

Vontobel

Investors' Outlook

La nuova era Trump



Febbraio 2025



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Che il 2025 abbia inizio

6 Mercato in sintesi

La crisi economica della Germania:
dal «Bruttosozialprodukt» alla stagnazione

10 Asset class sotto la lente

14 Previsioni

17 Riferimenti

Glossario e fonti

Pubblicazione a cura di
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo

Editor
Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autori
Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Frequenza
Dieci edizioni l'anno
(prossima edizione 6 marzo, 2025)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
29 gennaio, 2025

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 15

La nuova era Trump



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Gentili lettori,

alle 12 in punto del 20 gennaio, Donald Trump si è insediato come 47° Presidente degli Stati Uniti e ha dato l'avvio al suo mandato firmando una raffica di ordini esecutivi. Dall'immigrazione all'energia, passando per le normative federali, Trump ha reso subito molto chiara la sua intenzione di riscrivere le regole – e velocemente. Una domanda pressante inizia ora a farsi strada tra gli investitori: quali saranno le conseguenze delle sue azioni sull'economia USA – e sull'ordine globale – nel corso del 2025?

Gli investitori hanno monitorato da vicino l'inizio turbolento di Trump. A sorprendere maggiormente è stata l'assenza di provvedimenti immediati sul fronte dei dazi, soprattutto nei confronti della Cina o di altri partner commerciali. Questo lascia presumere che in futuro i dazi saranno forse più mirati, ad esempio sui veicoli elettrici, piuttosto che applicati a tappeto. Considerando anche la disponibilità di Trump a mantenere la presenza di TikTok negli USA, sembrerebbe quasi un'offerta di pace alla Cina. Cane che abbaia non morde? La retorica dura sui dazi potrebbe essere stata più che altro una tattica di negoziazione. Sul fronte negativo, non sono state proposte riduzioni o sgravi fiscali per le famiglie statunitensi. Il focus sull'inasprimento dei controlli su immigrazione e frontiere, risulta allineato con le promesse elettorali e potrebbe reintrodurre pressioni inflazionistiche.

In ogni caso, Trump inizia il suo secondo mandato con basi economiche relativamente solide. Anche se i dati dal mercato del lavoro hanno mostrato un indebolimento, sono rimasti comunque più robusti del previsto e la solidità della spesa al consumo ha tenuto a bada il timore di una

recessione. Insieme ai dati più solidi sull'inflazione, questi fattori hanno contribuito alla revisione del dot plot¹ della Federal Reserve USA, che prevede per quest'anno due tagli dei tassi anziché tre. L'approccio più misurato della Fed riflette anche l'intenzione di valutare l'impatto delle politiche di Trump. Anche se ad oggi i mercati scontano un unico taglio nel 2025, restiamo convinti che la Fed procederà con due, perché i tassi reali sono ancora troppo elevati. Nel complesso, l'economia statunitense continua a crescere e si mantiene in condizioni migliori rispetto a molte altre regioni del mondo, e non prevediamo una riaccelerazione dell'inflazione.

Detto questo, gli investitori potrebbero fare i conti con una volatilità più intensa nel breve periodo, perché i mercati tendono ad essere più deboli nei mesi successivi alle elezioni presidenziali nell'attesa che sia fatta maggiore chiarezza sull'orientamento delle politiche. A nostro avviso, le azioni USA hanno margine di rialzo, sostenute dagli investimenti nelle infrastrutture per l'intelligenza artificiale (IA). Le rivelazioni che anche la Cina dispone di una soluzione di IA – in grado di ottenere risultati simili con un'intensità di utilizzo dei dati molto inferiore e prodotta ad un costo molto inferiore – hanno scosso il mercato. Le elevate valutazioni di alcuni nomi tecnologici potrebbero ora essere messe in discussione. La crescita economica superiore degli Stati Uniti era già prevista per favorire una rotazione verso titoli con valutazioni inferiori al di fuori del settore tecnologico, il che probabilmente manterrà le azioni statunitensi complessivamente avvantaggiate.

In questo Investors' Outlook tratteremo nel dettaglio le problematiche economiche della Germania, il sell-off globale dei titoli di Stato e la recente impennata dei prezzi del petrolio.

→ Webcast

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

¹ Vedere «Glossario e fonti» a pagina 17



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Che il 2025 abbia inizio

Gennaio è iniziato all'insegna di due forze: l'ottimismo alimentato da solidi dati economici in arrivo dagli Stati Uniti e un certo disagio dovuto a inflazione, mutamenti politici e turbolenze sui mercati globali.

Il mercato del lavoro americano si è rivelato un'area positiva. A dicembre gli occupati non agricoli sono infatti aumentati di 256.000 unità, ben al di sopra delle 155.000 previste, mentre il tasso di disoccupazione è sceso leggermente fino a quota 4,1%. Dopo due anni di raffreddamento il mercato del lavoro sembra aver imboccato la giusta traiettoria.

I mercati, al contempo, si sono preparati all'impatto delle promesse di aumento della spesa e crescita economica fatte da Trump in campagna elettorale. Fattori che, insieme ai timori su crescita del deficit e inflazione, hanno spinto gli investitori a rivalutare l'aggressività con cui la Fed potrebbe tagliare i tassi nel 2025. A fare di più le spese di questo mutamento delle aspettative sono stati i mercati obbligazionari: i Treasury decennali sono schizzati oltre quota 4,7%, trascinando al rialzo i rendimenti a livello globale. In Cina, in controtendenza, i rendimenti a 10 anni hanno toccato i minimi storici sulla scia dei timori su

debolezza della crescita e inflazione con cui è alle prese il Paese.

Nel 2025, secondo le nostre previsioni, l'economia continuerà a crescere, l'inflazione resterà sotto controllo e gran parte delle banche centrali porterà avanti i tagli dei tassi in maniera graduale. La Fed ha mantenuto i tassi invariati a gennaio e ha sottolineato di non avere fretta. Prevediamo che la Fed ridurrà i tassi di interesse a quello che è considerato il territorio «neutrale»² quest'anno, non appena assisteremo a ulteriori sorprese al ribasso sul fronte dell'inflazione. Ciò farebbe scendere nuovamente anche i rendimenti dei Treasury decennali verso il 4% fornendo sostegno ai mercati azionari.

Dall'altra parte dell'Atlantico il quadro è meno roseo. L'Eurozona ha di fronte una strada in salita dato che l'attività economica rimane moderata e la fiducia di consumatori e imprese resta debole.

L'Investment Committee di Vontobel ha deciso di mantenere la propria attuale asset allocation. Per i dettagli si rimanda a pagina 5.

