

# Outlook & Convictions

BANCA PRIVATA

#13



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

## Impressum

Direttore della pubblicazione: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO

Capo redattore: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research

Coordinatrice editoriale: Ariane Girouard

Completato in data 10 aprile 2025

Creazione e realizzazione: Edmond de Rothschild

Immagini: Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock

<b>Editoriale</b> <b>di Nicolas Bickel, CFA</b>	4
<b>Materie prime</b> <b>di Manuel Maleki, Ph. D.</b> I dubbi sulla domanda e sull'offerta fanno crollare i prezzi nel 1° trimestre	6
<b>Azioni</b> <b>di Hervé Prettre e Emilie Magnien</b> Contro ogni aspettativa, la performance dell'Europa supera quella dell'America	9
<b>Europa</b> <b>di Hervé Prettre</b> Le banche europee continuano a sovraperformare	12
<b>Stati Uniti</b> <b>di Anthony Toupin</b> I Magnifici 7 o i Malefici 7: la fine di una leadership assoluta?	15
<b>Focus settoriale</b> <b>di Hervé Prettre e Darius Bakhtari</b> La difesa e l'industria europee si risvegliano di fronte all'isolazionismo di Trump	18
<b>Mercati emergenti</b> <b>di Xiadong Bao</b> Dove si nasconde la crescita?	23
<b>Obbligazioni</b> <b>di Guilhem Savry</b> Fine del limite al debito tedesco: quale impatto sul mercato obbligazionario europeo?	26
<b>Private Markets</b> <b>di Matthieu George, CFA</b> La liquidità nei Private Markets, un indicatore chiave	29
<b>Forex</b> <b>di Jean-Marc Guillot</b> Dalla volubilità politica alla volatilità dei mercati	32



**Nicolas Bickel, CFA**

Group Head of Investment Private Banking & CIO

I mercati finanziari avevano iniziato l'anno con grandi speranze, in parte legate alle promesse di Donald Trump riguardanti i tagli alle tasse e l'attuazione di misure ultraliberiste. Tuttavia, di fronte al tergiversare della nuova amministrazione statunitense e ai nuovi dazi annunciati all'inizio di aprile, gli investitori hanno perso un po' di pazienza e fiducia.

Dall'inizio dell'anno, infatti, i mercati hanno registrato una serie di inversioni di tendenza, influenzate soprattutto dalle decisioni del governo statunitense e culminate nell'annuncio di massicci dazi nei confronti di quasi tutti i Paesi del mondo. L'inversione di tendenza più evidente ha riguardato i titoli azionari statunitensi con le quotazioni più elevate, che sono stati particolarmente colpiti dai recenti movimenti di mercato. Ciò è ancora più vero per i settori della tecnologia e dell'intelligenza artificiale (AI), che sono stati i catalizzatori chiave per il mercato negli ultimi due anni. I titoli Value e difensivi hanno resistito meglio dall'inizio dell'anno, mentre i titoli Growth e le società internazionali - i leader degli ultimi anni - hanno sofferto molto, soprattutto da metà febbraio.

*Sullo sfondo stiamo assistendo alla fine della Pax Americana, un periodo di relativa stabilità globale sotto l'influenza dominante degli Stati Uniti e garantita dalla loro difesa militare.*

Inoltre, i ripetuti attacchi del presidente Trump agli alleati storici e ai principali partner commerciali degli Stati Uniti hanno suscitato reazioni politiche molto forti, soprattutto in Europa, come ad esempio le proposte di eccezioni alle regole di bilancio allo scopo di aumentare la spesa per la difesa nei Paesi europei e la spesa per le infrastrutture in Germania, che hanno sostenuto fortemente le azioni di questi settori prima dello shock causato dal "Liberation Day". Questi annunci hanno innalzato le stime di

inflazione a lungo termine e indebolito la percezione della solvibilità, in particolare in Germania, Paese che ha visto i suoi tassi decennali salire temporaneamente al 2,9%, il livello più alto dal 2011, con tassi reali superiori allo 0,9%. È probabile che i rendimenti delle obbligazioni sovrane europee si collochino ora in un range più alto a causa di questo nuovo contesto di aumento dei deficit. Le azioni europee, che hanno prezzi più convenienti rispetto alle loro controparti statunitensi, sono state favorite dagli investitori, riposizionatisi sui titoli ciclici e in particolare su quelli con una significativa esposizione interna a fronte dei rischi legati ai dazi doganali. Sono stati soprattutto i multipli in aumento a sostenere le azioni europee dall'inizio dell'anno e non la crescita degli utili per azione. Questi ultimi hanno superato di poco le aspettative del mercato, sostenuti soprattutto dalle aziende esportatrici e dalla debolezza dell'euro.

*Questi cambiamenti di tendenza nei mercati finanziari, riflessi in primo luogo dalla sovraperformance dell'Europa nel primo trimestre e dall'estrema volatilità dei mercati azionari, sono l'inizio di una tendenza di fondo o un fenomeno transitorio legato all'attuale clima di incertezza?*

Notiamo che molti indicatori, come le previsioni di crescita del PIL e gli indicatori del *sentiment* negli Stati Uniti, sono peggiorati. Anche gli indicatori della fiducia dei consumatori statunitensi sono ai minimi da tre anni, con chiare aspettative di un deterioramento dell'occupazione e di un calo della spesa. A gennaio la bilancia commerciale statunitense ha registrato un deficit record di 153 miliardi di dollari a causa delle massicce importazioni da parte delle aziende statunitensi in vista delle misure tariffarie annunciate all'inizio di aprile, il che ha fatto crollare le stime di crescita per il primo trimestre. In questo contesto di grande incertezza, l'oro ha continuato a battere nuovi record di valutazione, superando i 3.000 dollari l'oncia, rispetto a meno della metà di cinque anni fa. Allo stesso tempo, il dollaro si è nettamente indebolito rispetto alla maggior parte delle valute, compreso l'euro, anche se i dazi avrebbero dovuto rafforzarlo.

Gli investitori che hanno mantenuto un buon equilibrio nei loro portafogli tra azioni e obbligazioni hanno motivo di essere rassicurati. Nel primo trimestre abbiamo assistito a un aumento della correlazione tra tassi di interesse e azioni, soprattutto negli Stati

Uniti. Ciò ha aumentato l'attrattività delle obbligazioni *investment grade* e dell'oro in un portafoglio diversificato e ha permesso in parte di compensare il contributo negativo delle azioni dall'inizio dell'anno, limitando i ribassi nei portafogli.

Diversi studi dimostrano che gli investitori, soprattutto i retail, hanno approfittato della flessione del mercato per rafforzare le loro posizioni azionarie. Ciò è confermato dai notevoli flussi di acquisto durante le recenti correzioni e dai volumi record di azioni scambiate, in particolare durante il rimbalzo del 9 aprile.

*Dobbiamo inoltre guardarci bene dall'annunciare troppo presto la fine della sovraperformance delle azioni statunitensi, che dura da oltre quindici anni!*

Dall'inizio dell'anno, la performance degli indici statunitensi è stata nettamente inferiore a quella delle azioni europee. Tuttavia, i periodi di sovraperformance delle azioni europee sono durati molto raramente più di qualche trimestre e le divergenze di prezzo, come quelle che hanno caratterizzato la fine del 2024, si sono verificate solo in rare occasioni. Dopo il risveglio dell'Europa all'inizio del 2025, potremmo assistere al ritorno dell'eccezionalità americano nel giro di pochi mesi.

Inoltre, gli sconvolgimenti estremi dell'aprile 2025 ci hanno insegnato alcune lezioni. La decisione di Donald Trump di ridurre i dazi doganali al 10% per un periodo di tre mesi (esclusa la Cina), in risposta alle pressioni dei principali banchieri e industriali e all'impennata dei tassi di interesse sovrani statunitensi, sembra aver rassicurato almeno temporaneamente gli investitori sulla sua capacità di ascoltare l'economia e i mercati. Questo elemento sembrava essere stato messo in discussione dal suo approccio ideologico protezionista, che poneva chiari rischi per l'economia (e per la sua popolarità) e segnala il ritorno di una certa "Trump put", piuttosto positiva per le azioni statunitensi. I tanto attesi tagli alle tasse dovrebbero inoltre sostenere i consumi, un motore fondamentale della crescita negli Stati Uniti.

Tuttavia la ripresa dei mercati emergenti dopo l'annuncio dei dazi sarà probabilmente più lenta, poiché molti di essi (ad eccezione della Cina) hanno poche opportunità di introdurre importanti piani di stimolo, a differenza dei Paesi sviluppati. I prossimi mesi saranno costellati da negoziati bilaterali tra molti

Paesi e l'amministrazione statunitense. Tra misure di ritorsione e tagli volontari dei dazi doganali nella speranza di suscitare una reazione positiva da parte degli Stati Uniti, le prospettive di una guerra commerciale su larga scala non sono ancora chiare.

In questo numero di Outlook & Convictions presentiamo le nostre convinzioni sui mercati azionari e obbligazionari per il secondo trimestre del 2025. Analizziamo la rinascita dei settori della difesa, dell'industria e delle banche europee di fronte all'isolazionismo degli Stati Uniti e il futuro dei Magnifici 7 in questo contesto. Diamo inoltre uno sguardo alle ultime tendenze sui mercati delle materie prime, valutarie ed emergenti e affrontiamo il tema della liquidità sui Private Markets. In un contesto caratterizzato da alti livelli di incertezza, spero che la lettura di questa nuova pubblicazione vi fornisca un'utile visione dei mercati.



Guarda il video

## I dubbi sulla domanda e sull'offerta fanno crollare i prezzi nel 1° trimestre

Come abbiamo scritto nel precedente Outlook & Convictions, la politica, in particolare quella statunitense, ha avuto un impatto molto forte sui prezzi delle materie prime.



### Petrolio: le incertezze pesano sul prezzo dell'oro nero

Il mercato del petrolio continua ad essere altamente volatile, con prezzi in netto calo. Tra gennaio e marzo 2025, il prezzo del Brent è sceso di quasi 10 dollari al barile, passando da oltre 80 a 70 dollari. **Questo calo può essere spiegato da fattori sia fondamentali che geopolitici.** In termini di relazioni internazionali, la prospettiva di negoziati tra gli Stati Uniti, l'Ucraina e la Russia, il secondo produttore mondiale con quasi 10 milioni di barili al giorno (mb/g) (cfr. grafico 1), lascia intravedere la possibilità di sanzioni meno severe contro il petrolio russo, che beneficerebbe così di un accesso facilitato al mercato mondiale. Allo stesso tempo, però, gli investitori hanno ricevuto segnali contrastanti per quanto riguarda le relazioni tra Stati Uniti e Iran, caratterizzate da crescenti tensioni da quando Donald Trump si è insediato a fine gennaio 2025. Queste tensioni potrebbero portare a una riduzione delle esportazioni di petrolio iraniano, un Paese che produce quasi 4 milioni di barili di petrolio al giorno, ovvero il 4% della produzione mondiale.

