



Scritto il 27 giugno 2025

PANORAMICA DEL MERCATO LUGLIO-AGOSTO 2025

Di Dominique Marchese, Responsabile Azioni e Gestore Fondi

LEZIONI DEL PRIMO SEMESTRE DEL 2025

Gli investitori hanno trattenuto il fiato mentre le tensioni tra Israele e Iran si intensificavano e il breve ma intenso coinvolgimento degli Stati Uniti nella campagna di bombardamenti contro gli impianti nucleari iraniani. Nonostante alcuni sconvolgimenti nei mercati petroliferi (aumento dei rischi di blocco del traffico nello Stretto di Hormuz), i mercati sono rimasti piuttosto flemmatici, con i sostenitori dell'Iran (principalmente Russia e Cina) che hanno evitato di gettare benzina sul fuoco. In definitiva, il desiderio di Donald Trump di porre fine a questa guerra il più rapidamente possibile ha aperto una fragile strada alla diplomazia e all'appeasement. I prezzi del petrolio si sono abbassati significativamente.

LA GUERRA

La guerra tra Israele e Iran contribuisce ovviamente all'incertezza geopolitica globale, in continua crescita dall'intervento russo in Ucraina nel 2022. Possiamo citare, senza un ordine particolare, le tensioni ricorrenti tra Cina e Taiwan, gli scontri del maggio scorso tra India e Pakistan – due potenze nucleari – sul Kashmir, per non parlare del rimescolamento delle carte nella violenza in Medio Oriente dopo gli interventi energici e decisivi di Israele contro gli alleati dell'Iran nella regione (rovesciamento del regime alawita siriano, indebolimento di Hezbollah in Libano e guerra contro Hamas, responsabile degli attacchi del 7 ottobre 2023). L'arco sciita tra Teheran e il Mediterraneo, passando per l'Iraq, è stato finalmente spezzato, sotto lo sguardo benevolo delle monarchie sunnite del Golfo. Mentre questa regione del mondo rimane un groviglio inestricabile di lotte secolari, spesso incomprensibili per gli occidentali, gli investitori tengono gli occhi fissi sull'unica questione di cui comprendono l'importanza vitale per l'economia globale: lo Stretto di Hormuz nel Golfo Persico, uno stretto passaggio tra l'Iran e la Penisola Arabica attraverso cui passa il 20% del petrolio mondiale (appena un quarto del quale potrebbe essere potenzialmente deviato in caso di blocco). L'indebolito regime teocratico iraniano non sarebbe tentato, nell'ipotesi di un suo rovesciamento – attualmente non garantito – di gettare il mondo nel caos adottando una strategia di corsa precipitosa (bloccando lo Stretto di Hormuz e danneggiando le infrastrutture petrolifere degli alleati degli Stati Uniti nella regione)? Per il momento, non vi è alcuna indicazione che Teheran abbia scelto questa opzione suicida, sinonimo di una crisi economica globale. Le risorse di bilancio dell'Iran, essenziali per pagare gli stipendi delle sue forze di sicurezza, provengono per circa il 30-35% dalle esportazioni di idrocarburi. Il governo di Pechino, che sostiene l'Iran, ha chiaramente compreso la minaccia, poiché la Cina acquista il 90% delle esportazioni di petrolio iraniano e il 12% del suo consumo di

idrocarburi passa attraverso lo Stretto. La Cina non ha alcun interesse a destabilizzare le rotte commerciali del Golfo Persico. Concludiamo che Teheran non sembra avere mano libera nelle sue scelte militari. Questo è il messaggio inviato dai prezzi del petrolio, che sono scesi di oltre il 15% dai recenti picchi, con una netta attenuazione nelle ore successive al cessate il fuoco richiesto da Donald Trump. Notiamo che le infrastrutture petrolifere iraniane non sono state prese di mira dagli attacchi, per non costringere Teheran a un'escalation. In questo contesto esplosivo, notiamo che la Russia è rimasta moderata nelle sue reazioni diplomatiche all'intervento statunitense-israeliano, dato che il riscaldamento delle relazioni tra Washington e Mosca dopo l'arrivo di Donald Trump alla Casa Bianca sta giocando piuttosto a favore della Russia nel contesto del conflitto in Ucraina. Tuttavia, anche i regimi autoritari anti-occidentali possono riconoscere che le democrazie non esitano, quando la situazione lo richiede, a scendere in guerra, impiegando i mezzi necessari. Donald Trump non ama la guerra, lo ha ripetuto spesso, ma in casi di assoluta necessità la sua mano non trema quando vengono superate le linee rosse che si è prefissato. Il completamento del programma nucleare militare iraniano è una di queste.