	SOTTOPESO		NEUTRALE	SOVRAPPESO		
	ampio	marginale		marginale	ampio	
1 Liquidità			→			Confermiamo il nostro posizionamento neutrale sulla liquidità e restiamo pronti a impiegarla al presentarsi di opportunità interessanti.
2 Obbligazioni		→				Il nostro giudizio complessivamente negativo sull'obbligazionario resta immutato. Pur ravvisando da qui in poi un certo margine di ribasso per i rendimenti obbligazionari, dati economici positivi e le probabilità di ulteriori stimoli di bilancio ci inducono a non assumere per ora un atteggiamento più fiducioso. Ribadiamo pertanto il nostro orientamento negativo sull'investment grade mantenendo al contempo un posizionamento neutro su high yield, mercati emergenti e titoli di Stato.
3 Azioni				→		Confermiamo anche il sovrappeso sull'azionario. Data la nostra previsione di un miglioramento della crescita, mentre l'inflazione è tenuta sotto controllo e gran parte delle banche centrali si appresta a continuare a tagliare i tassi nel corso di quest'anno, riteniamo che le azioni continueranno con tutta probabilità a battere le obbligazioni. Sotto il profilo geografico prediligiamo l'azionario americano dal momento che l'economia del Paese continua a registrare performance superiori a quelle di altre aree ed è destinata a ricevere ulteriore sostegno dall'agenda «America first» di Donald Trump. Sebbene le azioni americane presentino valutazioni superiori a quelle di mercati omologhi a livello globale, queste sono a nostro avviso giustificate da vari fattori, inclusa una maggiore redditività. Rimaniamo neutrali sulle azioni svizzere, europee, giapponesi e dei mercati emergenti. Si tratta infatti di aree alle prese con prospettive di crescita ed evoluzione degli utili eterogenee oltre che valutazioni secondo noi relativamente eccessive. L'azionario cinese, invece, potrebbe trarre vantaggio dagli stimoli di bilancio e oggi scambia a sconto rispetto ai mercati sviluppati.
4 Oro			→			L'oro ha subito un sell off all'indomani delle elezioni presidenziali americane, recuperando da allora parte delle perdite. Le cause principali della ripresa sono state due: una domanda ininterrotta da parte delle banche centrali (la banca centrale cinese è infatti tornata ad acquistare oro) e la sua attrattiva come bene rifugio (in vista dell'insediamento di Trump). Pur restando rialzisti sull'oro nel lungo periodo alla luce di frammentazione geopolitica, aumento del debito pubblico e dedollarizzazione, una serie di fattori ci induce alla cautela nel breve. Tra questi vi sono le politiche pro-crescita e reflazionistiche di Trump, la prospettiva di una forza incessante del biglietto verde e il rischio di una Fed restrittiva. Confermiamo il nostro posizionamento neutro sull'oro.
5 Materie prime			→			Rimaniamo neutrali sulle materie prime. Il nostro scenario di base per il 2025 è quello di una crescita economica positiva e di un ulteriore allentamento da parte delle banche centrali che dovrebbero favorire l'asset class. Tra gli ostacoli vi sono la forza ininterrotta del dollaro americano e un'economia cinese ancora in ripresa. Sul versante geopolitico, le materie prime sono particolarmente vulnerabili a dazi e sanzioni. Al momento, però, la visibilità è decisamente scarsa: Trump imporrà sanzioni all'Iran o raggiungerà un accordo? Inasprirà le pressioni sulla Russia o «porrà fine alla guerra in un giorno»? Quest'incertezza significa che il pendolo potrebbe oscillare in una qualsiasi delle due direzioni e dunque un posizionamento neutrale ci appare il più appropriato.
6 Strategie alternative			→			Rimaniamo neutrali su fondi alternativi e settore immobiliare.

Variazioni mensili:

invariato →

in aumento ↗

in calo ↘



La crisi economica della Germania: dal «Bruttosozialprodukt» alla stagnazione

«Ja, ja, ja, jetzt wird wieder in die Hände gespuckt, wir steigern das Bruttosozialprodukt...»*. All'inizio degli anni '80 la canzone satirica «Bruttosozialprodukt» dei Geier Sturzflug travolse Germania, Austria e Svizzera, conquistando le vette delle classifiche con la sua critica ironica dell'etica del lavoro tedesca. La leggerezza di questa canzone sull'industriosità del Paese sembrava rispecchiare perfettamente lo spirito del governo di coalizione giallonera, favorevole agli affari, di quel periodo.



Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Nel terzo trimestre del 2024, l'economia tedesca ha registrato una crescita di appena lo 0,1%³. Un tempo motore dell'economia del Paese, le esportazioni le esportazioni si sono contratte del 2,8% su base mensile in ottobre. La produzione industriale, nel frattempo, resta oltre 10 punti percentuali al di sotto dei livelli pre-pandemici a quasi cinque anni dall'inizio della pandemia. Secondo gli economisti, un cambiamento nel prossimo futuro è improbabile. Stando alle previsioni dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), nel 2025 la Germania «sarà il fanalino di coda dei Paesi membri dell'OCSE⁴», espandendosi di un misero 0,7%. La Federazione dell'Industria Tedesca (Bundesverband der Deutschen Industrie, BDI) dipinge un quadro ancor più cupo, prevedendo un calo della produzione del 3% nel 2024 e «nessun miglioramento all'orizzonte» nel 2025. Ovvero, citando il presidente del BDI Siegfried Russwurm, «il modello economico tedesco è in grave pericolo, non prima o poi, ma qui e ora. Circa un quinto del valore creato dal settore industriale è a rischio⁵».

Com'è potuto accadere questo clamoroso declino? Si è detto molto sulla pandemia di Covid-19, sulla guerra tra

Russia e Ucraina e sulla crisi energetica come fattori che hanno contribuito alle difficoltà dell'economia tedesca. Ma uno sguardo più attento al grafico 1 rivela che alcune crepe nelle fondamenta industriali della Germania sono apparse ben prima delle recenti crisi. La produzione industriale tedesca, ad esempio, ha raggiunto il suo picco anni prima che arrivassero la pandemia o la guerra in Ucraina. Ciò indica che potrebbero essere in gioco sfide strutturali più profonde.

Una di queste sfide è la forte dipendenza della Germania dalle esportazioni. L'export di beni e servizi ammonta a oltre il 40% del Prodotto Interno Lordo (PIL) del Paese, in netto contrasto con Stati Uniti (11%) ed Eurozona (19%, tutti i dati aggiornati al 2024). Pur essendo stato uno dei pilastri del suo successo economico per decenni, il modello di crescita trainato dalle esportazioni della Germania fa sì che l'economia sia vulnerabile a shock esterni e fluttuazioni del commercio globale. Questa vulnerabilità è particolarmente evidente nei rapporti con la Cina, la seconda economia mondiale. Per decenni la Cina è stata un importante importatore di beni dalla Germania, con un incremento delle esportazioni tedesche verso il gigante

* «Yeah, yeah, yeah, è tempo di rimboccarci di nuovo le maniche: facciamo crescere il Prodotto Nazionale Lordo», verso di una hit pop satirica degli anni '80.

asiatico da meno del 2% del totale nel 2000 a quasi il 10 nel 2020. Nel 2024, però, tale cifra è scesa a solo il 5%, poiché la Cina si è trasformata da cliente fedele a formidabile concorrente, specialmente in settori chiave (grafico 2).

Una crisi che dura da anni

E poi c'è il problema del fallimento della strategia energetica tedesca. Come molti Paesi europei, la Germania è un importatore netto di energia; in altre parole, non essendo in grado di soddisfare il proprio fabbisogno energetico internamente è costretta a fare affidamento su fornitori esteri. All'inizio del 2022 la Germania acquistava il 55% del proprio gas naturale dalla Russia⁶. L'invasione russa dell'Ucraina, tuttavia, ha determinato una reazione a catena: interruzioni delle forniture, una drastica impennata dei prezzi dell'energia e una frenetica ricerca di fornitori alternativi.