**L'inizio dell'anno è stato segnato anche dall'annuncio dell'aumento della produzione da parte dei Paesi OPEC+** (un'alleanza che comprende i membri dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio, più una dozzina di altri Paesi produttori, tra cui la Russia). Gli investitori si sono concentrati soprattutto sull'annuncio dell'aumento della produzione a partire da aprile, che ha contribuito al calo dei prezzi. Tuttavia, è importante notare che l'OPEC+ ha chiarito che terrà conto delle condizioni di mercato e che potrebbe fare marcia indietro molto rapidamente se necessario. Rappresentando oltre il 40% della produzione mondiale, l'OPEC+ è una componente essenziale del mercato. Come le banche centrali, l'OPEC+ si è da lungo tempo definita **"dipendente dai dati"**.

Il 3 aprile 2025 però l'OPEC+ ha deciso di aumentare la propria produzione per punire i Paesi non allineati come il Kazakistan, che non avevano rispettato le quote, producendo più del pattuito. La combinazione tra l'annuncio dei dazi e questo cambiamento di paradigma da parte del Cartello ha portato a un forte calo dei prezzi, da 70 dollari al barile a poco più di 60 dollari il 4 aprile 2025.

Grafico 1:  
Produzione petrolifera dei tre maggiori produttori in migliaia di barili al giorno

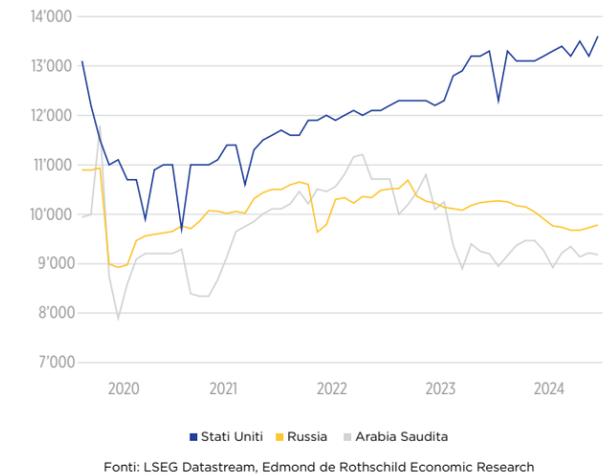
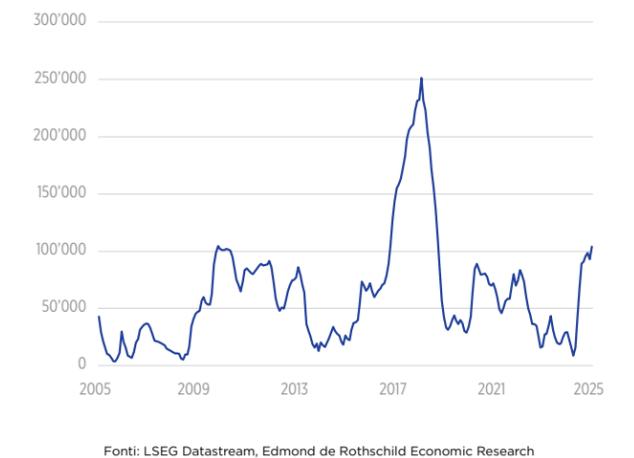


Grafico 2:  
Scorte statunitensi di rame (in tonnellate)



*All'inizio di aprile 2025, il prezzo del barile di petrolio è sceso in una settimana tanto quanto tra gennaio e marzo.*

**Questi movimenti geopolitici avvengono in un contesto economico sempre più incerto** a causa degli annunci e dei controannunci di Donald Trump. Le sue parole e le sue azioni sulla guerra dei dazi hanno avuto l'effetto di spingere al ribasso i prezzi, in quanto preoccupano sempre più gli investitori, i quali ritengono che questa politica avrà un impatto potenzialmente negativo sull'attività economica a livello mondiale, oltre



che negli Stati Uniti. Il previsto rallentamento della domanda sta quindi penalizzando il prezzo del petrolio. **Va notato che l'attuale prezzo del Brent di circa 60 dollari al barile (al momento in cui scriviamo) sembra corrispondere a un livello al di sotto del quale pochi operatori di mercato vogliono scendere.** Infatti, a causa degli elevati costi di produzione, per alcuni produttori americani tali costi superano il prezzo di vendita. Allo stesso tempo, l'Arabia Saudita sta investendo in grandi progetti infrastrutturali, che comportano spese considerevoli. L'insieme di questi fattori potrebbe riportare il prezzo del petrolio in una zona di equilibrio tra i 65 e gli 85 dollari al barile.

**In conclusione, le politiche di Donald Trump hanno provocato forti movimenti sul mercato delle materie prime e questa volatilità è destinata a continuare con gli annunci del Presidente degli Stati Uniti. L'annuncio dei dazi all'inizio di aprile ha fatto crollare i prezzi dell'energia e dei metalli industriali, in un contesto di scorte di rame molto elevate negli Stati Uniti (cfr. grafico 2) e di timori di un forte rallentamento economico. A ciò si aggiunge il cambio di paradigma dell'OPEC+, che ha deciso di aumentare la produzione.**

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

## Contro ogni aspettativa, la performance dell'Europa supera quella dell'America

Dall'inizio dell'anno abbiamo assistito a una situazione insolita: i mercati statunitensi hanno sottoperformato quelli europei. Ciò è dovuto a una serie di fattori: le valutazioni elevate, l'annuncio di nuovi dazi e la comunicazione caotica dell'amministrazione Trump.



## Il nuovo isolazionismo americano fa risvegliare l'Europa

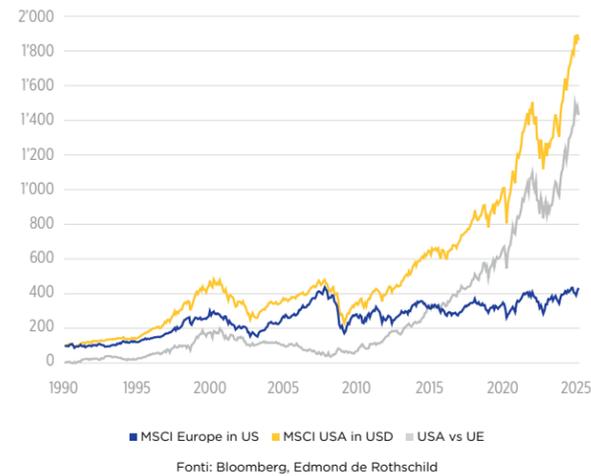
La situazione americana sta avendo un impatto potenzialmente negativo sulla crescita economica, tanto che alcuni autori parlano addirittura di rischio di recessione. I tagli alle tasse promessi durante la campagna presidenziale sembrano essere stati finora dimenticati. Al contrario, l'isolazionismo americano ha portato l'Europa a risvegliarsi e ad assumersi le proprie responsabilità in materia di difesa, con un nuovo programma "whatever it takes" e un budget potenziale di 800 miliardi di euro. Inoltre, il nuovo governo tedesco ha annunciato un piano di aumento della spesa pubblica da 500 miliardi di euro per potenziare le infrastrutture.

In meno di due mesi, i mercati sembrano essersi spostati su una visione completamente opposta dell'Europa e dell'America. A dicembre 2024, gli investitori pensavano che Trump avrebbe dato priorità ai tagli fiscali per rafforzare ulteriormente l'eccezionalismo americano, mentre i Paesi dell'Unione Europea erano condannati alla stagnazione perché la loro priorità era ridurre il deficit.

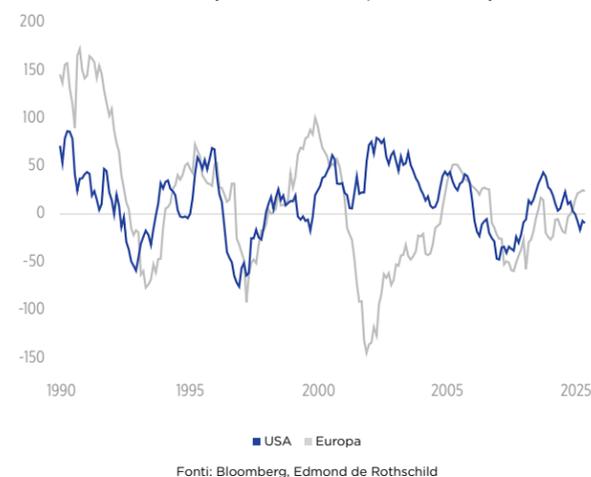
*L'isolazionismo americano ha spinto l'Europa a concentrarsi sulla difesa e sulle infrastrutture.*

Il risveglio a febbraio 2025 è stato brutale. I dazi si sono rivelati la priorità di Trump. Non è ancora stato fatto alcun annuncio sui tagli alle tasse, mentre Scott Bessent, Segretario al Tesoro di Trump, ha dichiarato di voler lavorare per ridurre il deficit di bilancio degli Stati Uniti. Dall'altra parte dell'Atlantico, l'Europa, e in particolare la Germania, accetta i deficit per sostenere un nuovo piano di stimolo, sostenuto dal cancelliere Friedrich Merz, che punta sulla crescita e favorisce il libero scambio. In questo contesto, i titoli azionari statunitensi con valutazioni elevate non sembrano in grado di resistere al clima di incertezza, esacerbato da comunicati stampa frequenti e talvolta contraddittori, mentre i titoli europei con valutazioni basse attirano gli investitori. Dall'inizio del 2025, gli investitori hanno privilegiato l'Europa, posizionandosi sui titoli ciclici europei, mentre i difensivi sovraperformano negli Stati Uniti. Un risultato notevole dopo due anni di logica opposta!

**Grafico 1:**  
La sovraperformance dei mercati azionari statunitensi rispetto a quelli europei è la norma di lungo periodo dal 2010



**Grafico 2:**  
La dinamica macroeconomica si è invertita dall'inizio del 2025, a vantaggio dell'Europa  
Indice di sorpresa economica, USA vs Europa



## I numerosi punti di forza dell'economia statunitense lasciano presagire un possibile rimbalzo.

Prevediamo tuttavia che l'attuale sottoperformance delle azioni statunitensi sia di breve durata e rimaniamo positivi sulla regione nel medio termine: l'economia U.S. beneficia di un mercato interno ancora dinamico, di un vantaggio strutturale nell'innovazione (legato al suo mercato dei capitali) e di un'energia più economica grazie alle numerose risorse del Paese.

*Dall'inizio del 2025, gli investitori hanno privilegiato l'Europa, posizionandosi sui titoli ciclici europei, mentre i difensivi sovraperformano negli Stati Uniti.*

Il netto calo dell'indice statunitense è dovuto principalmente al crollo dei titoli tecnologici più importanti. In questa fase, non vediamo un rallentamento della crescita del settore, per cui un rimbalzo resta possibile, soprattutto dopo la correzione delle valutazioni elevate. Infine, la flessibilità della Federal Reserve, che ha margine per tagliare i tassi di interesse, rimane un vantaggio. Anche l'annuncio di tagli fiscali nel corso dell'anno potrebbe contribuire a stimolare il mercato statunitense (quello che il mercato ha soprannominato "Trump put").

