

A photograph of a woman in a red, sequined, asymmetrical dress dancing with a man in a black suit. The woman is in the foreground, her legs extended in a dance pose. The man is behind her, his hands on her waist. The background is a blurred urban setting with stone walls and a metal fence.

Vontobel

Investors' Outlook

La danza dei dazi

Marzo 2025



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Slalom tra i rischi

6 Mercato in sintesi

«Dazi: la parola più bella del dizionario!» — Donald Trump

10 Viewpoint

Più semplice, più pulito: le opportunità redditizie create dall'efficienza

14 Asset class sotto la lente

18 Previsioni

21 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
Anthony Corrigan,
Client Portfolio Manager,
Vontobel
Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel
Marco Lenfers,
Client Portfolio Manager,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Frequenza
Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione 3 aprile, 2025)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
5 marzo, 2025

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 19

La danza dei dazi



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Gentili lettori,

con l'arrivo di febbraio i mercati si sono mossi al ritmo degli utili trimestrali e della politica economica, che hanno trainato il sentiment di mercato.

Gli utili delle Big Tech hanno evidenziato la dispersione nel settore: alcuni colossi come Meta e Microsoft hanno superato le previsioni, altri come Tesla sono crollati. Più stabili le azioni della old-economy¹, che hanno attirato l'attenzione su possibili movimenti settoriali. Dopo due anni di dominio tech, il Dow Jones Industrial Average ha superato il Nasdaq Composite da inizio anno – suggerendo una possibile virata degli investitori verso settori tradizionali e azioni value, complici forse le valutazioni elevate dei titoli tech.

Il Presidente Trump ha interrotto il ritmo con un'ondata di annunci sui dazi. Il 25% sulle importazioni da Canada e Messico è ora in vigore, spingendo entrambi i Paesi a imporre tariffe di ritorsione. Inoltre, Trump ha aumentato il dazio sulle merci cinesi dal 10% al 20%, e la Cina ha risposto con proprie misure di ritorsione. Trump ha, inoltre, fissato un 25% su acciaio e alluminio da metà marzo e proposto dazi reciproci verso i Paesi che tassano le importazioni USA da aprile.

Monitoriamo attentamente i consumatori statunitensi, sempre più preoccupati per l'impatto delle tariffe sull'inflazione, un fattore che sta agitando anche i mercati. La fiducia dei consumatori è già in calo, un segnale rilevante perché finora ha sostenuto l'economia americana. Se le aspettative di inflazione a lungo termine dovessero destabilizzarsi, ciò potrebbe avere ripercussioni sulla politica monetaria. Queste misure sono potenzialmente inflazionistiche a breve termine, ma più probabilmente smorzano la crescita economica, penalizzando la domanda e riducendo l'inflazione. Piuttosto che una misura definitiva,

i dazi sembrano uno strumento di negoziazione per portare avanti le politiche America First. Non ci aspettiamo che durino tutto l'anno né che rimangano ai livelli attuali.

Gli investitori stanno, inoltre, valutando un possibile cessate il fuoco tra Russia e Ucraina, che consentirebbe a Trump di spingere l'Europa a potenziare la spesa militare, modificando anche la spesa fiscale USA. Per l'Europa sarebbe un catalizzatore per uno stimolo fiscale e la minore incertezza politica potrebbe migliorare il sentiment economico.

La divergenza macroeconomica tra USA ed Europa rimane netta e potrebbe innescare reazioni diverse dalle banche centrali. I recenti dati macroeconomici e sull'inflazione in Europa potrebbero aprire la strada a ulteriori tagli dei tassi da parte della Banca Centrale Europea (BCE), mentre il percorso della Fed verso il suo obiettivo di inflazione del 2% appare più impegnativo. In Cina, l'Assemblea Nazionale del Popolo punta a una crescita di circa il 5%.

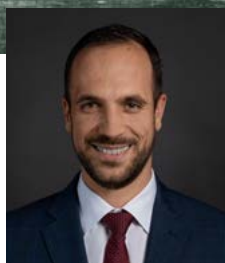
In questo Investors' Outlook parliamo della «Guerra commerciale 2.0» di Trump – le sue motivazioni e il potenziale impatto su crescita economica, inflazione e politica monetaria – valutando i possibili scenari. Forniremo, inoltre, la nostra view sulle materie prime e i dettagli della nostra asset allocation.

La pista da ballo è affollata, ma ogni singola mossa conta.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 21



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Slalom tra i rischi

Il mese scorso gli investitori si sono destreggiati tra il miglioramento della crescita economica, l'inflazione persistente e le tensioni geopolitiche. Continuiamo a prevedere una crescita stabile, un'inflazione moderata e allentamenti dalle banche centrali, che potrebbero favorire le azioni rispetto alle obbligazioni.

Il susseguirsi di notizie relative ai dazi sui beni cinesi, sulle importazioni di acciaio e alluminio, nonché su auto, prodotti farmaceutici e chip, ha fatto temere una nuova guerra commerciale, scoraggiando i consumatori statunitensi e alimentando le preoccupazioni per l'inflazione. Ma se la prima guerra commerciale sino-statunitense può insegnarci qualcosa, i dazi da soli non alzeranno di molto i prezzi dei beni. Più rischiose sono le deportazioni di massa che ridurranno l'offerta di manodopera spingendo al rialzo i salari, o una posizione più rigida sull'Iran. Tuttavia, riteniamo improbabile un approccio aggressivo contro l'Iran. L'inflazione di gennaio ha superato le attese, ma non lo riteniamo un trend durevole quanto un pattern comune a inizio anno, quando le aziende spesso rivedono i prezzi.

In questo contesto, riteniamo possibili altri tagli dei tassi durante l'anno. I mercati scontano solo 36 punti base (pb) di tagli della Fed nel 2025. Alla riunione di marzo, la Fed aggiornerà la precedente previsione di 50 pb. La BCE e la Banca Nazionale Svizzera potrebbero agire più rapidamente, data la debolezza dell'economia europea.

L'Investment Committee di Vontobel ha portato a sovrapeso² la view sulle azioni dei mercati emergenti e ridotto a sottopeso quella sulle obbligazioni high yield. Favoriamo ancora le azioni USA ma riteniamo che i ME offrano valutazioni interessanti e beneficino del potenziale stimolo in Cina. Hanno, inoltre, superato bene le guerre commerciali e saranno favorite dal deprezzamento del dollaro. Per i dettagli si rimanda a pagina 5.

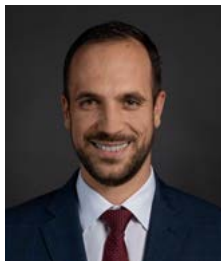
	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Restiamo neutrali sulla liquidità, per impiegarla a fronte di nuove opportunità.
2 Obbligazioni		→				La nostra view complessivamente negativa sull'obbligazionario resta immutata. La posizione sulle obbligazioni high yield è passata da neutrale a sottopesata, perché il rally ha reso le valutazioni piuttosto costose e gli spread attuali non compensano adeguatamente i rischi. Le altre view sul reddito fisso restano invariate: neutrale sui titoli di Stato e le obbligazioni dei mercati emergenti (ME), negativa sull'investment grade a causa degli spread che a nostro avviso sono poco interessanti.
3 Azioni				→		Manteniamo il sovrappeso sull'azionario, perché il mercato rialzista iniziato a fine 2022 sarà ulteriormente favorito dai consumi solidi, dallo stimolo fiscale, dall'inflazione in calo e dalla politica monetaria più accomodante. A livello regionale favoriamo le azioni USA, complici la sovraperformance economica e la crescita strutturale, nonostante l'inizio d'anno turbolento, in particolare nel settore tecnologico. Abbiamo rivisto al rialzo la view sui ME da neutrale a sottopesata: i potenziali tagli dei tassi della Fed, il calo del dollaro e le virate politiche in Cina sono potenziali venti di coda. Rimaniamo neutrali su azioni svizzere, giapponesi ed europee. Il recente rally dell'Europa (trainato da titoli industriali, finanziari e beni di consumo discrezionali) sembra essere stato collegato alle aspettative di una ripresa dei consumi in Cina, ma va contestualizzato, perché gli utili hanno evidenziato poche sorprese positive e le azioni europee hanno perso terreno nell'ultimo trimestre 2024. Questo indica che il rally derivava più probabilmente da una rotazione settoriale e regionale in previsione di un potenziale cambiamento geopolitico (Ucraina-Russia) o della mancanza di catalizzatori a breve termine negli Stati Uniti, piuttosto che di un vero rimbalzo basato sui fondamentali o sulla crescita.
4 Oro			→			L'oro è salito ai massimi storici (quasi USD 3'000 / oncia) nonostante l'inflazione vischiosa e i segnali sempre più aggressivi della Fed, con un rally incentivato dall'incertezza geopolitica ed economica. La (temporanea) battuta d'arresto del dollaro potrebbe aver contribuito, ma la relazione rimane controversa. La domanda delle banche centrali è rimasta salda e la Cina ha continuato a incrementare le riserve. Rimane da chiedersi se le banche centrali continueranno ad acquistare oro. Anche se un potenziale accordo di pace tra Russia e Ucraina potrebbe rallentare la domanda, non prevediamo vendite superiori agli acquisti. La tesi strutturale per l'oro resta invariata e confermiamo una posizione neutrale.
5 Materie prime			→			Le materie prime hanno iniziato bene l'anno: gas naturale, oro e alcune materie prime agricole hanno spinto l'indice Bloomberg Commodity a +9% da inizio anno. Il momentum del greggio è scemato, ma l'incertezza geopolitica e il front-loading – acquisti in previsione dei dazi – hanno stimolato i rialzi. Perché il rally prosegua, la domanda deve tenersi al passo con le preoccupazioni per l'offerta. Il nostro outlook 2025 favorisce gli asset ciclici, sostenuti dalla crescita economica, dall'allentamento delle banche centrali e dal deprezzamento del dollaro. Ma data la visibilità geopolitica scarsa, restiamo neutrali sulle materie prime.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali su fondi alternativi e immobiliare.