La principale lezione degli eventi in Medio Oriente è la conferma che le relazioni internazionali sono entrate in un'era di lungo periodo di grande disordine, sinonimo di volatilità per i mercati finanziari. La questione oggi non è più se le democrazie liberali dovranno gestire conflitti ad alta intensità, ma quando. La NATO si sta preparando a uno scontro con la Russia, considerato inevitabile entro il 2030 in assenza di una deterrenza convenzionale credibile. Per gli Stati, quest'era di confusione richiede un notevole sforzo di investimento in capacità militari e nelle cosiddette infrastrutture di sicurezza da cui

dipende in larga misura la difesa (sicurezza informatica, satelliti, energia, trasporti, ecc.), mentre altre questioni faticano ancora a trovare finanziamenti (ecologia, clima, salute, ecc.) in un contesto di bilancio generalmente molto restrittivo. Nell'Unione Europea (UE), lo sforzo di reindustrializzazione non è più un'opzione politica guidata principalmente da obiettivi di sviluppo sostenibile, ma un'emergenza assoluta nel quadro della sua autonomia strategica, mentre le capacità rimangono limitate (l'industria militare si basa principalmente su una

vasta rete di piccole aziende sottocapitalizzate con cicli di produzione abituati a piccole serie), il che inevitabilmente sconvolge le scelte ideologiche dell'UE degli ultimi vent'anni. **La bussola della competitività presentata dalla Commissione lo scorso gennaio, ispirata al rapporto di Mario Draghi, e il piano "Readiness 2030" volto a mobilitare 800 miliardi di euro per la difesa (con priorità data agli equipaggiamenti) sono solo il punto di partenza di un salutare risveglio del Vecchio Continente.**

LEZIONI DI ECONOMIA E FINANZA DEL PRIMO SEMESTRE

Da una prospettiva macroeconomica e dei mercati finanziari, nel primo semestre sono emerse diverse tendenze che continueranno a influenzare le scelte di allocazione degli asset degli investitori. Le riassumiamo di seguito.