**Nel breve termine, ci aspettiamo che lo slancio europeo continui vista la dinamica iniziale positiva.** Tuttavia, di recente si sono verificate reazioni estreme. **È quindi consigliabile rimanere cauti ed esporsi ai temi della difesa europea e del "whatever it takes" tedesco, selezionando solo i titoli che hanno ancora una valutazione contenuta, oppure comprare sulla debolezza i titoli esposti alla volatilità del mercato, come le banche europee.**

**Hervé Prettre**  
Head of Global Investment Research

**Emilie Magnien**  
Research Analyst, Global Investment Research



# Le banche europee continuano a sovraperformare nonostante la volatilità

Le banche europee hanno registrato una forte performance, ma rimangono sostenute da solidi fondamentali: valutazioni ancora accettabili, una buona crescita degli utili e un nuovo potenziale legato ai progetti di difesa europei e ai piani infrastrutturali in Germania. Tuttavia, nel breve periodo è tornata la volatilità.

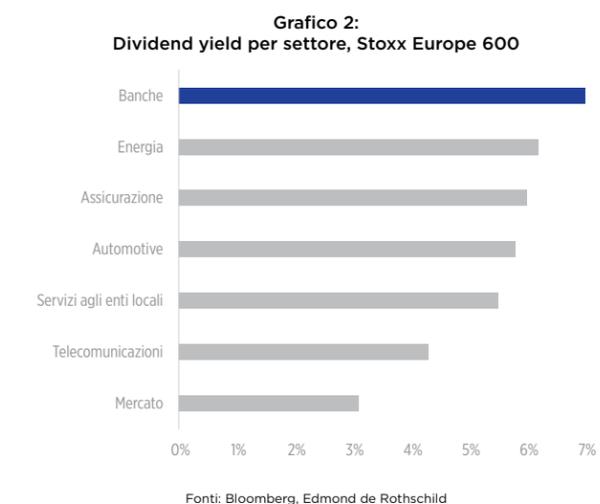
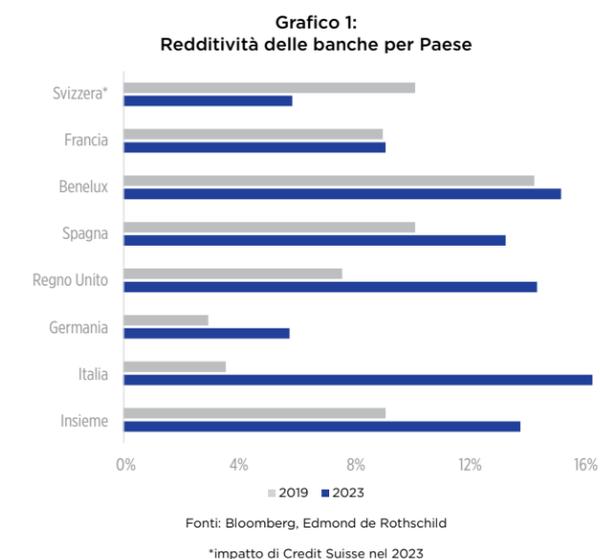


Al momento della stesura del presente documento, le banche europee hanno registrato la migliore performance di tutti i principali settori dell'indice Stoxx Europe 600 da diversi mesi a questa parte. Ciò è dovuto alla combinazione di diversi fattori:

- la prospettiva di tassi della BCE alla fine del 2025 più alti del previsto associati ad una curva dei rendimenti più ripida. L'irripidimento della curva dei rendimenti, ovvero la differenza tra i tassi a lungo e a breve termine, è un fattore di sostegno per le istituzioni finanziarie, che tradizionalmente prendono a prestito a breve termine per prestare a lungo termine. In Germania la differenza tra il rendimento a 10 anni e quello a 2 anni dei titoli di Stato è passata da meno di 30 a più di 80 punti base dalla fine del 2024;
- **maggiore redditività:** le banche sono riuscite a ridurre i costi e ad aumentare la produttività, in particolare grazie alla digitalizzazione, in modo da migliorare i margini negli ultimi cinque anni. Di conseguenza, le banche europee sono attualmente in grado di offrire un rendimento sul patrimonio netto tangibile (ROTE) del 12%, rispetto a poco più del 10% nel 2022 (cfr. grafico 1), grazie all'aumento dei tassi;
- **un elevato livello di resilienza alla congiuntura economica,** dovuto in parte agli elevati accantonamenti del periodo Covid, che da allora non sono stati ridotti in modo significativo;
- **un basso rischio di nuove normative** dopo un decennio di applicazione di standard rigorosi, che offre un'elevata visibilità sugli utili futuri e consente alle banche di remunerare bene i propri azionisti. A questo proposito, la combinazione di un elevato dividend yield (6,6%) (cfr. grafico 2) e di riacquisti di azioni proprie (1,7%) rende questo settore il più attraente in Europa;
- **valutazioni ancora basse:** il rapporto prezzo/valore contabile medio delle banche europee è inferiore a 0,8, rispetto a 1 per le loro controparti statunitensi;
- **un contesto macroeconomico più favorevole in Europa,** a seguito del piano di difesa da 800 miliardi di euro dell'UE e del piano

infrastrutturale da 500 miliardi di euro della Germania, che stanno rafforzando le prospettive di crescita e i prestiti bancari in Europa, sostenendo al contempo l'attività sui mercati;

- arbitraggio da parte degli investitori sulle banche U.S., esposte al rischio di una crescita più lenta negli Stati Uniti.



**Questa sovraperformance può durare?**

Anche se la sovraperformance è destinata a ridursi nel lungo periodo (e al di là della volatilità a breve termine legata alle minori prospettive di crescita in caso di attuazione dei dazi doganali), permangono molti venti favorevoli:

- un'attività di trading favorita dall'attuale volatilità dei mercati finanziari;
- un'attività economica che dovrebbe essere più sostenuta in Europa nel lungo periodo;
- la priorità data dal management delle banche al rendimento per gli azionisti;
- la ricerca di settori non interessati dai dazi doganali, dato che il 90% dell'attività delle banche europee è nazionale;
- infine, i rendimenti obbligazionari europei saranno probabilmente più alti rispetto al passato, date le nuove ambizioni di spesa a lungo termine, che a loro volta dovrebbero sostenere il continuo irripidimento della curva dei rendimenti, o addirittura generare un leggero impatto inflazionistico, fonte di rendimenti più elevati nel lungo termine. Ciò è positivo per l'attività creditizia delle banche.

**Rimaniamo quindi costruttivi sul settore, sostenuti da prospettive europee più rosee, pur essendo più selettivi. Privilegiamo banche esposte ai piani di stimolo tedeschi, all'Europa dell'Est in caso di pace in Ucraina, alle aree a più alta crescita, come la Spagna o alcuni mercati emergenti, e banche d'affari, da comprare in caso di debolezza, data l'attuale volatilità.**

**Hervé Prettre**

Head of Global Investment Research

## I Magnifici 7 o i Malefici 7: la fine di una leadership assoluta?

Il calo del mercato azionario statunitense in seguito alla messa in discussione dell'eccezionalismo U.S e alle politiche tariffarie erratiche dell'amministrazione Trump è stata amplificata da prese di profitto da dicembre 2024 sui "Magnifici 7\*".



\*Magnifici 7 = Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta, Microsoft, Tesla

Questi grandi gruppi tecnologici, protagonisti dalla fine del 2022, hanno rappresentato gran parte della performance dell'indice S&P 500 negli ultimi anni: quasi la metà della performance del 25% dell'indice nel 2024 proveniva da questi 7 titoli! Tuttavia, dall'inizio del 2025, questi titoli hanno subito un netto calo, aggravato dall'impatto competitivo di modelli di intelligenza artificiale (AI) a basso costo, come quello presentato dalla start-up cinese DeepSeek a gennaio. Sottolineiamo che Tesla rimane un caso particolare tra i Magnifici 7, in quanto penalizzato dalla posizione politica assunta dal suo CEO Elon Musk. Tra dicembre 2024 e marzo 2025, Tesla ha perso metà della sua capitalizzazione di mercato.

Inoltre, i Magnifici 7 sono in gran parte la fonte della spesa per investimenti in conto capitale finalizzata allo sviluppo delle infrastrutture tecnologiche per l'addestramento e la manutenzione dei modelli di AI di ultima generazione. Nel 2024, le somme impegnate rappresentavano più di 250 miliardi di dollari e si prevede che quest'anno cresceranno del 40% per raggiungere i 350 miliardi. In questo contesto di spesa elevata, l'arrivo di un modello cinese concorrente a basso costo (il cui sviluppo è costato ufficialmente solo 6 milioni di dollari, contro gli oltre 500 milioni degli ultimi modelli americani all'avanguardia) ha scosso il settore tecnologico statunitense, mettendo in discussione la reale necessità di spendere così tanto per lo sviluppo di modelli di AI e, soprattutto, il loro ritorno sull'investimento. Data la pressione che i Magnifici 7 eserciteranno sull'indice S&P 500 nel 2025 per effetto del loro peso nell'indice (25-30%), alcuni li hanno già soprannominati i "Malefici 7".

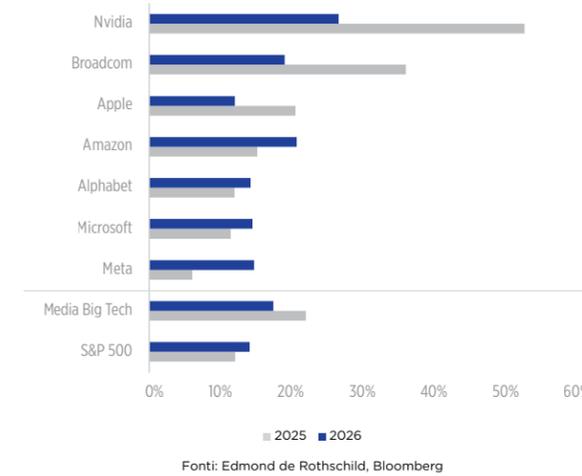
### Il loro dominio è davvero in discussione?

Certamente, nel breve termine, la messa in discussione dell'eccezionalismo americano e i dubbi persistenti sul monopolio tecnologico statunitense potrebbero continuare a essere fattori di volatilità. Ciononostante, manteniamo la nostra visione positiva di lungo periodo sul mercato azionario statunitense, e in particolare sulla capacità di crescita dei principali leader tecnologici americani.

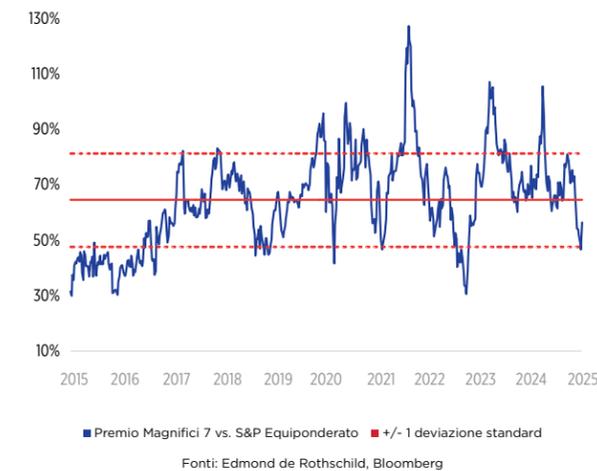
*La volatilità potrebbe continuare a prevalere nel medio termine, ma restiamo positivi nei confronti del settore tecnologico nel lungo periodo.*

In effetti, le società statunitensi presentano ancora il profilo di utili più elevato al mondo, guidate dal settore tecnologico, che costituisce oltre il 35% dell'indice S&P 500 e presenta i margini più elevati (margine netto medio del 16% rispetto all'11% del resto dell'indice S&P 500 nel quarto trimestre 2024). Le aspettative di crescita degli utili delle principali società tecnologiche sono ancora superiori a quelle dell'indice S&P 500 quest'anno e nel 2026 (cfr. grafico 1).

