

Investors' Outlook

Venti di cambiamento



Dicembre 2024 / Gennaio 2025



3 Editoriale

4 Strategia d'investimento

Attraverso le correnti politiche

6 Mercato in sintesi

Tempo di guardare al passato e al futuro

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 30 gennaio, 2025)

Concept
MetaDesign AG

Grafica e realizzazione
Vontobel

Immagini
Gettyimages,
Vontobel

Termine ultimo per questa edizione
4 dicembre, 2024

Commenti
Cfr. «Informazioni legali» a pagina 15

Venti di cambiamento



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Gentili lettori,

il popolo americano ha scelto, e l'elezione di Donald Trump alla presidenza ha alimentato un sentiment di mercato che getta le basi per prospettive economiche vivaci in vista del 2025. La netta vittoria rossa¹ preannuncia politiche di deregolamentazione e tagli fiscali, misure tradizionalmente favorevoli alle imprese. Questi cambiamenti politici nella principale economia mondiale coincidono con un'ondata di incentivi da parte della seconda economia del mondo. Nel loro tentativo di stimolare la crescita domestica, Stati Uniti e Cina stanno creando, secondo le nostre previsioni, un contesto globale di "risk-on"².

Oltre al sostegno dei policymaker a livello globale, quest'anno i colossi tecnologici hanno investito oltre 200 miliardi di dollari USA nell'intelligenza artificiale (IA), e i dirigenti lasciano intendere che questa corsa agli investimenti continuerà anche l'anno prossimo, con una possibile accelerazione³. Questi programmi di spesa corporate, paragonabili per scala al programma spaziale Apollo⁴, sono destinati a sostenere e rafforzare il momentum economico.

Parallelamente, il potenziale impatto dei dazi sui partner commerciali degli Stati Uniti si è rivelato una fonte di preoccupazione per gli investitori, in particolare per quanto riguarda l'effetto sui prezzi e le implicazioni per il ciclo di allentamento della Federal Reserve. Sebbene i dazi siano spesso considerati inflazionistici, la loro natura intrinseca è deflazionistica: aumentando i costi, incidono negativamente sulla domanda, portando alla sua distruzione, proprio come l'aumento dei prezzi del petrolio riduce l'uso dell'auto. Di conseguenza, le multinazionali sono pronte a

dare priorità alla produzione interna statunitense per minimizzare i rischi legati ai dazi e garantire operazioni più agevoli in uno scenario commerciale caratterizzato da tensioni politiche. Molte società hanno già adottato strategie simili in occasione delle precedenti tornate di dazi, che avevano reso inevitabile una rivalutazione delle filiere globali. Questa tendenza è destinata a convogliare maggiori capitali nell'economia statunitense.

Riteniamo che le banche centrali continueranno a tagliare i tassi di interesse, sebbene a un ritmo più contenuto. Tuttavia, è probabile che alcune politiche eserciteranno pressioni inflazionistiche, come gli incentivi economici e la contrazione dell'offerta di lavoro derivante da leggi più rigide sull'immigrazione. Questi sono gli aspetti di equilibrio del quadro macroeconomico del prossimo anno: incentivi, strategia aziendale e cambiamenti politici delinearanno i contorni del 2025.

In Cina, i policymaker stanno discutendo ulteriori stimoli. Dopo una serie di tagli dei tassi a ottobre, la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha mantenuto invariati i tassi chiave a novembre. Riteniamo che Pechino valuterà l'impatto delle misure di stimolo già adottate prima di fornire ulteriore supporto.

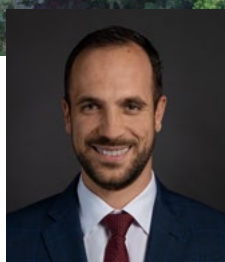
In questo Investors' Outlook troverete i dettagli della nostra visione per l'anno a venire, la nostra analisi dei mercati azionari e le recenti modifiche alla nostra allocazione degli asset.

Tutti gli elementi sembrano preannunciare l'inizio di un nuovo capitolo. Siamo pronti ad affrontare ciò che ci attende.

→ 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

Attraverso le correnti politiche

Il mese di novembre ha sottolineato la prodigiosa capacità di previsione del mercato. L'ascesa dei titoli azionari e la flessione del comparto obbligazionario si erano già manifestate ben prima dell'Election Day che ha poi spinto i mercati azionari verso massimi storici, in previsione di un aumento della crescita e di una minore regolamentazione. La vittoria dei repubblicani rafforza la posizione di Trump nel portare avanti un programma a favore della crescita e delle imprese.