«Dazi: la parola più bella del dizionario!» — Donald Trump

Il protezionismo è una politica che ha una lunga tradizione negli Stati Uniti. Ma funziona? Ora che gli USA stanno introducendo nuovi dazi e restrizioni agli scambi commerciali, vale la pena analizzare più da vicino la storia, l'impatto e il potenziale futuro delle politiche protezionistiche.



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

I dazi sono da sempre uno strumento molto popolare nella politica economica degli Stati Uniti. Nel lontano 1816, il Tariff Act introduceva un'imposta del 25% sui beni in lana e cotone importati dall'estero, contribuendo a creare un surplus di bilancio e incentivare l'industrializzazione del Paese. Nel 1861, il Morrill Act dava il via a una lunga fase di protezionismo – spesso sostenuta dai Presidenti Repubblicani – protrattasi fino all'introduzione dell'Underwood-Simmons Tariff Act. Ma la svolta arrivò dopo la Seconda Guerra Mondiale con l'introduzione dell'Accordo generale sulle tariffe doganali e sul commercio (GATT – General Agreement on Tariffs and Trade) del 1948, un trattato fondamentale che gettò le basi per la costituzione dell'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC) nel 1995. Oggi l'OMC si fonda sui medesimi principi guida: ridurre le barriere commerciali, aprire i mercati, promuovere l'integrazione dei Paesi in via di sviluppo nell'economia globale.

Eppure, anche se il libero scambio è generalmente ritenuto positivo nel lungo periodo, ha anche avuto degli effetti collaterali negativi. Primo fra tutti, è il disavanzo commerciale statunitense, balzato a quota USD 118,7 miliardi – a indicare che gli USA importano molto di più di quanto

esportano. I deficit della bilancia commerciale possono influire negativamente sull'economia nazionale penalizzando la produttività, l'occupazione e perfino i tassi d'interesse.

Già alla fine del secolo scorso, quando l'ottimismo sul libero scambio globale era al suo apice, Donald Trump dava voce alla sua frustrazione in merito agli squilibri della bilancia commerciale. Intervistato da Larry King nel 1987, disse: «Molte persone sono stanche di guardare gli altri Paesi derubare gli Stati Uniti. Questo è un grande Paese³.» A metà 2016, la retorica di Trump si fece più aspra. In campagna elettorale, durante un discorso tenuto presso una società di riciclaggio di metalli, accusò Hillary Clinton di aver finanziato una «guerra commerciale» contro i lavoratori americani, avendo supportato «accordi terribili (...), dal NAFTA⁴ alla Cina, alla Corea del Sud.» Giurò che, sotto la sua leadership, gli USA avrebbero posto fine a quella guerra negoziando un «accordo equo» per i cittadini americani⁵.

Il resto è ormai storia (grafico 1). A gennaio 2018, l'amministrazione Trump introdusse una serie di dazi e barriere commerciali. L'obiettivo principale era la Cina, la seconda economia mondiale, ma anche altri Paesi si trovarono invischiati. E l'escalation del conflitto fu rapida. Entro pochi mesi gli USA imposero un dazio del 25% sulle importazioni cinesi, innescando misure ritorsive immediate da Pechino. A gennaio 2020, dopo due anni di pressioni reciproche, entrambi i Paesi firmarono l'Accordo di Fase 1, una fragile tregua che prevedeva l'impegno della Cina a incrementare di USD 200 miliardi le importazioni dagli USA nell'arco di due anni.

2025: La nuova guerra commerciale

La «Guerra commerciale 2.0» sta prendendo forma. Ancora una volta, l'obiettivo sono i Paesi che hanno un surplus commerciale con gli USA (grafico 2). L'ultima ondata di dazi comprende un 25% sulle importazioni da



Messico e Canada, un 25% sull'alluminio e l'acciaio e un 20% su tutti i beni cinesi. Inoltre, Trump ha proposto un dazio del 25% su auto, prodotti farmaceutici e semiconduttori.

Arriviamo al punto: perché Trump ama così tanto i dazi? Molti Presidenti statunitensi ne hanno fatto uso, ma Trump si spinge oltre, definendoli addirittura «la parola più bella del dizionario⁶». A nostro avviso, i motivi sono tre: In primo luogo, Trump considera i dazi una fonte di reddito che può aiutare a ridurre il deficit fiscale statunitense e finanziare le promesse fatte in campagna elettorale. Il suo modello in tal senso è William McKinley, un

«grande Presidente» che, a detta di Trump, «ha reso il Paese molto ricco⁷». L'ammirazione di Trump per McKinley è tale da aver addirittura emesso un ordine esecutivo di riportare Denali, la montagna più alta del Nord America, al precedente toponimo «Mount McKinley⁸». In secondo luogo, Trump ritiene che i dazi possano proteggere le principali industrie nazionali, salvaguardando la leadership tecnologica degli USA nei semiconduttori o riportando in patria lavori manifatturieri attraverso il reshoring in contrapposizione all'offshoring. In terzo luogo, Trump considera i dazi uno strumento di negoziazione per perseguire obiettivi politici di più ampia portata, ad esempio gestire la crisi del fentanyl o esercitare pressione sugli alleati NATO⁹ affinché incrementino la spesa militare.

Rischi al ribasso per l'economia, limitati rischi al rialzo per l'inflazione

Nel caso di una Guerra commerciale 2.0 su larga scala, riteniamo che gli investitori sarebbero probabilmente più preoccupati per l'economia globale e statunitense che per l'inflazione. Perché? In parole semplici, i dazi mettono in crisi quasi tutti gli operatori economici, creando incertezze per aziende e consumatori in egual misura. Se portati all'estremo, le aziende potrebbero dover ridurre investimenti e assunzioni e i consumatori potrebbero rispondere tagliando le spese. Questo effetto domino indebolisce gli utili aziendali, la domanda dei consumatori e la crescita economica generale, e potrebbe trascinare l'economia in recessione. In questo scenario qualunque preoccupazione per l'inflazione si risolverebbe da sola, perché l'indebolimento della domanda raffredda le pressioni sui prezzi.