**Grafico 1:**  
Stime di crescita degli utili per azione per i Magnifici 7 (esclusa Tesla) e per l'indice S&P 500, 2025 e 2026E



**Grafico 2:**  
Differenziale (premio) nel rapporto prezzo/utigli a 12 mesi dei Magnifici 7 rispetto all'indice S&P 500 equiponderato



Inoltre, la valutazione media dei Magnifici 7 è scesa al livello più basso dall'inizio del 2023 (cfr. grafico 2) e al livello più basso dal 2017 rispetto al resto dell'indice S&P 493 (esclusi i Magnifici 7).

Non crediamo che il dominio tecnologico dell' AI da parte dei grandi gruppi tecnologici statunitensi sia realmente minacciato nel breve periodo: sebbene l'evento DeepSeek possa aver messo in discussione l'utilità dei capitali spesi dai Magnifici 7, ricordiamo che lo stesso modello DeepSeek ha potuto essere sviluppato solo

grazie alle infrastrutture finanziate dai gruppi tecnologici statunitensi (in quanto basato, tra gli altri, sui modelli "open-source" di Meta Platforms e OpenAI). Al contrario, riteniamo che la necessità di investire massicciamente in infrastrutture per l'AI (data center, processori avanzati e relativi semiconduttori) resti giustificata e stia addirittura diventando una necessità strategica in un'epoca di corsa all'AI a livello mondiale. Il progetto Stargate, promosso dall'amministrazione Trump per potenziare la capacità di AI degli Stati Uniti investendo tra i 100 e i 500 miliardi di dollari in 4 anni, e il progetto europeo InvestAI, che prevede un investimento di 200 miliardi di dollari, ne sono un perfetto esempio.

Certo, gli annunci sui dazi fatti dal Presidente degli Stati Uniti dal 2 aprile stanno complicando le cose in termini di visibilità dei titoli tecnologici, spesso fortemente esposti alle importazioni di componenti elettronici asiatici. Tuttavia, riteniamo che l'amministrazione Trump potrebbe in ultima analisi concedere esenzioni su alcune importazioni di tecnologia (ad esempio, chip avanzati), al fine di mantenere la competitività globale delle aziende tecnologiche statunitensi. Si rischia, in caso contrario, di perdere quote di mercato in un settore altamente strategico nell'era dell'intelligenza artificiale.

**Di conseguenza, la volatilità potrebbe continuare a prevalere nel medio termine, ma restiamo positivi nei confronti del settore tecnologico nel lungo periodo. Gli investitori dovrebbero rimanere selettivi, anche tra i Magnifici 7, e mantenere l'esposizione al mercato statunitense. Oltre alla crescita superiore del settore tecnologico, continuiamo a prevedere una maggiore omogeneità nella crescita degli utili in tutti i settori dell'indice S&P 500, il che dovrebbe offrire la possibilità di raggiungere performance più omogenee tra i settori e attenuare il rischio di una crescita meno pronunciata dei titoli tecnologici statunitensi in futuro.**

### Anthony Toupin

Senior Research analyst, Global Investment Research

# La difesa e l'industria europea si risvegliano di fronte all'isolazionismo di Trump

Nelle settimane successive al ritorno al potere di Trump la storia ha subito un'accelerazione: è finita l'era della Pax Americana, ovvero della pace mondiale garantita dalla difesa americana dalla fine della Seconda guerra mondiale. Gli Stati Uniti stanno ormai adottando un approccio fortemente transazionale, subordinando le loro garanzie di sicurezza alla "contrattazione" di territori (Groenlandia, Canada) e risorse (accordo sui metalli rari ucraini o congolesi).



## Sta iniziando una nuova era per la difesa europea

Questa nuova dottrina pragmatica privilegia gli interessi economici e geopolitici americani a breve termine a scapito delle alleanze storiche. I governi europei hanno reagito prontamente convocando i vertici di Parigi e Londra, durante i quali hanno deciso di continuare ad aiutare l'Ucraina per garantirne l'indipendenza territoriale, investendo al contempo in modo massiccio nel rafforzamento della propria autonomia strategica. L'ingresso in una nuova era di riarmo richiederà notevoli investimenti da parte degli europei, il cui bilancio per la difesa potrebbe quasi raddoppiare dall'1,8% del PIL ad almeno il 3,5%, tornando al livello più alto dagli anni '60 del Novecento (vedi grafico 1).

Questa presa di coscienza collettiva dovrebbe accelerare la tendenza al riarmo iniziata con la prima invasione russa dell'Ucraina più di un decennio fa. Mentre nel 2014 solo due Paesi europei membri della NATO destinavano più del 2% del loro PIL alla difesa (Regno Unito e Grecia), dieci anni dopo il numero è salito a 22 (vedi grafico 2). L'urgenza della situazione è illustrata anche dal fatto che il personale militare si è quasi dimezzato dal 1990. All'epoca, gli eserciti francese e tedesco contavano ciascuno circa 550.000 effettivi. Nel 2024 invece gli effettivi militari della Francia si erano ridotti a 201.000 unità e quelli della Germania a 182.000 unità. La mancanza strutturale di investimenti nella filiera ha portato anche a un'allarmante riduzione della capacità produttiva sul territorio europeo.

*Per quanto riguarda gli armamenti, gli europei detengono il primato sulla qualità ma non sulla quantità, con volumi di produzione relativamente limitati.*

Inoltre, l'industria europea della difesa rimane anche oggi frammentata e altamente competitiva. La dipendenza dell'Europa dagli Stati Uniti non ha mai smesso di aumentare, tanto che quasi due terzi delle armi importate dall'Europa negli ultimi cinque anni provengono dagli Stati Uniti. Se da un lato l'incremento della capacità produttiva potrebbe favorire il consolidamento del settore, dall'altro richiederà comunque investimenti significativi da parte dei governi. In questo contesto, la Commissione europea ha chiesto di raccogliere non meno

Grafico 1: Spesa europea totale per la NATO e crescita prevista fino al 2030

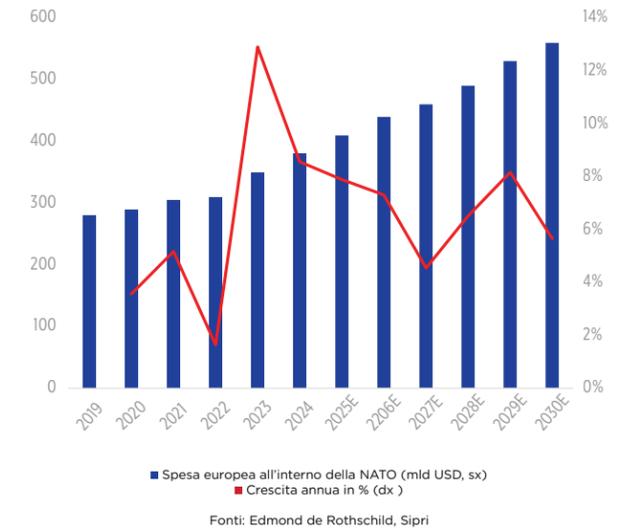
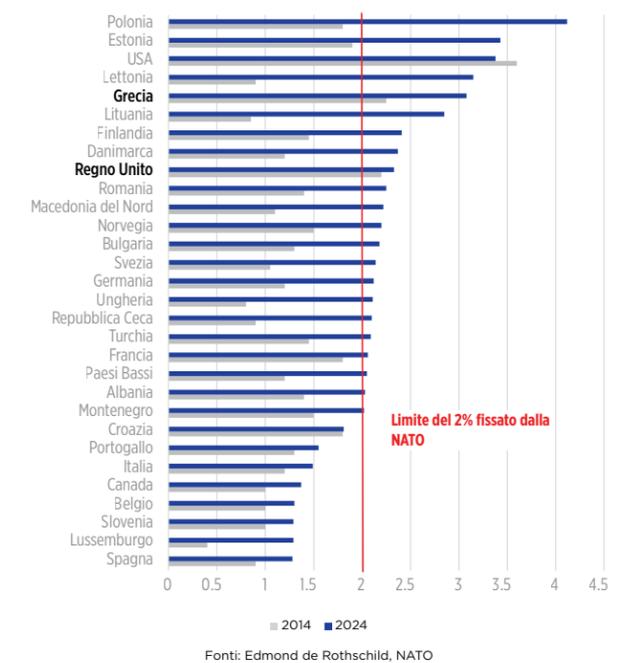


Grafico 2: Spese militari in % del PIL, 2024 vs. 2014 e limite del 2% fissato dalla NATO



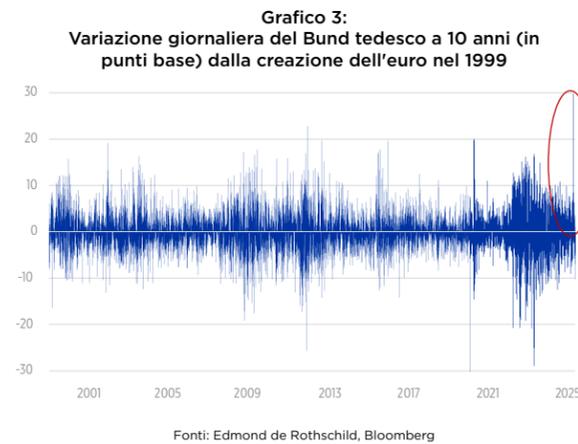
di 800 miliardi di euro di capitale pubblico e privato per finanziare questo nuovo piano di rilancio della difesa. Il nuovo cancelliere tedesco Friedrich Merz ha presentato una proposta di bilancio per investire “whatever it takes”, ossia tutto il necessario, nella difesa del suo Paese, avvertendo così del rischio di morte imminente della NATO.

### Il ristretto margine di manovra finanziario dei Paesi europei

Di fronte a questo momento cruciale per gli europei, un ostacolo importante sta complicando la risposta a questa sfida. Il margine di manovra finanziario della maggior parte dei Paesi europei è limitato dalla loro gestione di bilancio strutturalmente deficitaria, che ha portato a una spesa cronica e a un debito incontrollato. Il debito pubblico supera il 100% del PIL nella maggior parte delle principali economie del continente, tra cui Francia, Regno Unito e Italia, dove ha raggiunto il 137% nel 2024, rispetto al 30% degli anni '60 del Novecento. Il sovraindebitamento dei Paesi europei rappresenta un costo proibitivo per le finanze pubbliche, con il servizio del debito che rappresenta quasi il 2% del PIL nell'UE e addirittura il 4% in Italia.