Con l'incertezza elettorale ormai alle spalle, le imprese e gli investitori possono pianificare il futuro con maggiore chiarezza. Le nostre prospettive per il 2025 si basano su tre ipotesi fondamentali: il miglioramento della crescita economica, il basso rischio di una seconda ondata di inflazione e un'ulteriore normalizzazione della politica monetaria.

Dall'altra parte dell'Atlantico, l'Europa offre un quadro contrastante. In Germania il governo di coalizione del cancelliere Olaf Scholz è caduto a causa di controversie in materia di politica economica. Scholz ha richiesto un voto di fiducia a dicembre e se non riuscirà a incassare il sostegno necessario, potrebbe indire nuove elezioni all'inizio del 2025.

Dopo le elezioni statunitensi, si è tenuta una riunione ad hoc dell'Investment Committee durante la quale abbiamo ridotto il sovrappeso sui titoli di Stato, date la migliore visibilità economica e la minore necessità di copertura. Siamo inoltre tornati in sovrappeso sull'azionario, privilegiando in particolare i titoli statunitensi pronti a beneficiare della politica "America First"⁵ di Trump. Durante la riunione ordinaria tenutasi dieci giorni dopo, abbiamo apportato ulteriori modifiche rivedendo al rialzo la view sulle obbligazioni high yield da sottopesate⁶ a neutrali, visti il miglioramento delle prospettive di crescita e i solidi fondamentali societari. Abbiamo invece preso profitto sulla nostra posizione di sovrappeso sull'oro, che è passata a neutrale. Le politiche di Trump a favore della crescita potrebbero determinare tassi Fed più elevati del previsto e un rafforzamento del dollaro USA, due fattori che di solito incidono sui prezzi dell'oro.

Per i dettagli sulla nostra asset allocation si rimanda a pagina 5, mentre per un approfondimento sulle prospettive per il 2025 si veda pagina 6.

Tempo di guardare al passato e al futuro



La fine dell'anno è sempre un buon momento per riflettere. All'inizio del 2024 abbiamo fatto tre previsioni: che la crescita economica sarebbe rallentata per poi sfociare in una recessione; che l'inflazione avrebbe continuato a calare e avrebbe destato meno preoccupazioni; e che le autorità monetarie avrebbero iniziato a tagliare i tassi di interesse. Molte di queste previsioni si sono rivelate corrette, sebbene non tutte. In vista del 2025, ci aspettiamo un miglioramento della crescita, un'inflazione contenuta e una normalizzazione della politica monetaria.



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Guardando al 2024 nel suo complesso, è evidente che l'economia mondiale ha registrato una crescita inferiore al suo potenziale, frenata dalle politiche monetarie restrittive adottate in molti Paesi. I principali indicatori anticipatori, come gli indici dei direttori degli acquisti (PMI)⁷, sono rimasti a lungo in territorio di contrazione, accompagnati da un peggioramento del sentiment sia dei consumatori che delle imprese.

Negli Stati Uniti il mercato del lavoro si è raffreddato rispetto ai livelli roventi registrati in precedenza. I posti di lavoro sono in calo da diversi mesi e a ottobre ammontavano a 7,74 milioni⁸. Il «tasso di abbandono» – un indicatore chiave della fiducia dei lavoratori nelle prospettive del mercato del lavoro – è sceso al 2,1%, rispetto al picco del 3% registrato nel 2022. Anche il tasso di disoccupazione ha iniziato a salire in modo significativo, un segnale che in passato avrebbe fatto scattare l'allarme recessione (grafico 1).

La situazione in Cina, principale potenza economica asiatica, desta crescente preoccupazione. A ottobre, il tasso di disoccupazione nelle aree urbane si attestava intorno al 5%, mentre la disoccupazione giovanile – che nel 2023 aveva toccato il massimo storico di oltre il 20% prima che la sua pubblicazione venisse temporaneamente sospesa⁹ – resta preoccupante, attestandosi al 18,8% ad agosto 2024. Nel frattempo, anche la Germania, un altro operatore

economico di primo piano in Europa, ha registrato un notevole raffreddamento del mercato del lavoro¹⁰.