La crisi energetica del 2022 ha riaperto il dibattito sulla sicurezza energetica e accelerato la transizione verso le energie rinnovabili. Per spezzare una lancia a favore della Germania, sono stati compiuti significativi progressi. Secondo stime del Fraunhofer Institute for Solar Energy Systems, nel 2023 in Germania la quota delle fonti rinnovabili nel mix elettrico, ovvero l'energia fornita dalle prese elettriche, ammontava all'incirca al 57%⁷. Questo, tuttavia, non si traduce automaticamente in prezzi bassi e stabili. In assenza di vento o luce solare l'energia generata dagli

impianti eolici e solari diminuisce, con un conseguente incremento del prezzo dell'elettricità. Proprio come avvenuto lo scorso dicembre, quando i prezzi dell'elettricità sul «mercato del giorno prima» hanno subito un'impenata arrivando a EUR 900 per megawatt/ora, per poi scendere rapidamente fino a quota EUR 100 poco dopo.

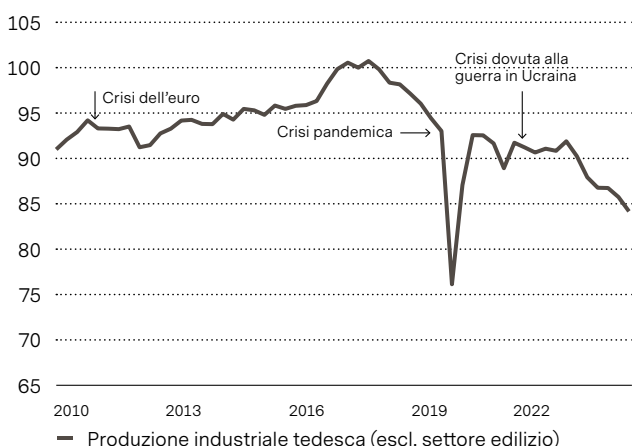
In teoria, l'energia nucleare può fornire un «cuscinetto» contro queste fluttuazioni. A inizio 2023, però, la Germania ha spento le sue ultime tre centrali nucleari, decisione che ha destato polemiche sia nel Paese che all'estero. La Svezia ha criticato in maniera particolarmente aperta l'abbandono dell'energia nucleare da parte della Germania, accusandola di «ipocrisia»⁸. A dicembre del 2024, la ministra dell'energia svedese Ebba Buschha accusato la Germania di bloccare i finanziamenti UE a favore di nuovi progetti per la costruzione di centrali di base per produrre energia da fonti non fossili. «Una cosa è non volere l'energia nucleare per se stessi», ha affermato Busch, «un'altra è impedire ad altri Paesi di accedere ai fondi». Sebbene le interruzioni delle forniture energetiche da parte della Russia rappresentino di sicuro un punto di svolta, la crisi energetica tedesca ha avuto inizio prima dell'invasione russa dell'Ucraina (grafico 3).

Una competitività in calo

Un'altra sfida significativa è rappresentata dalla competitività della Germania. La competitività (o la sua mancanza) abbraccia diversi aspetti. Prendiamo ad esempio le rigide

Grafico 1: La produzione industriale tedesca ha toccato il proprio picco prima della pandemia e della guerra in Ucraina

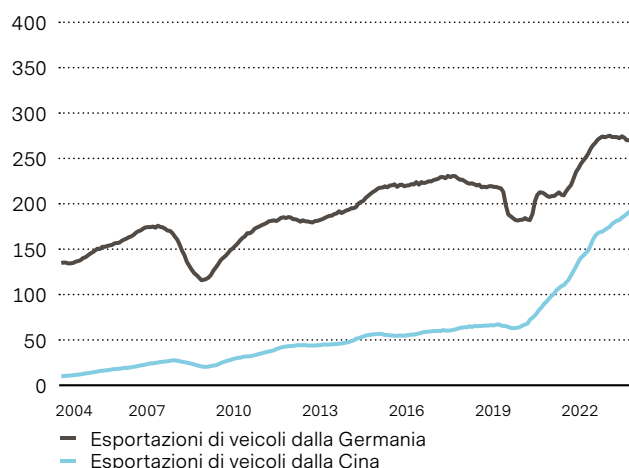
Indice ribasato a 100 = 2018



Fonte: LSEG, Vontobel; dati a dicembre 2024.

Grafico 2: La Cina è passata da importatore a concorrente

In miliardi di euro (totale a 12 mesi)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati a dicembre 2024.

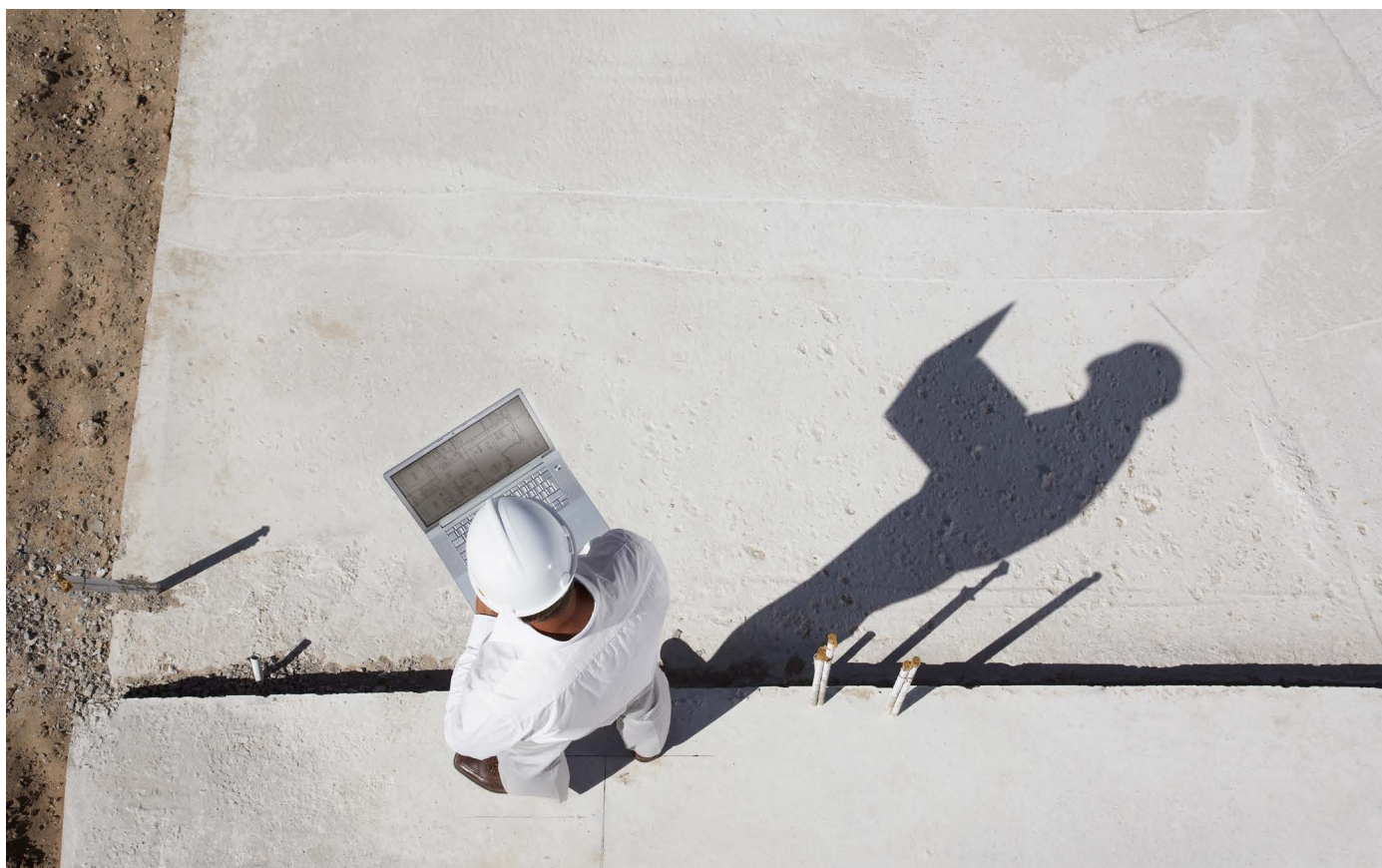
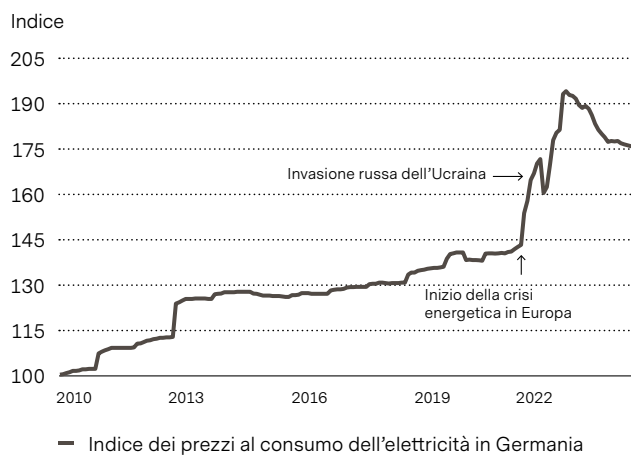
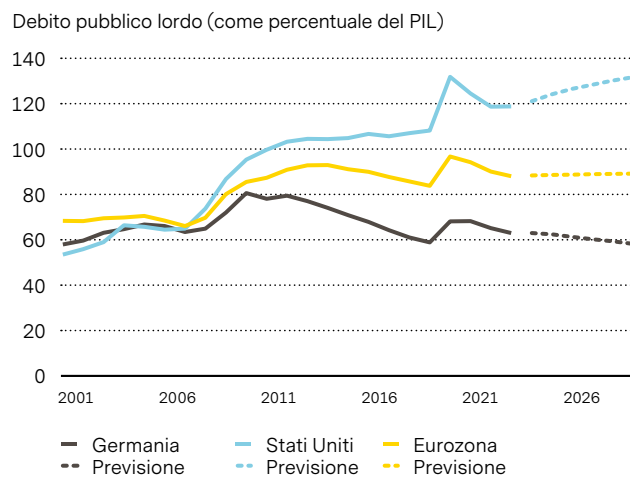