*In questo contesto, il finanziamento diretto della spesa per la difesa da parte dell'Unione Europea è una delle opzioni più realistiche.*

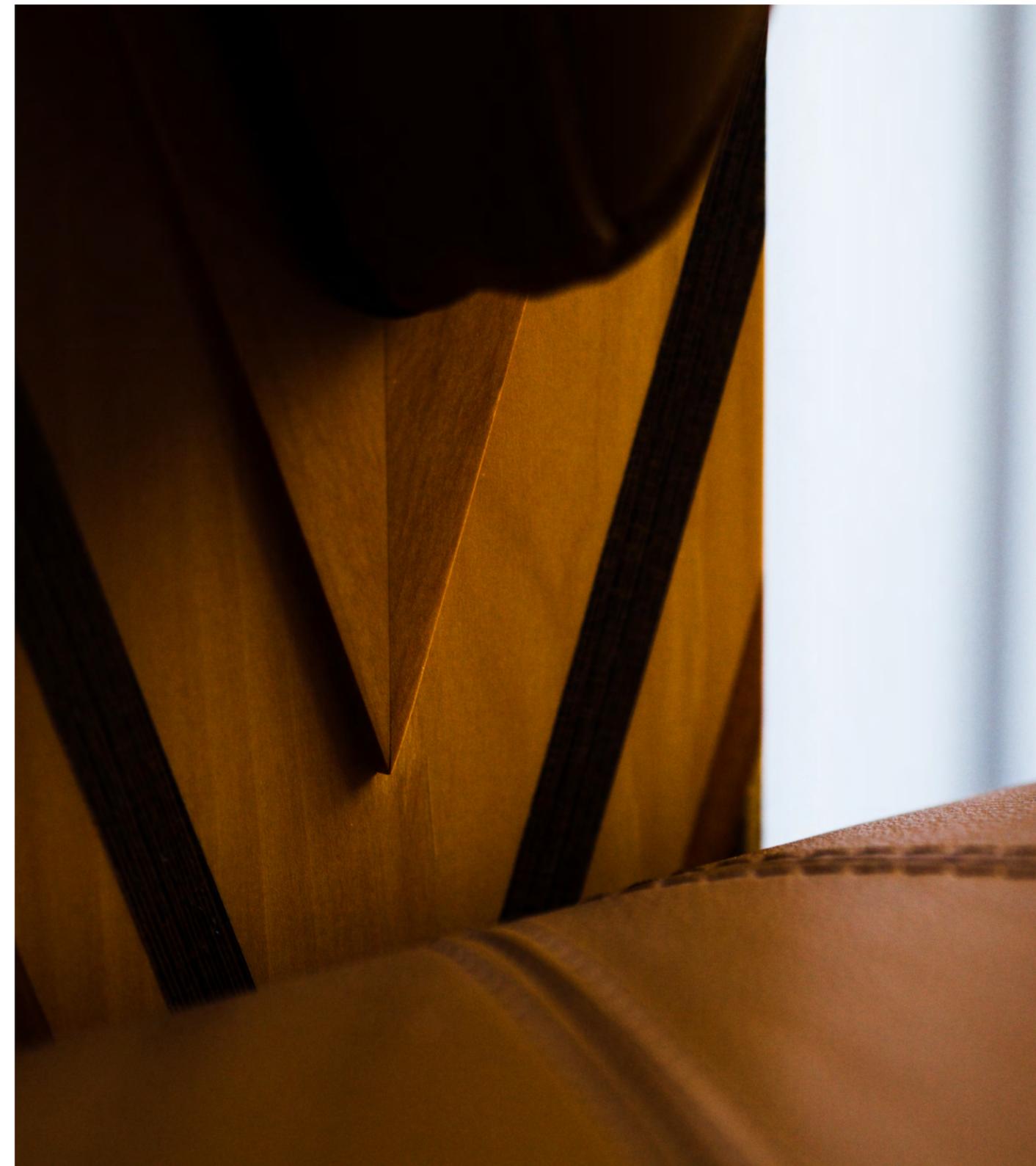
La Germania gode comunque di un maggiore margine di manovra, con un rapporto debito/PIL di appena il 62% e conti pubblici che finora sono stati bilanciati dal meccanismo costituzionale del freno al debito. Tuttavia, l'arrivo al potere del nuovo governo Merz lascia presagire un allentamento dei vincoli di bilancio senza precedenti nella storia recente del Paese. La Zeitenwende, o svolta epocale, potrebbe quindi segnare una svolta storica per uno dei più rigidi sostenitori dell'austerità fiscale nell'eurozona e potrebbe portare a un rialzo dei tassi di interesse (cfr. grafico 3).



### I titoli europei della difesa rimangono asset interessanti a lungo termine

L'UE ha presentato un nuovo piano di rilancio da 150 miliardi di euro, finanziato da obbligazioni comuni che saranno garantite dal bilancio europeo, nonché l'esclusione di un massimo di 650 miliardi di euro di spese per la difesa dai criteri di bilancio di Maastricht. Seguendo l'esempio degli ordini di vaccini effettuati durante la pandemia, la Commissione europea ha proposto agli Stati membri di raggruppare gli acquisti di armi per ottenere condizioni commerciali più favorevoli dai produttori. Ursula von der Leyen ha recentemente invitato gli Stati membri a limitare i loro investimenti ai produttori di armi europei, in modo da privare gli americani di nuovi contratti e dare agli europei una visibilità a lungo termine sui loro ordini.

Questo nuovo ciclo di investimenti pluriennali è fondamentale per l'industria europea della difesa: date le sue capacità limitate, gli investimenti in nuove fabbriche richiedono infatti la previsione di nuovi contratti per un periodo di 5, 10 o 20 anni, a seconda delle armi ordinate (a breve termine per le munizioni, a lungo termine per i sottomarini, ad esempio). Ciò consente di mettere in prospettiva il recente forte aumento dei titoli europei della difesa (+60% da inizio anno al momento della stesura del presente documento). Infatti, se da un lato questo rialzo anticipa aspettative di crescita degli utili da qui al 2028 comprese tra il +20% e il +40% annuo a seconda dei settori considerati (visibilità delle previsioni sugli utili a 3 anni), dall'altro esclude gran parte del potenziale al di



Dettaglio della sedia, sala clienti a Ginevra, design di Philippe Druillet

là di questa data, quando il ciclo dovrebbe durare almeno 10 anni. Di conseguenza, questi titoli rimangono interessanti nel lungo periodo, ma con un potenziale più limitato a breve termine.

Inoltre, i titoli europei della difesa saranno probabilmente soggetti a una maggiore volatilità nel breve termine, dettata dalla determinazione di budget esatti per la difesa, dalla conclusione ancora incerta di un accordo di pace tra Russia e Ucraina e dall'atteggiamento di Trump nei confronti della NATO. Non dimentichiamo inoltre che questo budget sarà sbloccato gradualmente, quindi il suo impatto sul medio e lungo termine, in assenza di un pericolo imminente (indebolita dalla guerra in Ucraina, la Russia potrebbe, secondo gli esperti militari, avere bisogno di almeno quattro anni, in caso di cessate il fuoco duraturo, per ricostituire le sue scorte di armi al fine di lanciare un nuovo attacco su larga scala).

*«L'architettura di sicurezza su cui l'Europa ha fatto affidamento per generazioni è scomparsa e non tornerà», Anders Fogh Rasmussen, ex Segretario generale della NATO*

Per quanto riguarda i titoli statunitensi del settore della difesa, potrebbero certamente trarre vantaggio dalla rimilitarizzazione dell'Europa in settori in cui il Vecchio Continente ha minori competenze (come le comunicazioni, la ricognizione, la cartografia o i semiconduttori), ma il loro potenziale dovrebbe essere limitato dall'intenzione dell'UE di approvvigionarsi prevalentemente da fornitori locali. Esiste inoltre la minaccia che il DOGE di Elon Musk metta in discussione i bilanci preventivi del Dipartimento della Difesa statunitense. La difesa europea sembra avere un potenziale maggiore a lungo termine in ragione del prolungato sottoinvestimento, che dovrà essere rettificato, a qualsiasi costo.

**L'isolazionismo esacerbato dell'amministrazione Trump risveglia i bisogni di riarmo di un'Europa lasciata sola a garantire la propria sicurezza. I dividendi della pace raccolti in diversi decenni dovranno ora lasciare il posto a massicci investimenti nella difesa, il cui finanziamento dovrà necessariamente essere europeo e a lungo termine. Date le dipendenze ancora significative ereditate da alleanze ormai non più attuali, ci vorrà almeno un altro decennio prima che l'Europa sia in grado di difendersi da sola senza l'aiuto degli Stati Uniti. Questo apre una finestra di opportunità per tutti i fornitori di servizi europei nella catena del valore degli armamenti.**

#### **Hervé Prettre**

Head of Global Investment Research

#### **Darius Bakhtari**

Research analyst, Global Investment Research

## Dove si nasconde la crescita?

Mentre i mercati globali diventano più cauti riguardo ai piani sui dazi di Trump e le preoccupazioni per un rallentamento degli Stati Uniti continuano a crescere, l'eccezionalità degli U.S. nelle performance dei mercati azionari comincia a incrinarsi. Poiché il "MAGA trade" di Trump mostra segni di debolezza, i fondi azionari globali sono alla ricerca di alternative.



In contrasto con il *MAGA trade* ("Make America Great Again"), il *MEGA trade* ("Make Europe Great Again") sta guadagnando terreno, guidato dall'indice DAX, che è salito di oltre il 20% dall'inizio dell'anno, al momento della redazione del presente documento. I mercati emergenti hanno registrato un guadagno piuttosto timido del 4% su base annua per l'indice MSCI EM, a fronte di un calo del 4,5% per l'indice statunitense S&P 500. Tuttavia, gli specialisti dei mercati emergenti non vedevano un inizio d'anno così vigoroso da molto tempo:

- L'Europa dell'Est è salita di oltre il 30%<sup>1</sup> in termini di USD grazie alla prospettiva di una tregua tra Russia e Ucraina;
- l'indice MSCI China ha sfondato il suo precedente picco di un anno, ovvero il livello di settembre 2024, e ha guadagnato oltre il 20% da inizio anno;
- l'indice Hang Seng Tech, che rappresenta le 30 maggiori società tecnologiche quotate a Hong Kong, ha registrato un rally di oltre il 30% da inizio anno, grazie a DeepSeek;
- nella regione LATAM, la Colombia, che sta vivendo una "primavera andina", ha guadagnato il 33% in USD;
- Infine, anche i grandi sconfitti del mercato azionario 2024, Messico e Brasile, stanno sovraperformando la media dei mercati emergenti.

È vero che spesso si verificano flussi di arbitraggi, in particolare da asset in condizioni di "ipercomprato" con valutazioni elevate ad asset in condizioni di "ipervenduto" con valutazioni più basse. Le azioni dei mercati emergenti ("EM") sono effettivamente scambiate con uno sconto di quasi il 30% in termini di rapporto prezzo/utigli ("P/E") rispetto alle azioni dei mercati sviluppati, in media, negli ultimi 10 anni, creando una condizione favorevole per suscitare interesse. Storicamente, l'indice MSCI EM ha spesso sovraperformato lo S&P 500 durante i passati periodi di ribasso delle azioni statunitensi. Riteniamo che, sullo sfondo dell'attuale correzione del mercato statunitense, i mercati emergenti abbiano un'ulteriore possibilità di continuare a sovraperformare, dato il più ampio differenziale di valutazione con l'indice S&P 500 rispetto al passato.