Un'analisi del grafico 3 mostra che perfino la Guerra commerciale 1.0 ha avuto un impatto limitato sull'inflazione dei beni statunitensi, con l'unica eccezione dei dazi sulle lavatrici e le relative parti di ricambio, i cui prezzi sono saliti anche del 50% ma hanno comunque ricominciato a

Grafico 1: Trump ripristina i dazi nel suo programma politico nel 2018

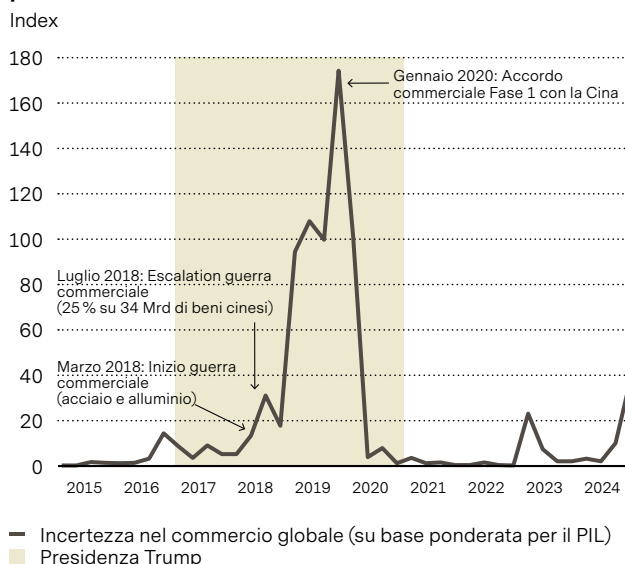
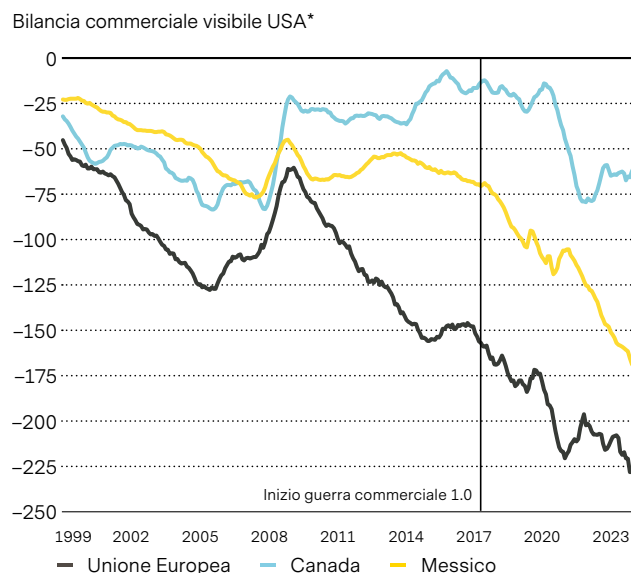


Grafico 2: Gli USA affrontano un enorme deficit commerciale



scendere alla fine del 2018¹⁰. Forse il nuovo Segretario del Treasury USA Scott Bessent non ha tutti i torti quando afferma che «i dazi non possono essere inflazionistici: se il prezzo di un bene aumenta, le persone hanno meno denaro da spendere per tutte le altre cose¹¹.»

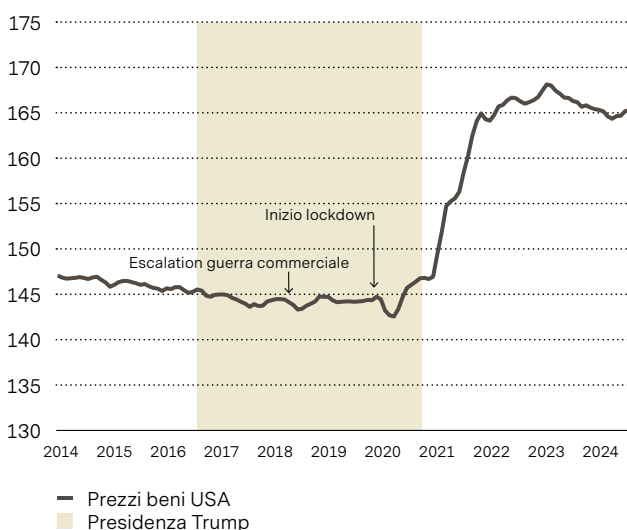
Conclusione: A nostro avviso, le guerre commerciali non funzionano

Nel breve periodo, i dazi possono creare volatilità sul mercato, ma nel lungo periodo non sortiscono benefici economici durevoli. La Cina non ha ancora interamente assolto all'impegno di aumentare le importazioni dagli USA previsto nell'Accordo di Fase 1. Anche se il Covid-19 e il suo impatto sugli scambi commerciali globali hanno avuto un loro ruolo, non raccontano l'intera storia.

Le nazioni penalizzate dai dazi trovano spesso un modo per adattarsi, limitando la pressione sull'economia. Un metodo è quello di diversificare le rotte di esportazione. Ad esempio, le esportazioni cinesi verso i mercati sviluppati sono fortemente calate da quasi il 60% prima della guerra commerciale a circa il 50% a fine 2024, mentre le esportazioni verso altri Paesi sono aumentate (grafico 4). Gli scambi si sono intensificati, soprattutto in Paesi come il Vietnam (grazie alla sua vicinanza alla Cina) e il Messico (grazie alla sua vicinanza agli USA). Il surplus commerciale del Vietnam con gli USA ha raggiunto un massimo storico di oltre USD 123 miliardi lo scorso anno, segnando un aumento di quasi il 20%.

Grafico 3: Il primo round di dazi di Trump nel 2018 ha avuto impatto limitato sull'inflazione generale dei beni

Indice dei prezzi al consumo



Fonte: LSEG, Vontobel; dati a dicembre 2024.

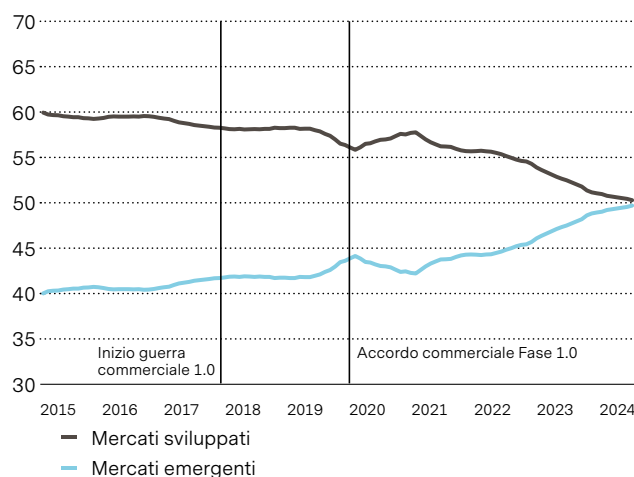
Un'altra strategia comune è la svalutazione monetaria, che può aiutare a compensare l'aumento dei dazi. Tale strategia è stata impiegata durante la prima Guerra commerciale quando la Cina ha consentito alla sua valuta di scendere sotto la soglia di 7 yuan per dollaro, il livello più basso dalla crisi finanziaria del 2008. Anche se il Presidente Xi Jinping ha ripetutamente sottolineato la necessità di una valuta stabile, una nuova svalutazione rimane una possibilità concreta in caso di escalation delle tensioni commerciali¹².

Il grafico 5 sottolinea un'altra problematica chiave: le iniziative di reshoring dei posti di lavoro non hanno avuto grande successo. Uno degli ostacoli più significativi è il netto divario salariale tra gli USA e altri Paesi. Secondo il Bureau of Labor Statistics, a metà 2024 un operaio statunitense guadagnava circa 30 dollari l'ora, contro 7 in Cina e ancor meno in altri Paesi. Questa disparità, insieme alle regolamentazioni più rigide in materia di ambiente e sicurezza, aumenta il costo di produzione per le società statunitensi e riduce i margini di profitto.

Anche a livello di numeri, Trump faticherà a far rivivere l'epoca del «re dei dazi» McKinley. McKinley era, infatti, al governo in un'epoca in cui la spesa federale era inferiore al 5% del prodotto interno lordo (PIL). Nel 2023 era salita oltre il 22%, e le proiezioni del Congressional Budget Office indicano ulteriori incrementi nei prossimi anni¹³.

Grafico 4: Le rotte di esportazione alternative possono compensare l'impatto dei dazi

Esportazioni da Cina a... (% di esportazioni totali)



Fonte: LSEG, Vontobel; al 2024.

In breve, i dazi da soli non sono sufficienti a finanziare l'attuale governo statunitense.

In base a un sondaggio dell'organizzazione che si occupa ricerca sulla politica pubblica The CATO Institute, il 55% degli americani ha un'opinione favorevole sul commercio internazionale e il 53% supporta il libero scambio, mentre solo il 34% valuta positivamente i dazi. A nostro avviso, la politica commerciale orientata alla massima pressione di Trump è meno focalizzata sui dazi in quanto tali, e più sul loro impiego come strumento di negoziazione per raggiungere accordi favorevoli sui temi che realmente contano per l'elettorato, come l'inflazione, la sanità e l'economia¹⁴.