Grafico 3: La crisi energetica è iniziata prima dell'invasione russa dell'Ucraina



Fonte: LSEG, Vontobel; dati a dicembre 2024.

Grafico 4: I livelli di debito tedeschi consentono margini di manovra



Nota: Previsione del Fondo Monetario Internazionale

Fonte: LSEG, Vontobel; dati a dicembre 2024.

10 Mercato in sintesi

norme sul mercato del lavoro vigenti nel Paese. A differenza degli Stati Uniti, per poter interrompere un rapporto di lavoro la legge tedesca richiede una motivazione valida, richiami formali e un rigoroso rispetto dei periodi di preavviso. Queste regole, unite a una forza lavoro altamente sindacalizzata, rendono relativamente difficile per le aziende licenziare i dipendenti.

La competitività è legata anche ai fattori demografici. Secondo dati della Banca Mondiale, nel 2022 in Germania il tasso di fertilità (il numero di figli per donna) era pari solo a 1,5, il livello più basso del Peer Group (Stati Uniti: 1,7, Francia: 1,8⁹). Secondo il World Factbook (2023) della CIA, inoltre, la Germania è tra i primi 10 Paesi a livello mondiale per età mediana, pari a 46,7 anni. L'invecchiamento della popolazione ha profonde implicazioni economiche. Con la contrazione della forza lavoro è più probabile che si verifichino carenze di manodopera in determinati settori. Stando alle stime ufficiali, la Germania potrebbe dover fare i conti con un deficit di sette milioni di lavoratori qualificati entro il 2035¹⁰. Questa contrazione del mercato del lavoro potrebbe spingere al rialzo i salari, con un conseguente inasprimento delle pressioni sui costi per le imprese. Al contempo, in una società sempre più anziana è necessaria una maggiore spesa pubblica in pensioni e sanità. Questo aumento dei costi potrebbe mettere sotto stress le finanze pubbliche, determinando potenzialmente un incremento delle tasse. Tali sfide demografiche potrebbero essere risolte, in parte, attraverso un aumento dell'immigrazione (che rimane, però, un tema politicamente sensibile).

Per non parlare dell'elevata pressione fiscale sulle imprese tedesche. Secondo il Tax Database dell'OCSE, nel 2024 l'aliquota legale dell'imposta sulle società in Germania ammontava a circa il 30%, la più alta del Peer Group (vs Francia, Paesi Bassi e Stati Uniti: circa 25%; Svezia, Finlandia e Svizzera: circa 20%).

Un'altra sfida strutturale riguarda la carenza di investimenti. La formazione netta di capitale fisso del Paese, espressa come percentuale del PIL, risulta inferiore a quella di altri Paesi come Stati Uniti ed Eurozona. La riluttanza tedesca a investire diviene evidente anche quando si guarda all'invecchiamento del suo stock di beni strumentali (età media in Germania: 7,3 anni; Eurozona: 6,7 anni; Stati Uniti: 6,1 anni). A un certo punto quest'invecchiamento renderà necessario reinvestire oppure la qualità ne risentirà.

Margini di ottimismo

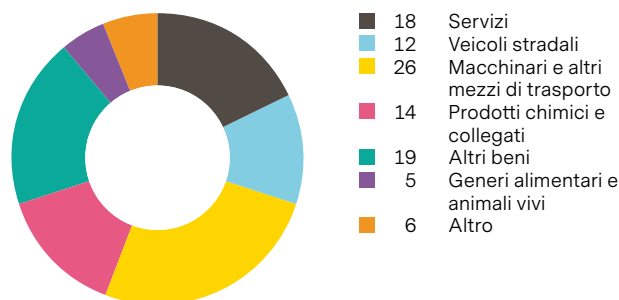
Nonostante queste sfide, il quadro non è totalmente negativo. Grazie ad anni di disciplina nella gestione dei conti pubblici, il debito pubblico lordo tedesco, espresso come percentuale del PIL, è significativamente inferiore a quello del Peer Group. Questo fornisce al Paese un certo spazio di manovra dal punto di vista finanziario (grafico 4). È del tutto plausibile che un giorno la Germania superi la propria avversione al debito e inizi a investire di più. Perfino l'ex cancelliera Angela Merkel, detta un tempo il «flagello» d'Europa in fatto di conti pubblici, ha espresso di recente il proprio sostegno all'ipotesi di allentare il «freno al debito» del Paese per stimolare gli investimenti¹¹.

Non dimentichiamo, inoltre, che l'economia tedesca non è in grado di produrre solamente automobili (grafico 5). È vero, il settore automobilistico rappresenta una quota considerevole delle esportazioni tedesche. Nel 2023 i macchinari e altri mezzi di trasporto ammontavano al 26% delle esportazioni del Paese, mentre i veicoli stradali il 12%. La Germania, però, svolge un ruolo significativo anche nel settore chimico (14%) e in quello dei servizi (18%).