- 1) **Nel contesto della guerra commerciale e della sfida al modello di sviluppo degli Stati Uniti** (privilegio esorbitante del dollaro, aspirazione al risparmio globale, immigrazione di manodopera, leadership tecnologica, assicurazione militare degli alleati), notiamo le crescenti preoccupazioni degli investitori riguardo all'eccezionalismo americano. Gli economisti sono unanimi: gli Stati Uniti saranno il Paese più colpito dall'aumento dei dazi doganali (ipotesi di tariffe medie intorno al 15%, sei volte superiori al livello precedente all'inizio del secondo mandato di Donald Trump, un livello record dagli anni '30). Le famiglie saranno ovviamente le prime vittime. Il consenso sulla crescita economica in volume si è così dimezzato (+1,4% nel 2025 e +1,6% nel 2026 rispetto al +2,8% nel 2024). L'impatto sulla crescita nelle altre regioni del mondo è più misurato (crescita globale prevista al +2,7% nel 2025 e +2,8% nel 2026 rispetto al +3% dell'anno scorso). La crescita economica della Cina, meno influenzata del previsto dall'aumento dei dazi doganali (le terre rare rimangono un'efficace leva negoziale), è favorita dalla sua competitività e dal dirottamento delle esportazioni, in particolare verso l'Europa. La ripresa dei consumi interni è più lenta e beneficia poco degli stimoli fiscali.
- 2) In un contesto di deficit di bilancio statunitense ancora molto elevato (intorno al 7% del PIL secondo le proiezioni basate sul *One Big Beautiful Bill Act* che avrà scarsi effetti sulla crescita, poiché per la maggior parte non fa che estendere i tagli fiscali decisi durante il primo mandato di Donald Trump), che alimenta il dibattito sulla sostenibilità della traiettoria del debito federale, **osserviamo l'inizio di una riallocazione del risparmio globale a scapito degli Stati Uniti**. La debolezza del dollaro (voluta dalla Casa Bianca), le incertezze che gravano sulle decisioni di investimento delle imprese (nuova minaccia di tassazione per gli investitori non residenti con la sezione 899 del programma di bilancio che riguarda i paesi stranieri accusati di pratiche commerciali e fiscali sleali), il divario di valutazione tra la Borsa di New York (molto costosa) e il resto del mondo (premi di rischio interessanti), nonché il differenziale di crescita degli utili ora più favorevole per gli indici esteri (soprattutto a partire dal 2026) sostengono un'allocazione geografica più equilibrata dei portafogli. Tuttavia, il settore privato americano rimane solido, i margini di profitto rimangono elevati e l'intelligenza artificiale, in cui gli Stati Uniti rimangono essenziali, rappresenta una straordinaria promessa di guadagni di produttività. La resilienza delle azioni americane (leggermente positiva in dollari dall'inizio dell'anno) dimostra che gli investitori non credono nello scenario di una recessione negli Stati Uniti e rimangono cauti nel cambiare la loro allocazione geografica.
- 3) **La disinflazione globale continua, accentuata dal calo dei prezzi dell'energia (eccesso di produzione petrolifera globale) e dalla sovraccapacità produttiva cinese (pressioni deflazionistiche, produzione dirottata verso l'Europa)**. Mentre la Federal Reserve ha adottato una pausa nel processo di abbassamento dei tassi di riferimento (impennata dell'inflazione prevista a causa della guerra commerciale; tuttavia, due tagli dei tassi previsti entro la fine dell'anno in un contesto di stagflazione), altre banche centrali proseguono con l'allentamento monetario. I tassi di riferimento della Banca Centrale Europea (BCE) si stanno avvicinando alla zona di neutralità monetaria, il che significa che il processo di riduzione dei tassi è probabilmente prossimo alla conclusione (consenso per il tasso sui depositi all'1,75% entro la fine del 2025, in calo di 25 punti base). Le aspettative di inflazione rimangono ben ancorate; i dazi doganali sono visti come uno shock a breve termine. Va notato che i tassi di interesse reali a lungo termine (escluse le aspettative di inflazione) rimangono stabili nonostante le incertezze: circa il 2% in dollari e l'1% in euro in media, il che è favorevole agli investitori in cerca di reddito.
- 4) **Il risveglio politico e strategico dell'Europa, sia da parte della Commissione che della Germania (consapevolezza delle proprie fragilità e dipendenze dal resto del mondo), si riflette nei nuovi programmi di sostegno (in particolare tedeschi) e in una forte sovraperformance dei mercati azionari europei dall'inizio dell'anno, indiscutibili vincitori del riequilibrio dei portafogli degli investitori**. Il considerevole aumento della spesa militare e degli investimenti in infrastrutture di sicurezza potrebbe apportare una crescita aggiuntiva del PIL europeo dallo 0,3% allo 0,6% entro il 2028, secondo gli economisti di Natixis (l'intervallo di stima dipende dalle ipotesi relative alla distribuzione tra produzione europea e importazioni di equipaggiamenti americani). Nel 2026, il tasso di crescita economica dell'eurozona potrebbe essere prossimo a quello degli Stati Uniti. Gli europei hanno in qualche modo trovato il loro settore tecnologico in termini di potenziale di crescita e performance del mercato azionario, ovvero l'industria della difesa, che ha sovraperformato i titoli tecnologici statunitensi dall'inizio dell'anno ed è ora alla pari con le star dell'IA in termini di multipli di valutazione. Stiamo assistendo anche alla ripresa del segmento europeo delle società a piccola capitalizzazione.