La risposta della Fed è fondamentale

Dal punto di vista di un investitore, una domanda chiave è: la Fed ha imparato qualcosa dall'ultima guerra commerciale? La Fed aveva già avviato un ciclo di inasprimento a fine 2016 e ha continuato ad alzare i tassi d'interesse per tutto il 2017 e il 2018 – proprio durante la guerra commerciale. Entro l'estate 2019, tuttavia, il crescente nervosismo sui mercati azionari e le preoccupazioni per il rallentamento della crescita economica (grafico 6) hanno forzato la Fed a fare marcia indietro e tagliare i tassi.

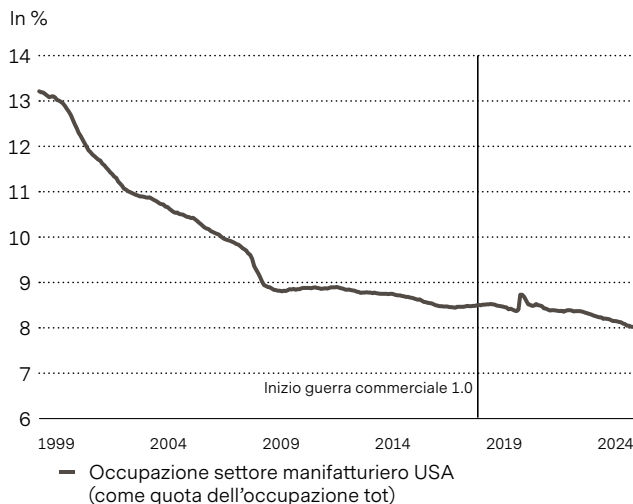
Questa volta è fondamentale che l'Istituto riconosca i rincari temporanei per quello che sono, evitando di rispondere con una politica monetaria ancora più rigida.

Guerra commerciale 2.0: Potenziali scenari e probabilità stimate

DEGLOBALIZZAZIONE	SLOWBALIZZAZIONE	REGLOBALIZZAZIONE
Guerre commerciali permanenti senza accordi; dazi strutturalmente più elevati; l'OMC diviene obsoleta.	Le normative dell'OMC rimangono perlopiù intatte, ma senza progressi; guerre commerciali temporanee seguite da quelli che Trump definirebbe «grandi» accordi commerciali; alcuni dazi USA rimangono in vigore.	L'OMC evolve in funzione di una filosofia di libero scambio; si raggiunge un «grande» accordo tra USA e Cina.
20%	70%	10%

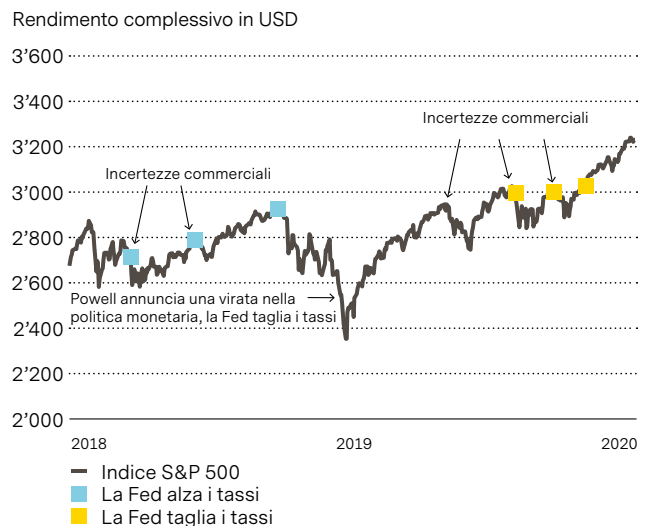
Fonte: Stime Vontobel; gennaio 2025.

Grafico 5: La realtà dietro il mito dell'onshoring nel settore manifatturiero USA



Fonte: LSEG, Vontobel; a gennaio 2025.

Grafico 6: L'impatto dei dazi è temporaneo, la reazione della Fed è fondamentale



Fonte: LSEG, Vontobel; a gennaio 2020.

10 Viewpoint



Più semplice, più pulito: le opportunità redditizie create dall'efficienza

In quanto stock picker bottom up, le esposizioni del portafoglio ai nostri sei pilastri d'investimento sono essenzialmente il risultato del nostro processo d'investimento. Da un'analisi dell'evoluzione di queste esposizioni nell'arco di periodi di tempo più estesi è, tuttavia, possibile trarre indicazioni interessanti e scoprire importanti trend a livello globale.



—
Marco Lenfers
Client Portfolio Manager,
Conviction Equities Boutique



—
Anthony Corrigan
Client Portfolio Manager
Conviction Equities Boutique

Un esempio è la nostra allocazione al pilastro «Industrie efficienti in termini di risorse», che negli ultimi anni è aumentata rappresentando oggi circa il 40% del portafoglio. Un'esposizione tanto significativa porta con sé molte domande importanti, ad esempio sul perché abbiamo reputato questo pilastro sempre più interessante negli anni e sull'impatto di questo posizionamento sul portafoglio nel suo complesso. In questo senso, miriamo a mettere in prospettiva tale allocazione e, soprattutto, a illustrare perché riteniamo che un'esposizione all'efficienza nell'utilizzo delle risorse giochi un ruolo cruciale nel contrastare i cambiamenti climatici.

L'efficienza svolge un ruolo cruciale nella riduzione delle emissioni a livello globale

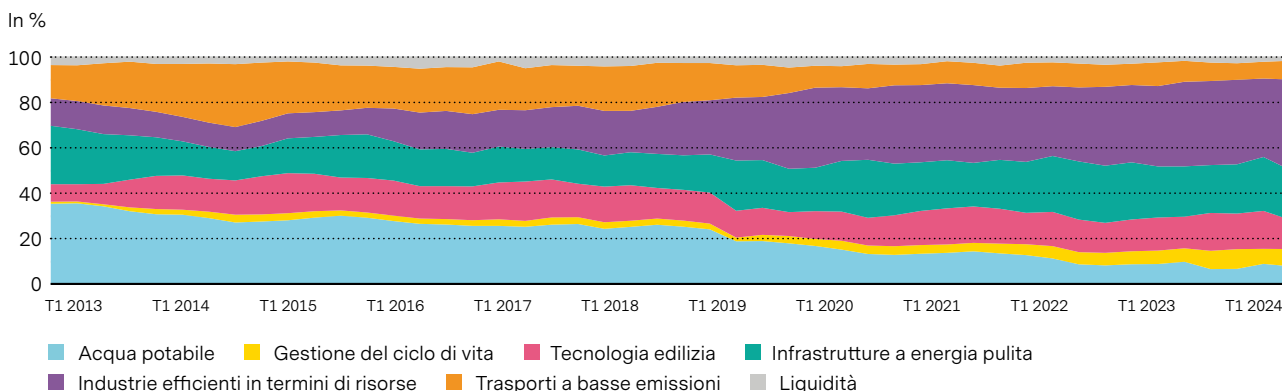
Sul ruolo delle fonti rinnovabili nella riduzione delle emissioni a livello globale ci sono pochi dubbi, ma il contributo dell'efficienza nell'utilizzo di risorse ed energia è spesso sottovalutato. I suoi benefici, talvolta, sono infatti

meno visibili e non vengono misurati. I dati indicano, tuttavia, che nell'ultimo decennio l'efficienza ha probabilmente consentito di evitare più emissioni a livello mondiale della produzione di energia da fonti rinnovabili¹⁵. I climatologi sostengono ormai da tempo i benefici di un utilizzo efficiente di energia e risorse; si tratta di un tema la cui importanza è destinata, a nostro avviso, a perdurare. E dal momento che viviamo in un'epoca sempre più digitalizzata, la sua importanza potrebbe perfino aumentare. Le soluzioni in quest'ambito sono varie, supportate da livelli eccezionali di progresso tecnologico (si pensi, ad esempio, ai passi in avanti nel campo dell'IA negli ultimi anni), e aiutano a migliorare i processi ad alta intensità emissiva in un gran numero di settori. L'elettrificazione di trasporti e processi produttivi e il riscaldamento intelligente degli edifici consentono una significativa diminuzione delle emissioni di carbonio, mentre l'utilizzo di materiali leggeri innovativi o isolati ad alte prestazioni riduce ulteriormente il fabbisogno di energia.

L'elezione di Trump alla presidenza degli Stati Uniti ha, inoltre, inaugurato un periodo di maggiore incertezza sui futuri tassi di crescita delle energie rinnovabili nella più grande economia al mondo, il che vuol dire che nei prossimi anni l'efficienza potrebbe svolgere un ruolo ancor più importante. Le aziende i cui prodotti e servizi contribuiscono a ridurre l'intensità del consumo di energia e altre risorse senza compromettere la qualità dei processi potrebbero essere strutturalmente favorite da questo trend, dal momento che si trovano spesso in una buona posizione per ridurre la propria impronta ambientale limitando al contempo potenzialmente le pressioni inflazionistiche.