A fornire parzialmente sollievo potrebbe essere anche la riduzione dei prezzi del gas. Nei prossimi anni dovrebbe, infatti, entrare in funzione un gran numero di

Grafico 5: La Germania non è in grado di produrre solamente automobili

Esportazioni tedesche di beni e servizi (2023)
come percentuale del totale



nuovi progetti legati al gas naturale liquefatto (GNL). Secondo proiezioni contenute nel World Energy Outlook 2024 dell'Agenzia Internazionale dell'Energia, l'offerta globale è destinata a superare la domanda, creando un avanzo che potrebbe durare per buona parte degli anni 2030¹². Ciò potrebbe favorire un gran numero di industrie tedesche ad alta intensità energetica.

Poi c'è la forza innovativa della Germania. Pari a oltre il 3% del PIL, la spesa tedesca in ricerca e sviluppo è di poco inferiore a quella degli Stati Uniti (3,5%), superando anche significativamente la media dell'Eurozona, pari al 2,3% (Banca Mondiale, 2021). Ciò potrebbe tradursi in nuovi e innovativi prodotti «made in Germany» (nota: l'industria automobilistica tedesca, in particolare, investe molto in R&S).

Infine, c'è un possibile mutamento politico. Dopo il crollo della coalizione di governo alla fine dello scorso anno, sono previste elezioni anticipate per febbraio 2025. Mentre scriviamo quest'articolo, l'alleanza tra i partiti di centrodestra di CDU e CSU è in testa ai sondaggi e appare destinata a formare il prossimo governo. I due partiti hanno delineato un ambizioso programma politico che mira a far fronte alle principali criticità economiche ed energetiche del Paese. Tra le riforme fiscali proposte vi sono una graduale riduzione dell'aliquota dell'imposta sul

reddito e sulle società (quest'ultima fino ad un massimo del 25%) e l'abolizione del cosiddetto contributo di solidarietà (Solidaritätszuschlag). A questo si aggiunge la proposta di un conto d'investimento sussidiato dallo Stato per ogni bambino. Per quanto riguarda le politiche energetiche, l'alleanza intende ridurre le tasse sull'elettricità e gli oneri di rete, espandere le reti energetiche e la capacità di accumulo, accelerare lo sviluppo di fonti energetiche rinnovabili e abolire la legge sui sistemi di riscaldamento approvata dalla coalizione stessa con l'obiettivo di ridurre le emissioni. La CDU/CSU sostiene, inoltre, la necessità di non abbandonare l'energia nucleare, riconsiderando ad esempio la possibilità di riaprire le centrali precedentemente spente.

Le cose da fare: obiettivo «make Germany great again»
Per comprendere se la Germania, un giorno, riacquisterà la forza di un tempo, abbiamo elaborato un elenco delle criticità del Paese e di ciò che servirebbe per superarle. Al momento, sono soddisfatti solo pochi criteri (es. ripresa della crescita dell'export globale, nessuna escalation della guerra commerciale con gli Stati Uniti, riduzione dei tassi sui mutui). Ciononostante, con gli strumenti giusti e politiche adeguate, ci sono i margini affinché il destino della Germania cambi e il Paese torni ad essere «di nuovo grande».

«Make Germany great again»: Lista di controllo

CRITICITÀ	COSA DEVE CAMBIARE	LISTA DI CONTROLLO
Strategia energetica	Diminuzione dei prezzi dell'energia a livello globale	x
	Riduzione di tasse sull'elettricità e oneri di rete	x
	Accordo sul gas con Trump	x
Modello di esportazione	Ripresa della crescita (dell'export) globale	✓
	Nessuna escalation della guerra commerciale con gli Stati Uniti	✓
Competitività	Deregolamentazione	x
	Riduzione delle imposte sulle società	x
	Riforme del mercato del lavoro pro-imprese	x
Carenza di investimenti	Riforma intelligente del «freno al debito»	x
	Legge sulle infrastrutture di significativa entità	x
	Riduzione dei tassi (sui mutui)	✓

Pausa in corso



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

All'indomani della riunione di settembre del FOMC gran parte degli investitori dava ampiamente per scontato che il tasso sui Fed Fund fosse diretto verso il 3%. Dopo la vittoria repubblicana alle elezioni statunitensi, però, il mercato ha rivisto nettamente al rialzo le proprie aspettative con la previsione diffusa di tassi più vicini al 4%. Oggi gli investitori si preparano alla possibilità che i tassi restino agli attuali livelli senza altri tagli all'orizzonte.

Malgrado un taglio da un quarto di punto a dicembre in linea con le aspettative del mercato, la Fed ha segnalato un orientamento restrittivo per il 2025. Dal mix tra meno riduzioni dei tassi attese e revisioni al rialzo delle previsioni sull'inflazione è emerso un quadro complesso.

Le questioni sul tavolo si sono accumulate quando, alla conferenza stampa, il presidente della Fed Powell ha riconosciuto che alcuni membri del FOMC avevano tenuto conto delle politiche della nuova amministrazione nelle proprie proiezioni, contraddicendo la sua precedente affermazione secondo cui il comitato non fa congetture né supposizioni.

Benché i funzionari possano tenere conto dei possibili effetti delle politiche di bilancio, il loro mandato prevede che la politica monetaria sia guidata da dati oggettivi.

Senza un vero e proprio pivot da tagli a rialzi dei tassi è improbabile che il rendimento dei Treasury decennali infranga in maniera decisa la soglia del 5%. L'andamento dei rendimenti dei Treasury segue strettamente le previsioni sui tassi di riferimento scontate dal mercato (grafico 1), e i mercati dovrebbero scontare nuovi aumenti dei tassi per spingere saldamente al rialzo i rendimenti. Eppure la Fed considera il suo attuale orientamento già restrittivo, mentre l'incremento dei rendimenti sta frenando lo slancio nell'immobiliare residenziale e nell'azionario, motivo per cui riteniamo che una pausa prolungata sia molto più probabile di un nuovo round di inasprimento.

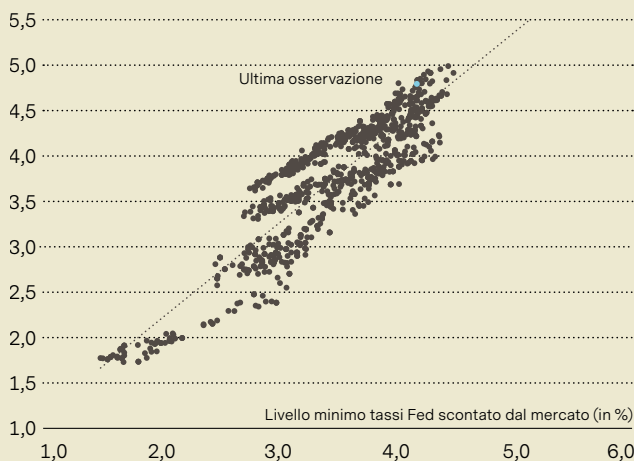
IG: margini risicati per extra rendimenti

Un ulteriore allentamento da parte della Fed potrebbe fornire un certo sostegno alle obbligazioni corporate investment grade (IG). Per ora gran parte delle possibili notizie positive appare incorporata nelle valutazioni, distorcendo fortemente gli extra rendimenti attesi. Sebbene gli attuali rendimenti offrano prospettive apprezzabili in termini di performance complessive, i margini per un'ulteriore compressione degli spread sono scarsi.