CONCLUSIONE

Al momento, nulla è stato ancora definito in materia di dazi doganali. I negoziati tra UE e Stati Uniti proseguono in vista della scadenza del 9 luglio, data di fine della tregua commerciale dichiarata da Donald Trump poco dopo il suo celebre "Giorno della Liberazione" sui diritti reciproci. **Di fronte alle numerose incertezze macroeconomiche e geopolitiche che rendono difficili le previsioni, non possiamo che ribadire i nostri consigli sulla diversificazione del portafoglio, sia in termini di classi di attività che di geografia, settori e stili di gestione.** Dopo ben quindici anni di sovraperformance dei mercati azionari statunitensi, trainati dai titoli tecnologici, si sta delineando una tendenza: gli investitori mostrano chiari segnali di volontà di rivedere le proprie allocazioni patrimoniali a favore del resto

del mondo, che oggi offre un rapporto rischio/rendimento atteso più interessante. Non si tratta di una mossa di default, ma semplicemente di una conseguenza delle incertezze indotte dalla messa in discussione da parte della Casa Bianca del modello di sviluppo degli Stati Uniti. Le prospettive di crescita economica per il resto del mondo sono ora più favorevoli rispetto a quelle degli Stati Uniti, soprattutto se guardiamo al 2026, quando l'Europa sta intraprendendo una nuova svolta strategica e il disaccoppiamento Cina/Stati Uniti sta diventando uno scenario credibile. L'estrema concentrazione dei principali indici globali in asset americani e quindi in dollari suggerisce un ripensamento della gestione passiva. È interessante notare che gli stessi investitori americani stanno dibattendo su questi temi.

DISCLAIMER

Il contenuto sopra riportato è stato prodotto e distribuito da Pure Capital SA. È fornito esclusivamente a scopo informativo e ha lo scopo di presentare le attività di gestione di Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital"), nonché di fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni o i dati (inclusi testi e foto) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione a terzi, totale o parziale, degli stessi senza la previa autorizzazione di Pure Capital è vietata.

Pure Capital si riserva il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento in qualsiasi momento e senza preavviso.

Il presente documento non deve essere interpretato come un'offerta di acquisto/vendita di alcuno strumento finanziario, né come una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di alcuno strumento finanziario o di investimento. Tutte le informazioni qui pubblicate sono fornite esclusivamente a scopo informativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, non si garantisce la loro accuratezza o completezza. Le presenti informazioni non sono state redatte in conformità con i requisiti di legge che promuovono l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e devono pertanto essere considerate una comunicazione di marketing. Sebbene il presente contenuto non sia soggetto ad alcun divieto di utilizzo prima della sua diffusione (ad esempio, per l'esecuzione di ordini), Pure Capital non intende trarne profitto.

Per ulteriori dettagli sui prodotti di investimento, i documenti ufficiali di vendita (il Documento Informativo Chiave per gli Investitori, il prospetto, la relazione semestrale e la relazione annuale) sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") (tel.: +352 26 39 86) o consultando il sito web www.purecapital.eu.

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite in buona fede e non possono impegnare la responsabilità di Pure Capital.

Non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance possono variare nel tempo. Il valore patrimoniale netto del portafoglio dipende dall'andamento del mercato. Tutti i fondi di investimento sono pertanto soggetti alle fluttuazioni di mercato e l'investitore potrebbe recuperare solo una parte inferiore dell'importo investito.

Il titolare del conto potrebbe addebitare commissioni di custodia annuali, o commissioni di deposito. Queste commissioni variano da un istituto all'altro. Per saperne di più, si prega di chiedere informazioni.

Il presente documento vi viene fornito a condizione che non costituisca una base primaria per alcun investimento. Qualsiasi investimento dovrebbe essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e consapevole.