*Gli specialisti dei mercati emergenti non vedevano un inizio d'anno così vigoroso da molto tempo.*

Come noi, la maggior parte degli investitori dei mercati emergenti sono amanti del rischio e adottano uno stile orientato alla crescita e al momentum. Negli ultimi anni le aziende tecnologiche statunitensi ci hanno nettamente superato in termini di slancio, grazie a una crescita superiore. La crescita statunitense inizia ora a essere rivista al ribasso per il 2025 e la narrativa sul CAPEX per l'AI inizia a fare i conti con una realtà meno dominata dagli Stati Uniti, con l'emergere di modelli concorrenti come DeepSeek in Cina o LeChat in Francia. In questa situazione, gli scenari di crescita, sia nel settore della difesa europeo che nei mercati emergenti, si rivelano più interessanti. L'indebolimento del dollaro nei confronti delle altre valute è generalmente considerato un ulteriore fattore di spinta per le azioni dei mercati emergenti.

## Cina

Lo scenario di crescita cinese sembra il più interessante. Lo scorso gennaio è emersa agli occhi di tutti la competitività delle società tecnologiche cinesi di intelligenza artificiale generativa ("Gen AI") e il loro potenziale di monetizzazione sembra essere superiore a quello delle controparti statunitensi, visti i costi inferiori, se i risultati e i costi di sviluppo presentati saranno confermati. Il mercato azionario cinese è entrato in un nuovo ciclo rialzista, con molti settori sostenuti da un governo centrale fortemente impegnato a stimolare la crescita. Riteniamo che il mercato cinese abbia ulteriori opportunità da offrire quest'anno, nonostante le preoccupazioni per una possibile decelerazione della crescita nel secondo trimestre del 2025, dato il potenziale freno alle esportazioni causato dall'aumento dei dazi U.S. Il rally finora guidato dalla tecnologia potrebbe estendersi ai consumi e alle società finanziarie, grazie all'attesa accelerazione della crescita nella seconda metà dell'anno.

## India

Le azioni indiane hanno beneficiato di una rivalutazione strutturale nel 2023 e 2024 grazie alle previsioni di crescita a lungo termine del Paese. Attualmente, il significativo calo del P/E a 12 mesi a 19 volte dal massimo storico di 24 volte sta iniziando a offrire opportunità di acquisto di grandi aziende a sconto. Tuttavia, sarà importante prestare attenzione all'adagio del mercato azionario "Don't try to catch a falling knife", secondo il quale acquistare in un mercato con una forte dinamica ribassista può essere pericoloso ed è meglio aspettare che il prezzo abbia toccato il minimo, poiché la revisione della crescita degli utili potrebbe continuare a essere negativa nel breve termine. Attendiamo con pazienza la ripresa degli investimenti nel settore privato indiano e puntiamo a una più ampia ripresa della crescita dei consumi in generale, in particolare nelle aree rurali.

## AMERICA LATINA

La politica commerciale statunitense avrà probabilmente un impatto macroeconomico limitato sulle economie latinoamericane. Le prospettive di crescita del Messico sono oscurate dalla politica commerciale sulle importazioni cinesi, che sta già avendo un impatto considerevole

sulla delocalizzazione delle industrie in Messico. I settori specifici interessati dai prossimi dazi statunitensi nelle economie del Mercosur e dei Paesi andini potrebbero portare a tensioni. Alcune contromisure potrebbero anche comportare una revisione della crescita degli utili. Tuttavia, con il P/E a 12 mesi a 8,6 volte, la valutazione dei titoli azionari della regione è la più bassa, ben al di sotto della sua media decennale di 11,5 volte il P/E. Il rischio di una delusione per la crescita è quindi già anticipato da queste basse valutazioni, con un conseguente profilo rischio/rendimento favorevole.

Riteniamo che i mercati emergenti nel loro complesso possano continuare a sovraperformare nell'attuale scenario di correzione delle azioni statunitensi, grazie alle loro basse valutazioni e a un quadro di crescita più resiliente in Europa orientale e Cina. In effetti, l'espansione dei multipli di valutazione ha rappresentato la maggior parte della performance dell'indice MSCI EM da gennaio. In questa fase, trovare la giusta risposta alla domanda "dov'è la crescita?" potrebbe essere sufficiente per scoprire opportunità di sovraperformance. Tuttavia, presto ci si chiederà dove sia la crescita di qualità, quando le opportunità di crescita derivanti dalle basse valutazioni saranno scomparse.

**"Il pericolo maggiore nei periodi di turbolenza non è la turbolenza stessa, ma l'agire con la logica di ieri". I vecchi favoriti del mercato rischiano di perdere il loro vantaggio se non riescono ad adattarsi a un mondo in continua evoluzione. In uno scenario di guerra commerciale generalizzata, un mercato interno solido e profondo, come quello cinese o indiano, potrebbe adattarsi meglio, assorbire gli shock esterni e infine offrire opportunità di crescita strutturale a lungo termine.**

## Xiadong Bao

Fund Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

(1) MXME - Indice MSCI EM Eastern Europe, performance annua fino al 14 marzo 2025. Tutte le performance sono espresse in USD.  
 (2) Rapporto P/E di MKEF BEst vs MXWO dal 2015, secondo Bloomberg  
 (3) La Cina è un problema di tutti. - Outlook & Convictions #13

## Fine del limite al debito tedesco: quale impatto sul mercato obbligazionario europeo?

L'accordo di coalizione tedesco guidato dal Cancelliere Merz propone un nuovo quadro budgetario per la Germania. Si tratta di un cambiamento di paradigma per la crescita tedesca ed europea.



L'accordo di coalizione tedesco si compone di diverse dimensioni:

- un'esenzione dai limiti al debito per le spese per la difesa nel bilancio preventivo principale che superano l'1% del PIL;
- un fondo infrastrutturale fuori bilancio di 400 miliardi di euro e 100 miliardi di euro per la transizione energetica (per un totale dell'11,6% del PIL nel 2024) da erogare nei prossimi 10 anni;
- un aumento del deficit strutturale autorizzato per gli Stati federali (Länder) dall'attuale livello dello 0,0% del PIL allo 0,35%.

Inoltre, lascia spazio a una spesa pubblica aggiuntiva fino al 3,85% l'anno negli anni futuri se la spesa per la difesa dovesse aumentare al 3,5% del PIL, come suggeriscono alcune proposte. In pratica, riteniamo che l'attuazione sarà più graduale, dati i vincoli di capacità e le sfide generalmente associate all'aumento degli investimenti pubblici in Europa.

### Come hanno reagito i mercati obbligazionari europei?

I mercati obbligazionari in euro hanno registrato un aumento senza precedenti dei rendimenti sovrani a marzo 2025. Ciò fa seguito agli annunci del piano di investimenti della Germania per le infrastrutture e la difesa finanziato dal debito e all'accordo europeo sull'attivazione di un meccanismo che consente agli Stati membri di prendere in prestito fino a 650 miliardi di euro in quattro anni, specificamente per la difesa, al di fuori dei consueti vincoli di bilancio. A questo importo si aggiungono 150 miliardi di euro di fondi residui inizialmente destinati alla lotta contro la pandemia Covid-19, che possono essere riassegnati allo stesso obiettivo di difesa.

*La potenziale svolta dal punto di vista fiscale della Germania significa che i giorni di un basso rapporto debito/PIL del 62% appartengono ormai al passato, con una chiara priorità data alla crescita, a scapito del pareggio di bilancio.*

Una banca d'investimento stima che l'impatto sul deficit tedesco sarà compreso tra l'1,0% e il 2,5% del PIL l'anno, con conseguente aumento del debito pubblico in futuro. Lo scorso 5 marzo il rendimento dei titoli sovrani tedeschi a 10 anni è aumentato di 30 punti base, in linea con gli altri rendimenti sovrani europei. Si tratta di un fenomeno mai visto dall'introduzione dell'euro. La crescita dei rendimenti a lungo termine riflette l'adeguamento dei mercati ai nuovi fondamentali tedeschi, che ora includono un premio per la crescita e un premio per l'inflazione più elevati, oltre a un leggero aumento del rischio di credito che corrisponde al previsto incremento del rapporto debito/PIL. Anche se leggermente più alto, il debito tedesco rimarrà probabilmente a un livello moderato rispetto agli altri Paesi europei. L'improvviso aumento dei rendimenti obbligazionari europei è stato causato anche dalla presenza di posizioni lunghe in obbligazioni tedesche da parte di fondi obbligazionari europei e giapponesi. Questi fondi hanno dovuto adeguare rapidamente le loro allocazioni in risposta all'aumento del rischio nei loro portafogli, aggiungendo così un problema temporaneo di liquidità a un movimento fondamentale del mercato. Questo cambio di paradigma europeo si inserisce in un contesto di normalizzazione dell'inflazione e di crescita debole, che ha portato

Grafico 1:  
Rapporto debito/PIL dei Paesi europei

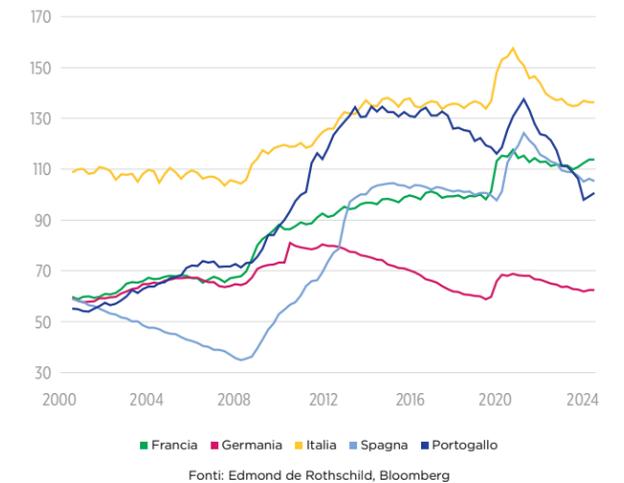


Grafico 2:  
Tassi decennali europei in % a fine marzo 2025



la Banca centrale europea a ridurre il tasso di deposito dal 4% di giugno 2024 al 2,5% attuale. Il mercato prevede un ulteriore calo dei tassi d'interesse, che dovrebbero scendere sotto il 2% entro la fine del 2025.

Mentre le curve dei rendimenti sovrani dell'euro si erano già gradualmente irripidite (ossia tassi a lungo termine più alti di quelli a breve e medio termine), questo movimento si è intensificato, con il differenziale tra i tassi a 10 anni e quelli a 2 anni che è passato da 30 punti base all'inizio del 2025 a oltre 60 punti base al momento della stesura del presente documento. In questo contesto,

possiamo aspettarci una maggiore volatilità dei tassi di interesse a causa dell'aumento dell'indebitamento nei Paesi europei e del mantenimento dei deficit di bilancio.

