importavano più merci, servizi e capitali di quanti ne esportassero, mentre altri Paesi erano nella situazione opposta.
- ¹⁵ Il calo dei tassi d'interesse negli USA può ridurre il rendimento degli asset denominati in dollari.
- ¹⁶ Fonte: articolo Bloomberg, pubblicato il 18 luglio 2024. [bloomberg.com/opinion/articles/2024-07-18/trump-s-weak-dollar-clashes-with-inflation-other-economic-priorities](https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2024-07-18/trump-s-weak-dollar-clashes-with-inflation-other-economic-priorities)
- ¹⁷ Mette a confronto il valore delle diverse valute sulla base del costo di un paniere comune di beni e servizi, ed è spesso utilizzato per capire se una valuta è sopravvalutata o sottovalutata rispetto a un'altra.
- ¹⁸ Le azioni dell'UEM si riferiscono ai titoli azionari di società con sede in paesi che fanno parte dell'Unione Economica e Monetaria (UEM) dell'Unione Europea.
- ¹⁹ EMBI sta per Emerging Market Bonds Index (Indice delle obbligazioni dei mercati emergenti).
- ²⁰ High yield si riferisce a obbligazioni che offrono tassi d'interesse (rendimenti) più elevati perché comportano un rischio di credito più alto.
- ²¹ Le nazioni BRICS erano inizialmente Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica. Nel 2025, i Paesi membri sono 10: Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica, Egitto, Etiopia, Indonesia, Iran ed Emirati Arabi Uniti.
- ²² Il piano della Cina di investire in strade, ferrovie, porti e altri progetti in tutto il mondo per semplificare gli scambi commerciali e rafforzare la sua influenza globale.
- ²³ Fonte: Dipartimento del Tesoro USA «Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies» (2009), home.treasury.gov/system/files/206/FXReportFINALOctober152009.pdf
- ²⁴ Fonte: The Atlantic Council's Dollar Dominance Monitor (2025), atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/
- ²⁵ Fonte: articolo Reuters pubblicato il 22 maggio 2025. [reuters.com/world/us/us-house-republicans-set-pre-dawn-votes-get-trump-tax-bill-over-finish-line-2025-05-22/](https://www.reuters.com/world/us/us-house-republicans-set-pre-dawn-votes-get-trump-tax-bill-over-finish-line-2025-05-22/)
- ²⁶ Fonte: articolo Washington post pubblicato il 22 maggio 2025. [washingtonpost.com/business/2025/05/22/trump-tax-bill-debt-investor-bonds/](https://www.washingtonpost.com/business/2025/05/22/trump-tax-bill-debt-investor-bonds/)
- ²⁷ Il rapporto P/E forward è un indice usato per valutare il valore relativo delle azioni di un'azienda in riferimento al potenziale di utile futuro
- ²⁸ Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta Platforms, Tesla.
- ²⁹ La curva del greggio, o curva dei future del petrolio, è una rappresentazione grafica dei prezzi dei contratti future per il greggio. Mostra il prezzo del petrolio in diversi momenti futuri. La forma della curva può indicare le aspettative del mercato sui prezzi futuri del petrolio.
- ³⁰ Quando un mercato è in backwardation, il prezzo forward dei contratti future è inferiore al prezzo spot attuale. Nella fase contango, il prezzo forward è superiore al prezzo spot.
- ³¹ I produttori non-OPEC+ necessitano di prezzi molto più elevati per arrivare al break-even rispetto ai produttori OPEC+. Se i prezzi del petrolio sono troppo bassi, i produttori non-OPEC+ spesso riducono la produzione.
- ³² Fonte: articolo Wall Street Journal pubblicato il 5 maggio 2025. [wsj.com/finance/currencies/switzerland-nears-deflation-as-snb-mulls-rate-cuts-ad6ea1b7](https://www.wsj.com/finance/currencies/switzerland-nears-deflation-as-snb-mulls-rate-cuts-ad6ea1b7)

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