*Nota: Questo articolo esprime le opinioni della Conviction Equities Boutique di Vontobel.

Grafico 1: Evoluzione dell'esposizione ai pilastri d'impatto dal 2013 al 2024



Le allocazioni e le caratteristiche del fondo sono soggette a variazioni senza preavviso.

Fonte: Vontobel; dati al 31 dicembre 2024.

Quali tecnologie rendono possibile quest'efficienza?

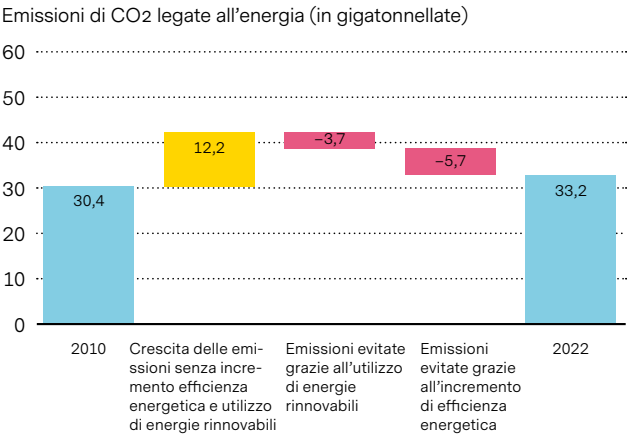
Le tecnologie abilitanti sono cruciali per incrementare l'efficienza e accelerare il cambiamento. Un ottimo esempio è rappresentato dai semiconduttori; la crescita esponenziale della potenza di calcolo, unita all'aumento dell'efficienza energetica e alla deflazione dei costi, determina infatti una riduzione dell'intensità energetica di molti prodotti, oltre ad accelerare l'espansione di tecnologie verdi critiche come pannelli solari e veicoli elettrici. Di conseguenza, i settori di automotive ed elettronica industriale, componenti fondamentali della nostra gamma di opportunità d'investimento, potrebbero crescere non solo più del PIL ma anche di altre aree del mercato dei semiconduttori.

Per realizzare i chip di semiconduttori odierni occorrono poi strumenti di automazione del design industriale fondamentali per tutte le fasi, dalla progettazione del singolo transistor allo sviluppo del software prima ancora che venga realizzato l'hardware. Far fronte a eventuali complicazioni fin dall'inizio e gestire l'intero ciclo di vita tramite software di simulazione è sempre più importante dal momento che l'impatto ambientale di tutto il ciclo di vita di un prodotto è spesso determinato nel corso della fase di progettazione; per questo, l'approccio più sostenibile ed efficiente sotto il profilo dei costi consiste nell'apporare modifiche il prima possibile.

L'aumento dell'efficienza non riguarda solo hardware e software. Le attrezzature di produzione odierne agevolano l'automazione di fabbriche, magazzini e processi, contribuendo a ridurre il consumo di energia, aumentare precisione e rapidità e migliorare, in ultima analisi, l'affidabilità e la sicurezza, oltre alle condizioni di lavoro. In altri ambiti, è possibile migliorare i processi di combustione industriale utilizzando il vapore o sostituendo l'aria con l'ossigeno; tali gas industriali svolgono un ruolo chiave anche in altre applicazioni ambientali, come il trattamento delle acque o il controllo dell'inquinamento atmosferico.

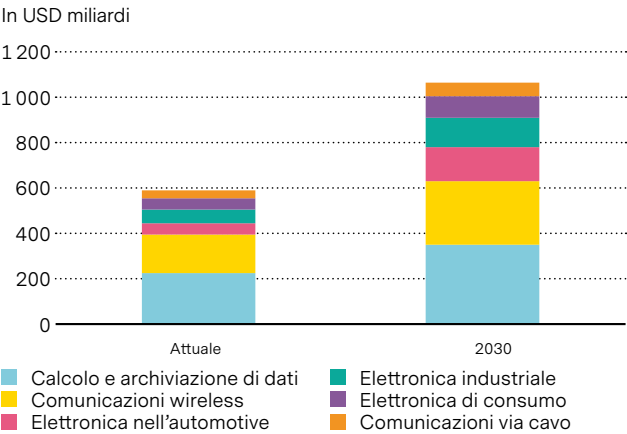
Questi diversi tipi di tecnologie abilitanti sono cruciali per fare davvero la differenza; grazie al nostro processo siamo riusciti a individuare un gran numero di aziende interessanti con tecnologie commercialmente scalabili e modelli di business consolidati. Non crediamo, tuttavia, che esista una soluzione unica o miracolosa in grado di trasformare il clima passando a emissioni più basse o alle zero emissioni nette. Scomponendo la nostra esposizione al pilastro «Industrie efficienti in termini di risorse», investiamo in una vasta gamma di sottoambiti che vanno dai semiconduttori fino a componenti e soluzioni industriali innovative. In termini più tradizionali, si tratta al momento di società appartenenti a tre diversi settori GICS e che operano in otto Paesi, il che garantisce un'ampia diversificazione.

Grafico 2: Analisi delle emissioni evitate tramite rinnovabili ed efficienza energetica*



*Rispetto al 2010
Fonte: Goldman Sachs, «Demand not just supply, consumers not just corporates: Energy efficiency focus likely to grow», agosto 2024.

Grafico 3: Valore del mercato globale dei semiconduttori per verticale



Fonte: McKinsey & Company, «The semiconductor decade: A trillion-dollar industry», aprile 2022.

Energie rinnovabili ed efficienza: due facce della stessa medaglia

Sull'importanza delle energie rinnovabili per un mondo a zero emissioni nette non ci sono dubbi. Crediamo, tuttavia, che anche l'efficienza svolga un ruolo vitale, spesso poco riconosciuto e di sicuro poco apprezzato. I prezzi di energia e materiali sono fortemente volatili e nel lungo periodo tendono ad aumentare. Le soluzioni di efficientamento consentono di consumare meno a parità di output,

determinando una significativa riduzione del costo dell'intero ciclo di vita degli investimenti. Man mano che ci spostiamo verso un'economia sempre più digitalizzata, il ruolo dell'efficienza potrebbe divenire sempre più importante, rappresentando così una porzione consistente del più ampio panorama degli investimenti in cui operiamo.

Grafico 4: Industrie efficienti in termini di risorse: una gamma di opportunità ampia e diversificata

Pilastro		Industrie efficienti in termini di risorse	
Ambito di applicazione	Digitalizzazione	Attrezzature di produzione moderne	Materiali funzionali
Sottoambito	Software	Automazione di fabbriche, magazzini e processi	Gas industriali
	Semiconduttori	Componenti e soluzioni industriali innovative	Materiali leggeri e ad alte prestazioni
	Sensori		Materiali speciali
	Controller		
	Apparecchiature per test		
	Apparecchiature per semiconduttori		
Gamma di opportunità	~ 70 titoli	~ 30 titoli	~ 30 titoli

Fonte: Vontobel; gennaio 2025.

La lenta danza della Fed



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Il report sull'IPC di gennaio evidenzia pressioni inflazionistiche persistenti che hanno portato i breakeven a 2 e 10 anni ai massimi da anni. Mentre l'indicatore 5 anni/5 anni¹⁶ rimane stabile, le aspettative di breve periodo hanno turbato gli investitori. La Fed mantiene un orientamento cauto in attesa di prove evidenti di disinflazione prima di intervenire. I mercati scontano 1,6 tagli, circa 40 pb per il 2025, mentre la guidance della Fed indica ben 63 pb.

Nonostante la forte reazione dei mercati, i dati sull'inflazione di gennaio hanno rafforzato un trend evidente da tempo. Le oscillazioni più nette si sono riscontrate negli inflation breakeven, che riflettono le aspettative implicite nel mercato confrontando i rendimenti di titoli di Stato nominali/indicizzati all'inflazione. L'aumento dei breakeven segnala previsioni di incremento dell'inflazione nel corso della vita di un'obbligazione.