Negli ultimi 15 anni sono state ben poche le giornate di contrattazione in cui i differenziali dell'IG sono stati inferiori ai livelli attuali (grafico 2). Ciò indica che il potenziale per un ulteriore restringimento degli spread è limitato e potrebbe segnalare una maggiore vulnerabilità a sviluppi di mercato negativi o shock economici dato che i differenziali hanno poco margine per assorbire rischi aggiuntivi.

Grafico 1: In cerca di un limite quanto possono salire i rendimenti obbligazionari?

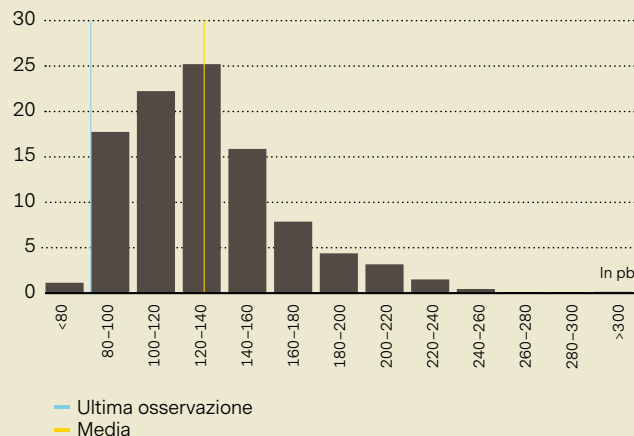
Rendimento dei decennali USA, in %



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

Grafico 2: Spread dell'IG vicini ai minimi degli ultimi 15 anni con margini risicati per extra rendimenti

Numero di giorni di negoziazione nel range di spread



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

Cosa ci aspetta dopo le ultime turbolenze sul mercato?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Il dicembre 2024 è stato segnato da una complessa interazione tra politiche monetarie, tensioni geopolitiche, crisi politiche e stimoli economici che ha portato a risultati eterogenei tra i vari mercati azionari globali dando un'idea di cosa ci avrebbe riservato il mese successivo. E ora cosa accadrà?

Mentre ci stavamo preparando per festeggiare l'inizio dell'anno nuovo con un bicchiere di champagne, il taglio dei tassi «restrittivo» della Fed alla riunione di dicembre ha smorzato l'atmosfera festiva.

La Fed ha segnalato che i tassi rimarranno restrittivi più a lungo di quanto si attendessero i mercati, riflettendo la preoccupazione continua per l'inflazione e facendo aumentare i rendimenti dei titoli di stato.

Di conseguenza l'ottimismo degli investitori si è raffreddato dopo un 2024 record caratterizzato da valutazioni eccessive e con l'ulteriore incertezza creata dall'imminente stagione degli utili di fine anno. Fattori che hanno determinato un aumento della volatilità sui mercati azionari a inizio gennaio e hanno innescato una rotazione dal

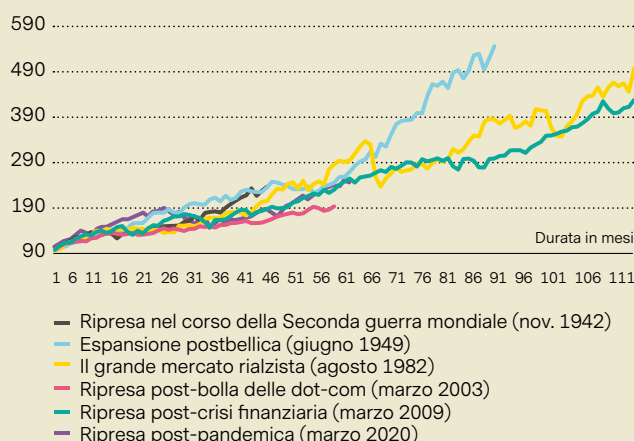
mercato statunitense verso stili di investimento più difensivi e settori con valutazioni più basse, come l'Eurozona o la Svizzera. Il mercato azionario statunitense ha registrato un notevole rimbalzo verso la fine del mese, alimentato dall'ottimismo legato all'insediamento di Trump e agli annunci di importanti investimenti nell'IA. Tuttavia, lo slancio è stato interrotto dalla notizia di una startup cinese che sta sviluppando un modello di IA altamente competitivo e a basso costo, mandando i mercati in una temporanea frenesia. E noi cosa ne pensiamo?

L'Investment Committee di Vontobel mantiene un posizionamento positivo sull'azionario. Confermiamo il nostro sovrappeso, detenuto quasi ininterrottamente da fine settembre 2022, in virtù di una fase rialzista secolare che riteniamo possa protrarsi nel 2025 nonostante la volatilità a breve termine (grafico 1). Siamo particolarmente rialzisti sulle azioni americane, destinate a beneficiare di diversi fattori, tra cui la prosecuzione delle politiche «America first» di Trump e la loro ottima esposizione settoriale a tecnologie nuove e rivoluzionarie.

Nonostante la battuta d'arresto di fine gennaio e la probabilità di una continua volatilità a breve termine – in particolare per i fornitori di semiconduttori e di data center IA – rimaniamo fiduciosi che i prossimi 12 mesi saranno guidati da una forte crescita degli utili e da sorprese positive inaspettate. Inoltre, non crediamo di trovarci di fronte a uno scenario simile alla bolla delle dot-com del 2000, quando le aziende tecnologiche erano caratterizzate da una redditività debole, alti livelli di indebitamento, modelli di business fragili e valutazioni gonfiate. Oggi i risultati economici sono molto più affidabili (grafico 2).

Grafico 1: Mercati rialzisti negli ultimi 80 anni

Indice S&P 500, rendimento complessivo in dollari, in %, indicizzato all'inizio della fase rialzista = 100

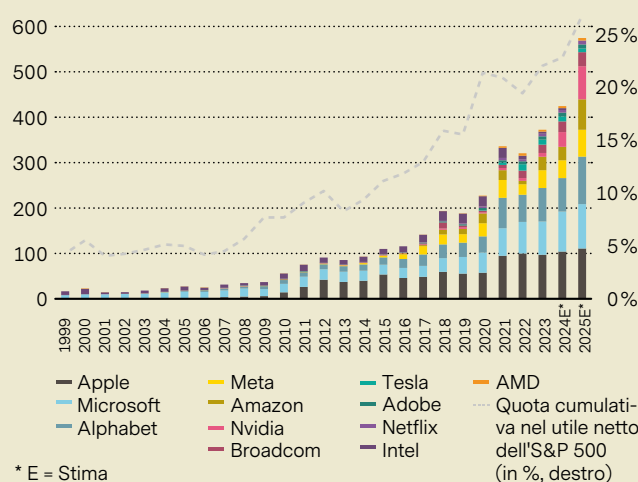


Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 17 gennaio 2025.

Grafico 2: Utile netto di una serie di grandi società tecnologiche e legate all'IA

In miliardi di dollari

Peso nell'indice S&P 500



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 17 gennaio 2025.

L'oro nero continua a scorrere



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Il mese di gennaio ci ha ricordato quanto possano cambiare repentinamente le sorti del mondo delle materie prime. Per vari mesi il greggio Brent aveva fatto fatica a restare sopra gli USD 70 al barile; verso metà gennaio, però, i prezzi avevano superato quota USD 80.

Un ruolo centrale nel trainare questo rally l'ha svolto la geopolitica. Nelle sue ultime due settimane l'amministrazione Biden ha imposto sanzioni inaspettatamente severe contro la Russia pendendo di mira due importanti compagnie petrolifere, oltre 180 imbarcazioni, compagnie assicurative e i trader che acquisteranno petrolio a un prezzo superiore al tetto di USD 60 al barile fissato dal G7¹³.