#### Quali prospettive?

Salvo nel caso di una spesa ben superiore a quanto attualmente stimato (il che sembra improbabile, visti gli importi elevati già presentati), in questa fase ci sembra irrealistico che il Bund superi a lungo termine il 3%, mentre la BCE continuerà a tagliare i tassi e l'inflazione rimane intorno al 2%. Inoltre, l'incertezza sui dazi doganali peserà più sull'attività che sulle pressioni inflazionistiche. Certo, il rischio di credito è leggermente aumentato, ma la Germania mantiene ancora un rating AAA e il suo rapporto debito/PIL, attualmente pari al 62%, è il più basso tra i principali Paesi europei (vedi grafico 1). Dovrebbe aumentare solo di pochi punti percentuali l'anno (ricordiamo che il piano per le infrastrutture dovrebbe rappresentare solo l'1,2% del PIL all'anno e quello per la difesa l'1% al massimo, cioè un aumento del debito che sembra limitato in linea di principio al 2% all'anno). Inoltre, le aspettative di inflazione, o "break even", a 10 anni in Germania sono rimaste pressoché invariate, data l'attuazione solo graduale di questi programmi.

Per quanto riguarda i rendimenti degli altri Paesi europei, essi si sono mossi di pari passo con il Bund (cfr. grafico 2): l'aumento della spesa tedesca è associato a una crescita più forte per l'Europa nel suo complesso e l'ortodossia di bilancio imposta dall'Unione europea (UE) è stata allentata da Ursula von der Leyen. Grazie al fatto che la spesa è ora sostenuta dall'UE invece che dai bilanci nazionali, in contrasto con la significativa inversione di tendenza della Germania, gli spread creditizi sono rimasti relativamente contratti. Intendiamo tuttavia mettere in guardia dai rendimenti dei Paesi con rischi fiscali, come la Francia. Un BTP italiano superiore al 4% sembra in questo senso più interessante, soprattutto perché l'Italia dovrebbe beneficiare dell'erogazione dei piani di spesa europei: entro il 2025, i fondi del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) dell'Unione Europea dovrebbero essere un motore fondamentale della crescita, rinvigorendo l'attività del settore privato italiano.

*Nel complesso, le aziende industriali tedesche dovrebbero beneficiare del successo dell'attuazione del programma pro-crescita del nuovo governo, con un impatto positivo sulla maggior parte dei settori.*

Per quanto riguarda il credito alle imprese, l'aumento dei rendimenti sovrani peserà sui bilanci più fragili e potrebbe porre fine allo slancio positivo degli indicatori di credito in alcuni settori come quello immobiliare. Nel complesso, tuttavia, le aziende industriali tedesche dovrebbero beneficiare del successo dell'attuazione del programma di crescita del nuovo governo. La nuova coalizione mira a ripristinare la competitività riducendo le imposte sul reddito delle società e delle persone fisiche, investendo massicciamente nella modernizzazione delle infrastrutture e abbassando i prezzi dell'elettricità attraverso la riduzione delle imposte e il potenziamento della capacità produttiva. Tuttavia, il rischio di esecuzione è elevato, poiché la performance delle obbligazioni sembra essere strettamente legata alla capacità del governo Merz di attuare il suo programma e di compensare gli effetti negativi dell'introduzione dei dazi doganali. Infine, se l'euro continuerà ad apprezzarsi rispetto al dollaro, gli effetti positivi di una crescita più robusta potrebbero ridursi, incidendo sulla redditività delle aziende fortemente esposte al commercio mondiale.

#### **Guilhem Savry**

Head of Strategy Research, Global Investment Research

## La liquidità nei Private Markets, un indicatore chiave

Negli ultimi anni, i mercati del private equity si sono sviluppati in un contesto macroeconomico non favorevole alla generazione di liquidità per gli investitori. In questo contesto, il settore si è innovato sviluppando il mercato secondario, che è emerso come uno strumento efficace per generare distribuzioni per gli investitori.

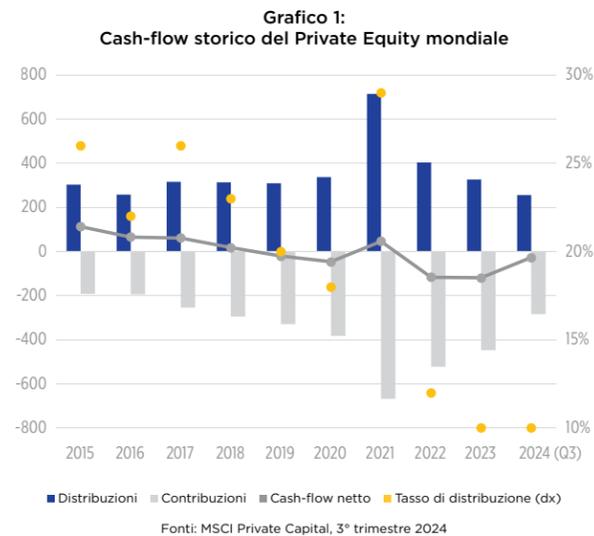


I fondi dei Private Markets sono caratterizzati da investimenti in asset non quotati, ma anche, nella maggior parte dei casi, da una struttura a fondo chiuso ("closed-end"). Questa struttura è particolarmente adatta alla creazione di valore a medio e lungo termine da parte dei gestori di fondi. Questi veicoli sono quindi caratterizzati da una bassa liquidità, poiché la possibilità di realizzo dell'investimento, cioè di convertire i titoli in denaro, è a discrezione del gestore. Quest'ultimo deve procedere alla cessione o al rifinanziamento delle società in portafoglio. Di norma, gli investitori non possono vendere le loro quote sul mercato secondario, o almeno non facilmente. Pertanto, il fondo rimane dipendente dagli eventi economici che si verificano all'interno del suo portafoglio, come la vendita di una società a un operatore industriale che ha un interesse strategico nella stessa, invece che da una transazione puramente finanziaria come la maggior parte di quelle effettuate sui mercati quotati.

*La generazione di liquidità è quindi un elemento chiave della performance dei fondi di private equity, in quanto dipende direttamente dal gestore.*

In sintesi, al di là della performance registrata da un fondo, è essenziale che il gestore sia in grado di convertire i risultati, a volte teorici, derivanti da esercizi contabili di valutazione, in liquidità distribuita agli investitori. Ciò è particolarmente vero in un contesto macroeconomico meno favorevole alla generazione di liquidità, come quello che abbiamo vissuto di recente.

In un contesto di inflazione elevata, di accesso limitato al debito e del suo costo elevato, nonché di tensioni geopolitiche ed economiche, le distribuzioni dei fondi di private equity hanno subito un notevole rallentamento a partire dal 2022, interessando la maggior parte delle asset class. Con la possibile eccezione del Private Debt, i tassi di distribuzione osservati sono i più bassi dall'ultima crisi finanziaria globale (2008-09). Inoltre, il divario tra i contributi dei fondi e le distribuzioni (cioè il cash-flow netto) è significativo. Anche la percentuale del valore non realizzato dei fondi effettivamente liquidata e distribuita agli investitori, ossia il numero di società in portafoglio vendute ogni anno, è diminuita. Se storicamente questo parametro si attestava tra il 20% e il 30%, ovvero una società



Il tasso di distribuzione corrisponde alla distribuzione del periodo divisa per l'ultima valutazione nota del portafoglio e su base annua.

ceduta su tre o cinque, negli ultimi tre anni ha riguardato solo una società su dieci (si veda il tasso di distribuzione nel grafico). Dopo diversi trimestri consecutivi di contributi netti, i fondi di private equity hanno alla fine distribuito più capitale di quanto richiesto agli investitori nel secondo trimestre dello scorso anno e un importo equivalente nel terzo trimestre.

*Queste distribuzioni sono fondamentali, in quanto consentono agli investitori di rispettare una regola d'oro, ossia la necessità di finanziare nuovi commitments sui Private Markets regolarmente, annata dopo annata.*

#### Il mercato secondario, strumento di liquidità

Questo miglioramento nelle distribuzioni è stato reso possibile da un maggiore ricorso al rifinanziamento degli asset. I gestori hanno ricapitalizzato alcuni dei loro investimenti emettendo nuovo debito, a condizioni meno severe, consentendo loro in questo modo di pagare un dividendo agli investitori.

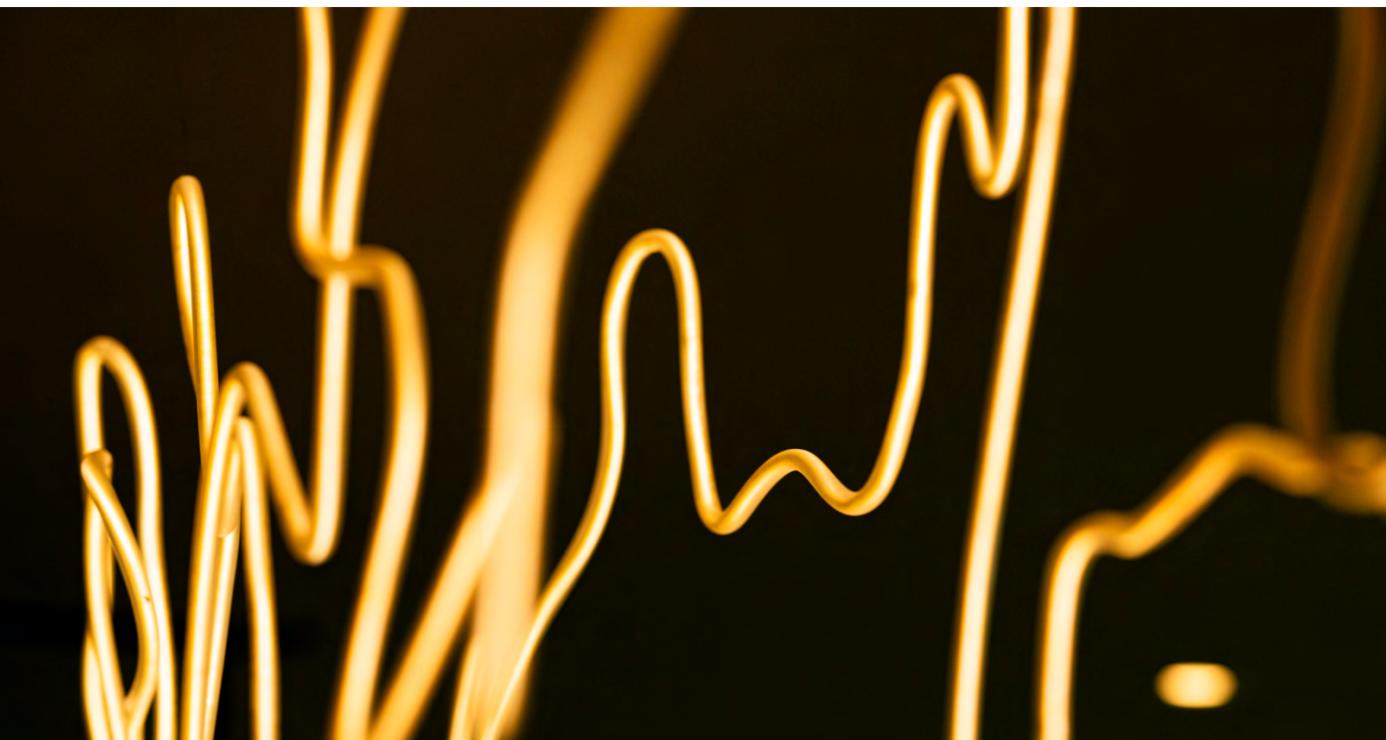
Vale inoltre la pena sottolineare la crescita del mercato secondario come strumento di liquidità. Questo mercato è diventato una vera e propria strategia nel settore dei Private Markets. Tradizionalmente, il mercato secondario

permetteva a un investitore istituzionale di trasferire il proprio impegno in un fondo chiuso a un altro investitore, che acquistava l'asset a un prezzo scontato e si accollava anche l'impegno rimanente, liberando così il venditore dall'obbligo di onorare i futuri richiami di capitale: è quella che si chiama una transazione "LP Led".