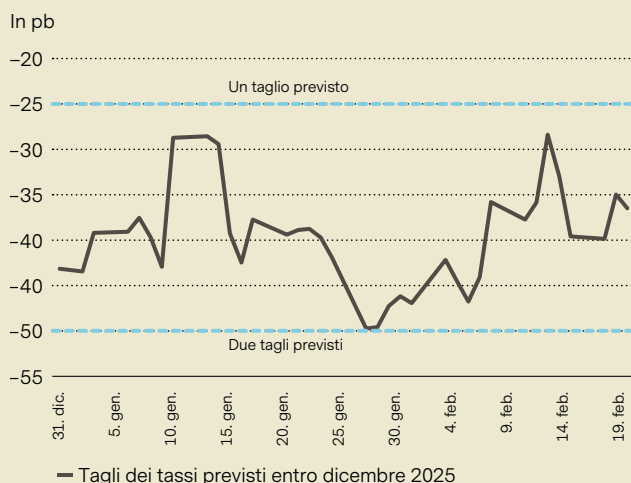
I breakeven a breve scadenza hanno raggiunto i massimi da due anni, mentre quelli a più lunga scadenza sono al picco pluriennale. L'indicatore prospettico 5 anni/5 anni è, invece, rimasto stabile, ma l'aumento delle aspettative a breve termine evidenzia una crescente ansia per i rischi

inflazionistici. Per la Fed i dati confermano la validità di un approccio paziente, con eventuali tagli che dipenderanno da progressi chiari e persistenti verso l'obiettivo di inflazione. Come osservato di recente dal Presidente Powell, la Fed non intende reagire in maniera eccessiva a qualche mese di solidità o debolezza dei dati, né dovrebbe farlo i mercati.

Le aspettative del mercato per i tagli della Fed di quest'anno hanno oscillato tra uno o due tagli (grafico 1), al momento siamo a 1,6 (40 pb). A quasi due mesi da inizio anno, il Federal Open Market Committee si riunirà altre sette volte, con una pausa probabile a marzo, quasi certa a maggio e incerta a giugno, lasciando quattro riunioni aperte a possibili interventi. A dispetto delle aspettative di tagli per 40 pb, la proiezione mediana di fine anno induce a valutare un allentamento di 63 pb.

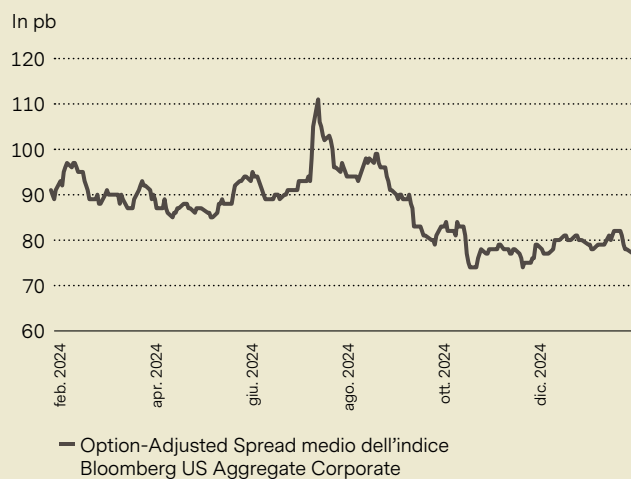
Nonostante la serie di ordini esecutivi, nomine e decisioni politiche, gli spread creditizi rimangono molto stabili, grazie alla domanda persistente trainata dai rendimenti e a fondamentali solidi. Gli spread restano eccezionalmente ridotti (grafico 2), limitando il margine di ulteriore contrazione e aumentandone la sensibilità a sviluppi negativi del mercato o a shock economici. Con una minore protezione, gli investitori potrebbero trovarsi più esposti al rischio.

Grafico 1: Roulette dei tagli dei tassi



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 14 gennaio 2025.

Grafico 2: Spread ancora in contrazione



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 14 gennaio 2025.

Gli oggetti nello specchietto sono più vicini di quanto sembrano



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Questo avviso di sicurezza inciso sugli specchietti lato passeggero in alcuni Paesi è una perfetta analogia per le ultime innovazioni della Cina sul fronte dell'intelligenza artificiale (IA). La rivoluzione di DeepSeek di gennaio ci ha ricordato che, nonostante gli intoppi, la Cina rimane un competitor temibile nella corsa globale dell'IA.

I primi mesi del 2025 sono stati caratterizzati da importanti eventi geopolitici ed economici, trainati perlopiù dalle politiche USA. Dai negoziati per la pace Russia-Ucraina che hanno indotto gli alleati europei a temere dazi globali alle attività di mediazione in Medio Oriente, gli USA sono stati protagonisti della scena globale.

Ma neanche la Cina è rimasta ferma. La People's Bank of China ha iniettato liquidità, tagliato i tassi d'interesse e incentivato il credito a supporto dei mercati. Al contempo, Pechino sta allentando la stretta su tecnologia e immobiliare, focalizzandosi su misure atte a ravvivare i settori chiave, e ha intensificato gli interventi diretti sul mercato azionario perché la priorità attuale è stabilizzare il sentiment degli investitori. Ci aspettiamo ulteriori stimoli governativi

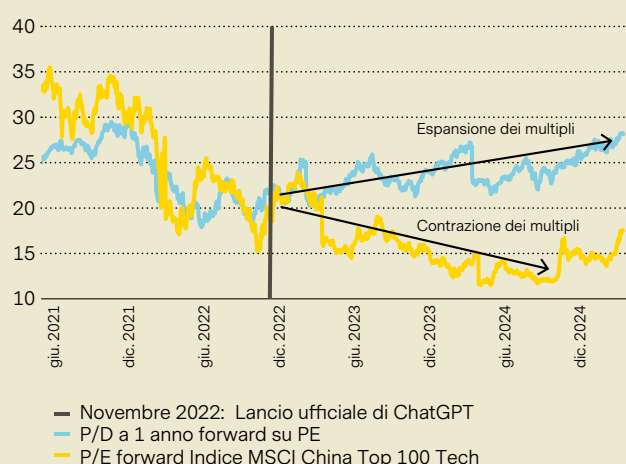
nei prossimi mesi, che incentiveranno consumi e investimenti. Siamo, dunque, convinti che dopo anni di crisi economica, la svolta potrebbe essere vicina.

In questo contesto, rileviamo opportunità strutturali nei settori chiave di un mercato che tratta ancora a sconto rispetto alle economie sviluppate (grafico 1). Società come Huawei e DeepSeek stanno facendo grandi progressi nei semiconduttori e nell'IA, confermando il ruolo della Cina come temibile competitor globale. Nel settore delle energie verdi, la Cina mantiene la leadership nei veicoli elettrici (VE), nei pannelli solari e nella produzione di batterie, cavalcando l'onda della transizione energetica. Nonostante le tensioni geopolitiche, la Cina rimane una potenza dominante nelle esportazioni – un hub manifatturiero globale con una forte domanda di beni tecnologici e industriali. Questo ci porta a credere che i produttori cinesi possano assorbire facilmente i dazi.

Non escludiamo, inoltre, una ripresa degli investimenti esteri ora che i fondi globali rivalutano gli asset cinesi, soprattutto con la stabilizzazione dei tassi d'interesse USA e l'avvio dello stimolo. Dopo anni di sentiment negativo, (grafico 2), gran parte del pessimismo è probabilmente già scontato ed eventuali virate politiche o miglioramenti nei fondamentali potrebbero innescare una forte ripresa. Rimaniamo sovrappesati sulle azioni e siamo passati da neutrale a sovrappeso su quelle dei mercati emergenti. Per i dettagli della nostra asset allocation si rimanda a pagina 5.

Grafico 1: Le valutazioni delle azioni tech cinesi risalgono dai minimi, con un forte slancio degli utili

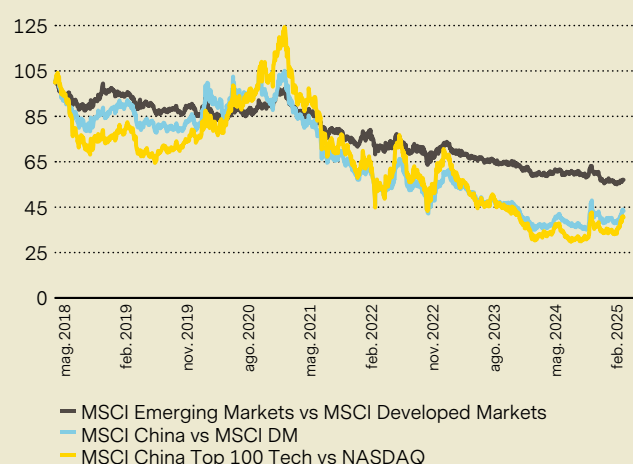
Rapporto Prezzo/Utili forward a 1 anno



Fonte: LSEG, Vontobel, al 21 febbraio 2025.