A contribuire all'aumento dei prezzi sono stati anche l'imminente insediamento di Trump e i timori di politiche più aggressive da parte dell'Iran. Nel corso della prima amministrazione Trump la produzione di greggio iraniana è scesa da 3,8 a 2 milioni di barili al giorno (grafico 1), innescando un brusco rialzo dei prezzi. Se Trump manterrà la promessa di fare «massima pressione» le quotazioni potrebbero salire ulteriormente, tendenza spesso osservata quando entra in gioco una superpotenza energetica.

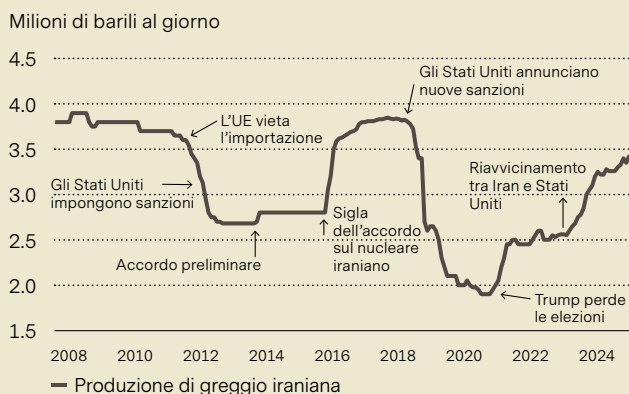
Ha svolto un ruolo anche la proposta di Trump di un dazio al 25% su tutte le importazioni dal Canada, comprese quelle di petrolio, che, unita a un inverno più rigido del previsto negli Stati Uniti che ha fatto aumentare la domanda di gasolio per riscaldamento, ha acuito i timori sull'offerta. La notizia che le scorte di petrolio a Cushing (Oklahoma) sono scese ai minimi dell'ultimo decennio (grafico 2) ha amplificato ulteriormente le preoccupazioni. C'è ancora la speranza che le probabilità di un vero e proprio shock petrolifero restino limitate. Oggi la situazione è significativamente diversa da quella del 2018–2019. All'epoca diversi acquirenti dipendevano dal petrolio iraniano, ma oggi oltre il 90% del greggio esportato dall'Iran è diretto verso la Cina, Paese che non riconosce le sanzioni americane. Il ministro del petrolio iraniano ha già annunciato che «sono state adottate le misure necessarie¹⁴».

Cruciale è anche il ruolo del Canada. Il Paese è infatti importante per le raffinerie americane, specialmente quelle del Midwest, dal momento che queste si sono specializzate nel greggio «pesante» canadese, non in quello «leggero» americano¹⁵.

E poi c'è la prospettiva di una continua contrazione della domanda. I principali osservatori, come l'OPEC, hanno ripetutamente tagliato le proprie previsioni di domanda menzionando spesso la debolezza economica della Cina, il più grande importatore di petrolio al mondo.

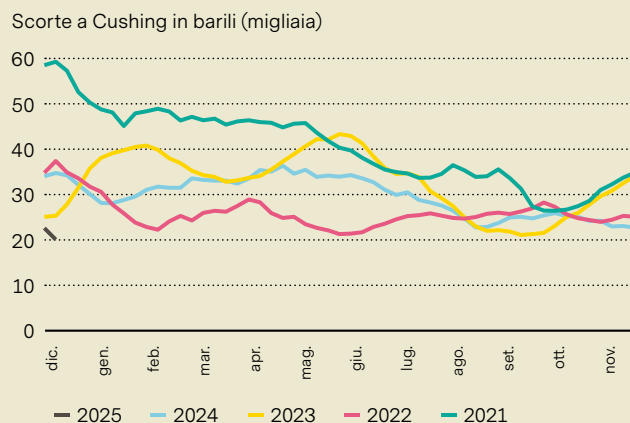
Forse il più importante argomento contro l'ipotesi di uno shock petrolifero è Trump stesso, che si è espresso esplicitamente contro prezzi del petrolio elevati.

Grafico 1: L'offerta di petrolio iraniana è a rischio?



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

Grafico 2: Scorte di petrolio americane a livelli bassi a inizio anno



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

Il re dollaro regna incontrastato



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Lo scorso anno il dollaro statunitense ha subito un'impennata del 7,2%, con gran parte dei guadagni concentrati nell'ultimo trimestre per le speranze sull'effetto positivo sull'economia di un «Trump 2.0», battendo le altre valute globali. Anche se il rally del biglietto verde può proseguire le incertezze su tempistiche delle politiche americane e slancio economico del Paese potrebbero frenarne l'ascesa.

Due parole: «re dollaro» (grafico 1). Gran parte dei guadagni è arrivata a fine 2024 dato che i mercati si sono adeguati a possibili mutamenti politici da parte di Trump. Il rally ha travolto le valute sia dei mercati emergenti che di quelli sviluppati, con il real brasiliano che ha subito un crollo del 21,4% in un quadro di instabilità economica interna e avversione al rischio a livello globale.

La traiettoria del dollaro statunitense dipende dai dati economici americani e dal rafforzamento, da parte di Trump, di un'economia già robusta. I guadagni potrebbero proseguire, ma se la crescita subisse una battuta d'arresto l'economia di fine ciclo americana è a rischio inversione.

Euro alle corde

Lo scorso anno, l'euro è crollato, cedendo il 6,2% rispetto al dollaro con un'accelerazione delle perdite nell'ultimo trimestre. La narrativa positiva sugli Stati Uniti ha attratto gli investitori verso il biglietto verde mentre sull'euro hanno pesato incertezza politica e una crescita fiacca in tutta l'Eurozona. Benché il dollaro continui a dominare, la durata del rally inizia ad apparire eccessiva, dando adito a congetture su un rimbalzo dell'euro. Una risoluzione del conflitto in Ucraina o politiche di bilancio più flessibili in Germania potrebbero fornire all'economia lo slancio di cui ha tanto bisogno. Il fattore più decisivo, tuttavia, sono gli Stati Uniti; eventuali segnali di rallentamento economico potrebbero indebolire la presa del dollaro e offrire all'euro la sua migliore opportunità di ripresa.

Il franco svizzero resta favorito dalle performance economiche del Paese, robuste e superiori a quelle degli omologhi dell'Eurozona. Nonostante un taglio dei tassi da parte della Banca Nazionale Svizzera (BNS) all'orizzonte, i «tori» del franco continuano ad agire indisturbati. Tuttavia, se la propensione al rischio globale dovesse migliorare a causa dell'allentamento delle tensioni geopolitiche o della ripresa economica, il franco tenderebbe a indebolirsi.

Gli ultimi dati sull'inflazione in Svizzera hanno consolidato le aspettative di un taglio dei tassi da 25 punti base (pb) da parte della BNS a marzo. La domanda chiave è: la BNS riproporrà l'audace riduzione dei tassi da 50pb di dicembre o opterà per un più cauto taglio da 25pb? Il sentiment di mercato indica che la BNS potrebbe in ultima analisi rivedere al ribasso il proprio tasso di riferimento fino a un livello minimo pari a 0 (grafico 2).