Negli ultimi anni, tuttavia, il mercato secondario è cambiato e un numero crescente di gestori di fondi ha avviato transazioni secondarie dette "GP Led". Secondo questo modello, un gestore che detiene una società in portafoglio da diversi anni, ma ritiene che questa abbia ancora un potenziale di creazione di valore, può continuare a gestire questo asset offrendo al contempo liquidità agli investitori che desiderano ritirarsi. A tal fine, il fondo ricorre a un operatore specializzato, un fondo "secondario", che valuta l'asset e riacquista le quote degli investitori che desiderano uscire dall'investimento, consentendo al contempo a coloro che desiderano continuare l'avventura a fianco del gestore di farlo. Queste operazioni richiedono competenze specifiche in termini di analisi, strutturazione e gestione dei potenziali conflitti di interesse. **Negli ultimi anni, questo tipo di transazioni ha registrato una forte crescita, fornendo una soluzione di liquidità agli investitori che ne hanno bisogno, senza costringere i gestori a vendere i propri asset a condizioni sfavorevoli.**

**Matthieu George, CFA**  
Head of Private Equity Allocation

## Dalla volubilità politica alla volatilità dei mercati



Illuminazione della sala di degustazione, Château Clarke, Listrac-Médoc

### Probabile assenza di una tendenza chiara per il dollaro nel 2025

Lo scenario di un apprezzamento della valuta statunitense basato sull'introduzione di dazi sulle merci in entrata negli Stati Uniti è stato chiaramente messo in discussione nel primo trimestre del 2025. Naturalmente, le nuove barriere doganali creano il rischio di un ritorno dell'inflazione negli Stati Uniti, che potrebbe ridurre la volontà della Federal Reserve (Fed) di tagliare il suo tasso di riferimento. D'altro canto, l'aggressività politica e la natura erratica e di breve durata di alcuni annunci di Donald Trump stanno sollevando lo spettro di una recessione economica negli Stati Uniti, sullo sfondo di una guerra commerciale su scala mondiale. In questo scenario, il mercato azionario vacilla perché gli investitori, preoccupati, monetizzano i guadagni, e il rischio che la banca

centrale tagli i tassi di interesse per sostenere la crescita torna a essere una possibilità seria. A livello internazionale, le vendite di titoli statunitensi sono naturalmente accompagnate da vendite di dollari a favore delle valute nazionali. Allo stesso tempo, il differenziale dei tassi di interesse a favore del biglietto verde, spesso definito "carry", si è notevolmente ridotto negli ultimi mesi. L'ipotesi di una Fed più accomodante al capezzale della sua economia si è combinata con il nuovo rischio di un aumento del costo del debito in Europa, in seguito all'annuncio del finanziamento dello sforzo militare attraverso il debito e dell'abbandono dell'ortodossia di bilancio in Germania. Come mostra il grafico dell'andamento del cambio EUR/USD e del differenziale di tasso di interesse a 1 anno, esiste una forte correlazione e i recenti sviluppi del carry trade hanno chiaramente sostenuto il rimbalzo della valuta europea.

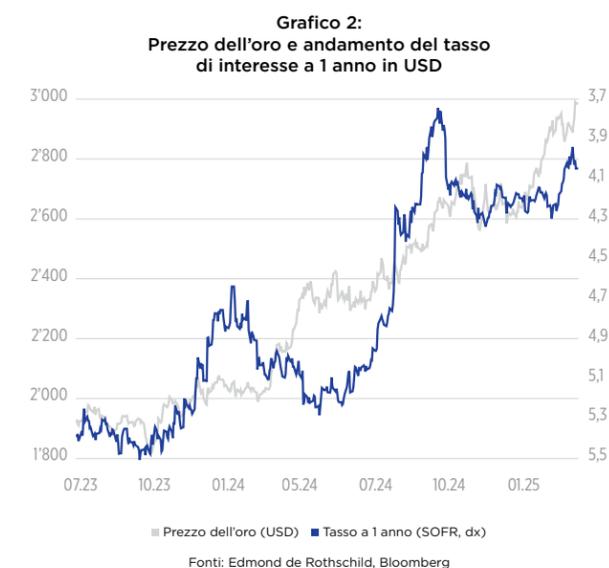
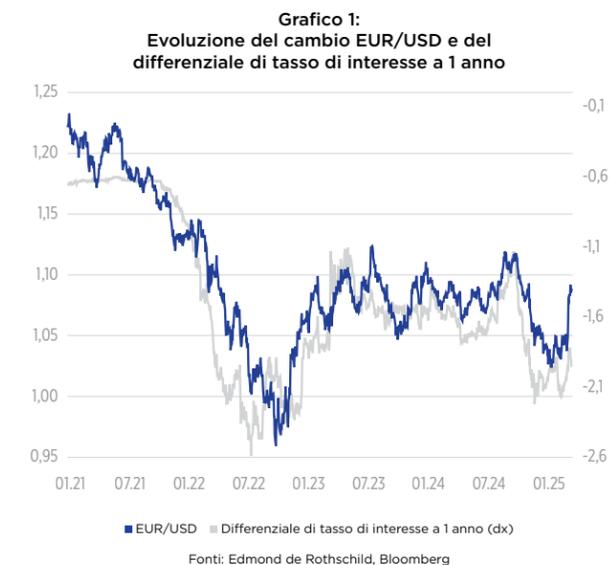
Poiché la parola d'ordine per il 2025 continuerà ad essere volatilità, influenzata dalle "sorprese" di Trump, sarebbe prematuro concludere che il dollaro USA continuerà a scendere sulla scia della nuova dinamica dei tassi e della crescita. In effetti, è probabile che il dollaro rimbalzi dai livelli attuali, sostenuto da fattori tecnici e da un rimbalzo del mercato borsistico, sullo sfondo di un possibile taglio delle tasse per le aziende statunitensi nel corso dell'anno, pilotato dalla Casa Bianca.

### Fino a dove salirà il prezzo di un'oncia d'oro?

Da parte sua, l'oro continua a conquistare nuovi massimi, con un incremento di oltre il 20% all'inizio di aprile. Il ruolo dell'oro come bene rifugio è rafforzato dalle tensioni geopolitiche e dall'aumento dell'incertezza globale dopo l'insediamento di Donald Trump. Sta inoltre beneficiando del graduale aumento delle riserve auree delle banche centrali in un contesto di crescente sfiducia nei confronti del debito pubblico. Tuttavia, il recente panico borsistico scatenato dall'annuncio di barriere commerciali ha indotto a monetizzare i guadagni sull'oro, consentendogli di tornare al di sotto del livello psicologico dei 3.000 dollari l'oncia. Inoltre, il prezzo dello XAU (il simbolo borsistico dell'oro) è strettamente legato al suo costo opportunità, come evidenzia il grafico che mostra il prezzo dell'oro e l'andamento del tasso di interesse a 1 anno in USD. In altre parole, poiché l'oro non produce interessi, quando il tasso di interesse pagato sul dollaro diminuisce, il fascino dell'oro aumenta. Il crescente rischio di un allentamento da parte della Fed in risposta a un rallentamento dell'economia è stato quindi di recente uno dei fattori principali che ha portato all'ascesa dell'oro al di sopra dei 3.000 dollari l'oncia. L'inflessibilità di Donald Trump sulle barriere doganali rafforza lo scenario di una banca centrale che va in soccorso all'economia aprendo ancora una volta la valvola della liquidità monetaria.

**In conclusione, il 2025 rimarrà probabilmente un anno senza una tendenza chiara, che ci obbligherà a gestire a vista il rischio valutario e dei metalli preziosi.**

**Jean-Marc Guillot**  
Group Treasurer



### **Avvertenze**

Il presente documento è pubblicato da Edmond de Rothschild. Non ha valore contrattuale ed è stato redatto esclusivamente a scopi informativi.

Non può essere comunicato a persone che si trovano in giurisdizioni dove esso costituirebbe una raccomandazione, un'offerta di prodotti o servizi o una sollecitazione e la cui comunicazione potrebbe, di conseguenza, contravvenire alle disposizioni legali e normative applicabili. Il presente documento non è stato esaminato o approvato da alcuna autorità di regolamentazione in alcuna giurisdizione.

I dati numerici, i commenti, le opinioni e/o le analisi contenuti nel presente documento riflettono l'opinione di Edmond de Rothschild sull'andamento del mercato, sulla base delle sue competenze, delle sue analisi economiche e delle informazioni in suo possesso alla data di redazione del presente documento e sono soggetti a modifiche in qualsiasi momento e senza preavviso. Potrebbero non essere più accurati o pertinenti al momento della pubblicazione, in particolare alla luce della data di redazione del presente documento o a causa dell'andamento del mercato.

Il presente documento ha il solo scopo di fornire informazioni generali e preliminari alle persone che lo consultano e non deve essere utilizzato come base per alcuna decisione di investimento, disinvestimento o conservazione di un investimento. In nessun caso Edmond de Rothschild potrà essere ritenuta responsabile di eventuali decisioni di investimento, disinvestimento o conservazione di un investimento prese sulla base di tali commenti e analisi.

Edmond de Rothschild raccomanda pertanto a tutti gli investitori di procurarsi i vari documenti previsti per legge per ciascun prodotto finanziario prima di investire, al fine di analizzare i rischi associati e di formarsi una propria opinione indipendente. Si raccomanda di ottenere una consulenza indipendente da parte di professionisti specializzati prima di effettuare qualsiasi operazione basata sulle informazioni contenute nel presente documento, in particolare al fine di assicurarsi che l'investimento sia adatto alla propria situazione finanziaria e fiscale.

Le performance e la volatilità passate non sono indicative di quelle future, non sono costanti nel tempo e possono essere influenzate in modo indipendente dalle variazioni dei tassi di cambio.

Fonte delle informazioni: se non diversamente indicato, le fonti utilizzate nel presente documento sono quelle di Edmond de Rothschild.

Il presente documento e i suoi contenuti non possono essere riprodotti o utilizzati in tutto o in parte senza l'autorizzazione di Edmond de Rothschild.

Copyright © Edmond de Rothschild – Tutti i diritti riservati