Grafico 2: Azioni di ME e Cina ai minimi rispetto agli indici tech USA e ai mercati sviluppati

Performance totale netta relativa (in %, USD, indicizzata a maggio 2018)



Fonte: LSEG, Vontobel, al 21 febbraio 2025. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile di quelle attuali o future.

Caffè – il nuovo «oro nero»?



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Secondo l'autore e ambientalista americano Edward Paul Abbey, «la nostra cultura va a caffè e benzina ... e spesso il primo ha lo stesso sapore della seconda»¹⁷. Mentre il petrolio greggio, da cui nasce la benzina, tratta da mesi in un intervallo compreso tra 70 e 75 dollari al barile, il prezzo del caffè continua a salire.

Dall'inizio del 2024, il prezzo del caffè arabica di alta qualità, noto per il gusto più morbido e meno amaro, è salito di oltre il 100%. La varietà robusta, generalmente utilizzata per il caffè istantaneo, ha guadagnato oltre il 90% (grafico 1). Di chi è la colpa? Del meteo.

Il Brasile, che produce quasi il 40% del caffè mondiale ed è il principale fornitore della qualità arabica, è stato colpito da un mix devastante di gelate e siccità prolungate¹⁸. Anche in Vietnam, secondo maggiore produttore al mondo e principale fornitore della qualità robusta, gli eventi meteorologici estremi – siccità seguite da forti piogge – hanno avuto gravi conseguenze (grafico 2). Pertanto, la resa agricola è crollata, riducendo l'offerta. La situazione è particolarmente grave per la qualità arabica, bene di prima necessità per le principali catene di coffee shop.

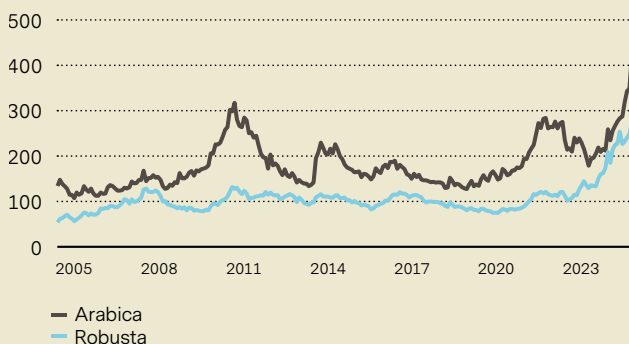
L'aumento generalizzato dei costi di produzione, inclusi trasporti e manodopera, ha esercitato ulteriore pressione al rialzo. Sembra, inoltre, che alcuni agricoltori abbiano esitato a vendere i loro chicchi, ipotizzando che i prezzi sarebbero saliti ulteriormente. Più di recente, hanno inciso anche alcuni sviluppi geopolitici come la (temporanea) minaccia di Trump di imporre sanzioni alla Colombia, che produce l'8% del caffè globale.

In risposta all'aumento dei prezzi, le principali aziende alimentari hanno incrementato i prezzi. Ciononostante, la domanda di caffè rimane solida. A seconda dell'interlocutore, il caffè è considerato un bene di prima necessità o un lusso a cui è difficile rinunciare. A meno che i raccolti non migliorino o i consumatori non riducano significativamente il consumo, il rally dei prezzi potrebbe proseguire per qualche tempo. Per ora, l'agenzia brasiliana Conab prevede che il raccolto di caffè del Paese scenderà a 51,81 milioni di sacchi nel 2025/26, con un calo del 4,4% rispetto all'anno precedente.

Tuttavia, l'esempio del cacao dimostra che i mercati perdono l'appetito a un certo punto, anche per i beni di lusso: la materia prima, che è stata rovinata dal successo (+180% nel 2024), ha già perso più del 25% del suo valore nel 2025 mentre andiamo in stampa.

Grafico 1: Il prezzo della bevanda energizzante preferita dai consumatori è salito

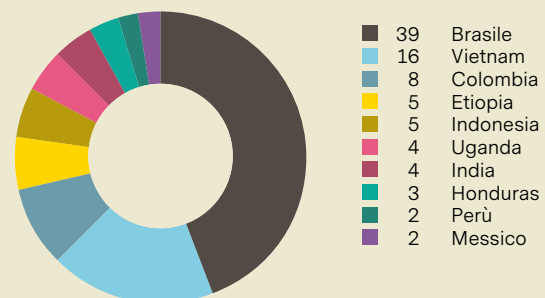
Centesimo USD per libbra



Fonte: LSEG, Vontobel; al 21 febbraio 2025.

Grafico 2: I principali Paesi produttori di caffè al mondo

Produzione di caffè 2023 / 2024 (in %)



Fonte: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti; 2023 / 2024.

Dollaro USA vicino ai massimi da 40 anni: forza o tensioni in vista?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

L'indice Trade-Weighted Real Dollar è vicino ai massimi degli ultimi 40 anni, spinto dall'aumento dei tassi USA, dagli afflussi di capitali e dalla domanda di beni rifugio. Dopo anni di stabilità post 2008, il dollaro USA è salito dal 2015 in poi, poiché i rendimenti statunitensi hanno superato quelli dei principali partner globali, ridisegnando flussi commerciali e di investimento.

L'indice rileva il valore del dollaro rispetto a un paniere di valute dei principali partner commerciali rettificato per l'inflazione, offrendo un quadro più preciso di potere d'acquisto e competitività rispetto ai valori nominali. Le valute dei Paesi con legami commerciali significativi con gli USA hanno un peso maggiore nel calcolo. Il grafico 1 evidenzia il costante apprezzamento del dollaro nell'ultimo decennio. Dopo essere rimasto in un range definito dopo la crisi finanziaria del 2008 – 2009, nel 2015 il dollaro ha iniziato ad accelerare sulla scia dell'incremento dei tassi della Fed (tassi prossimi allo zero o inferiori, invece, per BCE e Bank of Japan). L'aumento dei rendimenti USA ha reso più interessanti gli asset in dollari, rafforzandone la solidità. Con le valutazioni reali in dollari vicine ai massimi degli ultimi 40 anni, l'impatto su commercio, investimenti e stabilità finanziaria globale è sotto i riflettori.

Il trend di breve periodo del dollaro continua a dipendere dalla politica dei dazi. Sebbene una posizione intransigente abbia storicamente supportato la valuta, la retorica recente, sempre più vista come una manovra strategica, ne sta attenuando l'impatto. Al di là dell'incertezza commerciale, i fondamentali economici restano la colonna portante per la valuta. A dispetto dell'ottimismo sulla crescita degli Stati Uniti, i rischi di ribasso sono più alti dello scorso anno, data l'attuale fase avanzata del ciclo economico. Dopo lo scetticismo di inizio 2024, le aspettative per l'inizio del 2025 sono, invece, orientate a confermare il dominio degli USA, rendendo il dollaro vulnerabile a qualsiasi segnale di sottoperformance.

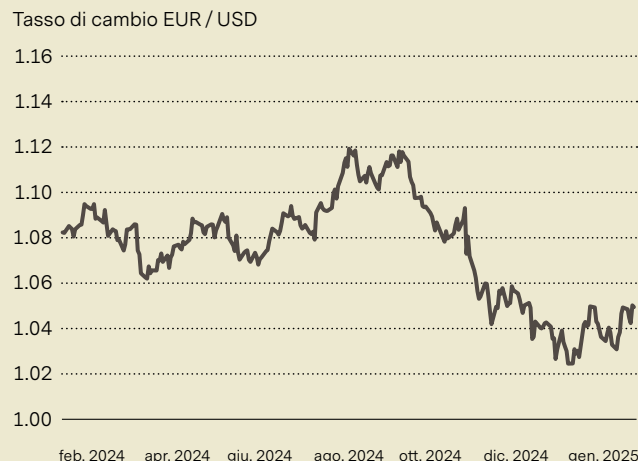
Il rimbalzo dell'euro rispetto al dollaro (grafico 2) è dovuto a vari fattori, tra cui l'indebolimento della fase rialzista del dollaro e la persistente incertezza sulla politica commerciale degli Stati Uniti. Mentre i dazi restano un rischio cruciale, non c'è molta chiarezza sul loro futuro. L'eventuale adozione della proposta di Trump di un approccio reciproco e per singolo Paese potrebbe lasciare margine alla negoziazione, con il rischio di indebolire la tesi rialzista sul dollaro. È prematuro parlare di un'inversione di tendenza duratura per l'euro-dollaro, poiché il trend dipende più dalla debolezza del dollaro che dalla solidità dell'euro in termini di fondamentali. L'ottimismo per un potenziale cessate il fuoco tra Ucraina e Russia è un altro fattore che potrebbe sostenere ulteriormente l'euro. Un euro-dollaro più forte in un contesto di propensione al rischio potrebbe incidere anche su altre coppie di valute, l'euro-franco in primis.