Grafico 1: Il re dollaro regna

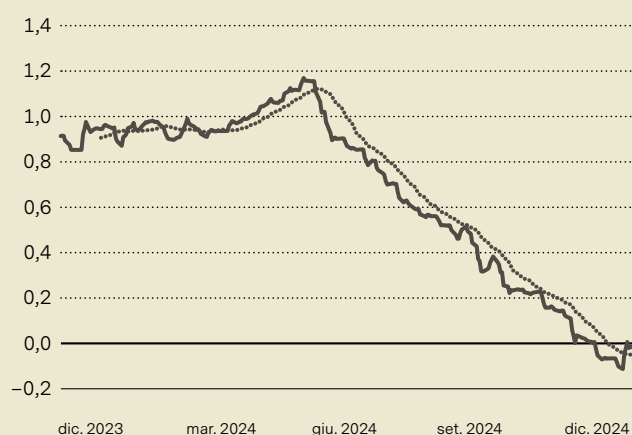
Tasso di cambio del dollaro



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

Grafico 2: Traiettoria tassi BNS verso quota zero scontata appieno dai mercati

Livello minimo tassi BNS scontato dal mercato, in %



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

Economia e mercati finanziari 2024 – 2026

La seguente lista mostra i valori effettivi, i tassi di cambio e i prezzi del 2024, nonché le previsioni consensuali per il 2025 e il 2026 per il prodotto interno lordo (PIL), l’inflazione/ le aspettative inflazionistiche, i tassi di interesse delle principali banche centrali, le obbligazioni governative a 10 anni, i tassi di cambio e le materie prime.

PIL (IN %)		2024 ¹	ATTUALE ¹	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Globale (G20)		2,6	2,8	2,6	2,6	
Eurozona		0,8	0,9	1,0	1,2	
USA		2,7	2,7	2,1	2,0	
Giappone		-0,2	0,5	1,2	0,9	
Regno Unito		0,9	0,9	1,4	1,5	
Svizzera		1,3	1,7	1,3	1,5	
Australia		1,0	0,8	1,9	2,4	
Cina		4,8	5,4	4,5	4,2	
INFLAZIONE		2024 ²	ATTUALE ²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Globale (G20)		4,9	4,5	3,1	2,7	
Eurozona		2,4	2,4	2,0	2,0	
USA		3,0	2,9	2,5	2,5	
Giappone		2,6	2,9	2,2	1,8	
Regno Unito		2,5	2,5	2,5	2,2	
Svizzera		1,1	0,6	0,7	0,8	
Australia		3,2	2,8	2,8	2,7	
Cina		0,2	0,1	0,9	1,2	
TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)		2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI ³
EUR (tasso di deposito)		3,00	3,00	2,09	1,86	→
USD (tasso sui Fed fund, limite superiore)		4,50	4,50	4,05	3,70	↓
JPY		0,25	0,25	0,60	0,79	
GBP		4,75	4,75	4,15	3,50	
CHF		0,50	0,50	0,15	0,15	→
AUD		4,35	4,35	3,95	3,50	
RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)		2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI ³
EUR (Germania)		2,37	2,52	2,2	2,23	↓
USD		4,57	4,60	4,2	4,04	↓
JPY		1,10	1,20	1,23	1,46	
GBP		4,57	4,64	4,16	3,9	
CHF		0,33	0,41	0,34	0,60	↓
AUD		4,36	4,50	4,11	4,13	
TASSI DEI CAMBI		2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI ³
CHF per EUR		0,94	0,94	0,94	0,94	↑
CHF per USD		0,91	0,91	0,91	0,90	↑
CHF per 100 JPY		0,58	0,59	0,59	0,61	
CHF per GBP		1,14	1,11	1,13	1,14	
USD per EUR		1,04	1,03	1,03	1,05	↑
JPY per USD		157,00	156,00	153,00	148,00	
USD per AUD		0,62	0,62	0,63	0,65	
GBP per EUR		0,83	0,84	0,83	0,83	
CNY per USD		7,30	7,33	7,38	7,40	
MATERIE PRIME		2024	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI	PROSPETTIVE VONTOBEL IN 12 MESI ³
Brent, USD per barile		75	81	74	73	↓
Oro, USD per oncia troy		2'625	2'714	2'750	2'600	→
Rame, USD per tonnellata metrica		8'768	9'231	9'500	9'500	↓

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.

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

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.

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.

Additional information for US institutional clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel 1 212 792 5820, Fax 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com. Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

Information for German clients

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

18 Informazioni legali

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 Il dot plot della Fed è un grafico che rappresenta le proiezioni dei funzionari dell'istituto sull'evoluzione dei tassi d'interesse.
- ² Le stime su ciò che significhi « neutrale » per la Fed variano, ma si tratta probabilmente di un tasso intorno al 3%.
- ³ Tasso reale, destagionalizzato e corretto per gli effetti di calendario.
- ⁴ Fonte: articolo di Reuters, pubblicato il 4 dicembre 2024. <https://www.reuters.com/markets/europe/oecd-cuts-2025-forecast-german-economy-2024-12-04/#:~:text=The%20world%27s%20third%2Dlargest%20economy,from%20the%20OECD%2C%20told%20Reuters.>
- ⁵ Fonte: articolo di NZZ, pubblicato il 10 settembre 2024. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/die-deutsche-industrie-laeutet-die-alarm-glocke-und-ruft-nach-dem-staat-ld.1847619>.
- ⁶ Fonte: articolo del Forum economico mondiale, pubblicato il 24 agosto 2022. <https://www.weforum.org/stories/2022/08/energy-crisis-germany-europe/>.
- ⁷ Fonte: comunicato stampa del Fraunhofer Institute for Solar Energy Systems, pubblicato il 15 gennaio 2024. <https://www.ise.fraunhofer.de/en/press-media/press-releases/2024/public-electricity-generation-2023-renewable-energies-cover-the-majority-of-german-electricity-consumption-for-the-first-time.html#:~:text=In%20total%2C%20renewables%20produced%20around,compared%20to%2050.2%25%20in%202022.>
- ⁸ Fonte: articolo di Euractiv, pubblicato il 16 dicembre 2024. <https://www.euractiv.com/section/politics/news/sweden-ramps-up-criticism-of-berlin-in-energy-price-feud/>.
- ⁹ Fonte: Banca Mondiale, al 9 gennaio 2025. <https://genderdata.worldbank.org/en/indicator/sp-dyn-tftrt-in>.
- ¹⁰ Fonte: articolo di Reuters, pubblicato il 21 febbraio 2024. <https://www.reuters.com/markets/europe/germanys-shortage-workers-is-big-gest-risk-growth-minister-says-2024-02-21/>.
- ¹¹ Fonte: articolo del Financial Times, pubblicato il 25 ottobre 2024. <https://www.ft.com/content/2854eff3-97a3-4f9f-9e5f-1aaf216424d8>.
- ¹² Fonte: World Energy Outlook 2024, ottobre 2024. <https://iea.blob.core.windows.net/assets/a5ba91c9-a41c-420c-b42e-1d3e9b96a215/WorldEnergyOutlook2024.pdf>.
- ¹³ Organizzazione intergovernativa composta da Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti.
- ¹⁴ Fonte: articolo di Reuters pubblicato il 13 novembre 2024. <https://www.reuters.com/world/middle-east/iran-ready-possible-oil-export-curbs-after-trump-election-2024-11-13>.
- ¹⁵ Tra il greggio pesante e quello leggero vi sono differenze di densità, viscosità e composizione, che influiscono sulla relativa lavorazione e valutazione. Il greggio leggero è spesso venduto a premio rispetto a quello pesante.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