Grafico 1: Il dollaro USA si avvicina ai massimi da 40 anni in termini reali



Fonte: LSEG, Vontobel, al 21 febbraio 2025. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile di quelle attuali o future.

Grafico 2: Rimbalzo dell'euro: debolezza del dollaro o cambiamento duraturo?



Fonte: LSEG, Vontobel, al 21 febbraio 2025. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile di quelle attuali o future.

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	CONSENSUS	
			2025	2026	
Globale (G20)	3,2	2,8	2,6	2,6	
Eurozona	0,7	0,9	0,9	1,2	
USA	2,8	2,5	2,3	2,0	
Giappone	0,1	1,2	1,2	0,9	
Regno Unito	0,9	1,4	1,1	1,4	
Svizzera	1,3	1,7	1,3	1,5	
Australia	1,0	0,8	1,9	2,3	
Cina	5,0	5,4	4,5	4,2	

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

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2024	ATTUALE	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			A 3 MESI	A 12 MESI	VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
EUR (tasso di deposito)	3,00	2,75	2,10	1,82	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)	4,50	4,50	4,35	3,95	↓
CHF	0,50	0,50	0,20	0,20	→

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2024	ATTUALE	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			A 3 MESI	A 12 MESI	VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
EUR (Germania)	2,37	2,46	2,34	2,34	↓
USD	4,57	4,42	4,44	4,32	↓
CHF	0,33	0,58	0,40	0,51	↓

TASSI DEI CAMBI	2024	ATTUALE	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			A 3 MESI	A 12 MESI	VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
CHF per EUR	0,94	0,94	0,94	0,94	↑
CHF per USD	0,91	0,90	0,91	0,90	↑
USD per EUR	1,04	1,05	1,02	1,05	↑

MATERIE PRIME	2024	ATTUALE	CONSENSUS	CONSENSUS	PROSPETTIVE
			A 3 MESI	A 12 MESI	VONTOBEL IN 12 MESI ⁵
Brent, USD per barile	75	74	75	72	↓
Oro, USD per oncia troy	2'625	2'941	2'788	2'700	→
Rame, USD per tonnellata metrica	8'768	9'559	9'338	9'600	↓

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

Informativa e disclaimer

1. Disclaimer e fonti

Questo documento pubblicitario è stato prodotto da una o più aziende del Gruppo Vontobel (collettivamente «Vontobel») per distribuzione con clienti privati e istituzionale.

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

La performance storica non è un indicatore della performance corrente o futura. Si avverte che il rendimento può aumentare o diminuire, per esempio a causa delle eventuali oscillazioni del cambio. Il valore del denaro investito può aumentare o diminuire e non esiste alcuna garanzia che sia possibile riscattare l'intero capitale investito o parte dello stesso.

Pur ritenendo che le informazioni ivi contenute provengano da fonti attendibili, Vontobel non può assumersi alcuna responsabilità in merito alla loro qualità, correttezza, attualità o completezza. Fatta eccezione per i casi consentiti dalla legge in vigore sui diritti d'autore, è fatto divieto di riprodurre, adattare, caricare su parti terze, collegare, inquadrare, pubblicare, distribuire o trasmettere queste informazioni in qualsiasi forma con qualsiasi processo senza lo specifico consenso scritto di Vontobel. Nella misura massima consentita dalla legge, Vontobel non sarà resa responsabile in alcun modo per eventuali perdite o danni subiti in seguito all'utilizzo o all'accesso a queste informazioni o a causa di un errore di Vontobel nel fornire queste informazioni. La nostra responsabilità per omissioni, violazioni contrattuali o infrazioni di qualsiasi legge come conseguenza di un nostro errore nel fornire queste informazioni o parte di esse, ovvero per qualsiasi problema connesso con queste informazioni, che non sia possibile escludere legittimamente, è limitata a nostra discrezione e nella misura massima consentita dalla legge, alla sostituzione delle presenti informazioni o parte di esse o al pagamento a voi per la sostituzione di queste informazioni o parti di esse. È vietata la distribuzione del presente documento o di copie dello stesso in giurisdizioni che non ne consentano legalmente la distribuzione. Le persone che ricevono il presente documento dovrebbero essere consapevoli di rispettare tali limitazioni. In particolare il presente documento non deve essere distribuito o consegnato a US Persons e non deve essere distribuito negli Stati Uniti.

20 Informazioni legali

2. Linee guida e informazioni per Paesi specifici

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

Information for German clients

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

Additional information for UK clients

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

Informazione per investitori italiani

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

Glossario e fonti

- ¹ Azioni di settori tradizionali come quello manifatturiero, dell'energia, dei trasporti o dei beni di consumo, che generano utili stabili, dividendi e valore a lungo termine.
- ² Sovrappeso significa che l'Investment Committee di Vontobel ha una preferenza maggiore per una classe o sottoclasse d'investimento.
- ³ Fonte: Trascrizione, <https://www.pbs.org/wgbh/frontline/documentary/trumps-trade-war/transcript/>
- ⁴ North American Free Trade Agreement
- ⁶ Fonte: Articolo Time, pubblicato il 28 giugno 2016. time.com/4386335/donald-trump-trade-speech-transcript/ «Hillary Clinton ha scatenato una guerra commerciale contro i lavoratori americani, supportando un accordo commerciale più terribile dell'altro – dal NAFTA alla Cina, alla Corea del Sud (...) un'amministrazione Trump metterà fine a questa guerra siglando un accordo equo per i cittadini americani. L'era dell'arretratezza economica sarà finalmente finita.»
- ⁶ Fonte: Articolo Bloomberg, pubblicato il 21 gennaio 2025. <https://www.bloomberg.com/news/videos/2025-01-21/trump-says-tariffs-are-most-beautiful-word-in-dictionary-video>
- ⁷ Fonte: Articolo Washington Post, pubblicato il 27 gennaio 2025. www.washingtonpost.com/history/2025/01/27/trump-mckinleytariffs-history/
- ⁸ Fonte: www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/restoring-names-that-honor-american-greatness/
- ⁹ Organizzazione del Trattato dell'Atlantico del Nord. Alleanza militare fondata nel 1949, composta da paesi del Nord America e dell'Europa, con l'obiettivo della difesa collettiva.
- ¹⁰ Fonte: Coalition for a Prosperous America, pubblicato il 16 gennaio 2024. prosperousamerica.org/economic-view-tariff-jumping-investment-the-success-of-the-2018-washing-machine-tariffs/
- ¹¹ Fonte: Segretario del Treasury USA Scott Bessent al Larry Kudlow Show (novembre 2024). Citazione integrale: «I dazi non possono essere inflazionistici: se il prezzo di un bene aumenta, a meno di non dare più denaro ai consumatori, gli stessi hanno meno risorse da spendere per altre cose, pertanto non c'è inflazione.»
- ¹² Lo yuan cinese può oscillare del 2% in entrambe le direzioni rispetto a un punto giornaliero fissato dalla banca centrale.
- ¹³ Fonte: Spesa federale tratta da serie Y 457-465 in «Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, Part II» e OMB Casa Bianca. PIL pre 1930 tratto da Louis Johnston e Samuel H. Williamson, «What Was the U.S. GDP Then?» MeasuringWorth, 2010, PIL post 1930 tratto da OMB Casa Bianca, KPCB
- ¹⁴ Fonte: CATO Institute 2024 Globalization and Trade National Survey www.cato.org/sites/cato.org/files/2024-08/Globalization%20Survey_2024.pdf
- ¹⁵ Fonte : Rapporto Goldman Sachs, pubblicato ad Agosto 2024. [ids.gsf.com/signin?flowId=q0JI7](https://www.gsf.com/signin?flowId=q0JI7). Accesso richiesto.
- ¹⁶ L'indicatore 5 anni/5 anni rappresenta le aspettative del mercato sull'inflazione futura
- ¹⁷ Fonte: Libro intitolato «Down the River» di Edward Abbey
- ¹⁸ Fonte: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (2023/2024)

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