Verso la fine dell'anno, sono emerse diverse sorprese positive sul fronte economico sostenute da prospettive politiche più favorevoli. Ad esempio, l'indagine PMI dell'Institute for Supply Management (ISM) ha mostrato che, mentre l'indice ISM manifatturiero è rimasto in territorio di contrazione, l'indice dei servizi ha accelerato il passo raggiungendo i massimi degli ultimi due anni. Si tratta di uno sviluppo significativo, se consideriamo che il settore dei servizi rappresenta più di due terzi dell'attività economica statunitense. Inoltre, le indagini sulla fiducia dei consumatori condotte dall'Università del Michigan e dal Conference Board mostrano un notevole miglioramento verso la fine del 2024.

Per quanto riguarda i consumatori, nel terzo trimestre l'economia statunitense è cresciuta a un ritmo annualizzato del 2,8%, sostenuta da consumi privati inaspettatamente robusti. Nel complesso, si può affermare che nel 2024 molte regioni del mondo siano andate vicine alla recessione, riuscendo però a evitarla.

Aspettative e rischi

In vista del 2025, riteniamo che il sentiment dei consumatori continuerà a migliorare almeno negli Stati Uniti. Il mercato del lavoro statunitense appare per ora solido, sostenuto da una crescita del reddito personale reale che resta in territorio positivo da maggio 2023 e dalla probabile disponibilità residua di risparmi accumulati. Con l'avvento dell'amministrazione Trump, nel 2025 i consumatori potrebbero aspettarsi un ulteriore sostegno dallo «Zio Sam», potenzialmente sotto forma di incentivi fiscali.

Prevediamo inoltre un miglioramento del sentiment delle imprese. L'esito delle elezioni statunitensi ha dissipato gran parte delle incertezze, fornendo alle società una maggiore visibilità sul futuro e su come posizionarsi. Ciò rispecchia quanto accaduto dopo le elezioni presidenziali del 2016, quando il sentiment delle piccole imprese aveva mostrato un netto miglioramento (grafico 2). La predilezione del Presidente eletto per i tagli fiscali e la

Grafico 1: 2024 – abbiamo sfiorato la recessione nel 2024

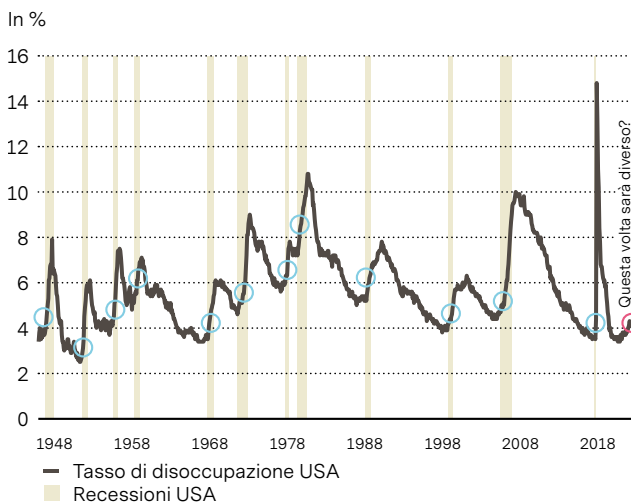
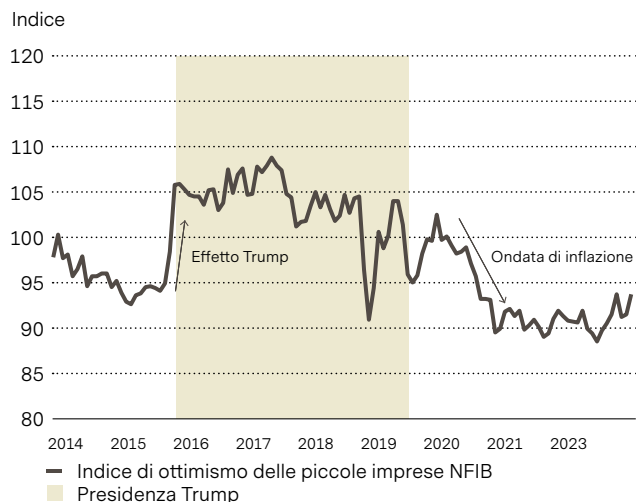


Grafico 2: Dopo la vittoria di Trump nel 2016 il sentiment delle piccole imprese è migliorato



deregolamentazione dovrebbe alimentare ulteriormente il sentiment. Questa nuova ventata di ottimismo, unita alla resilienza dei consumatori statunitensi e a politiche fiscali potenzialmente più favorevoli sia negli Stati Uniti che in Cina, potrebbe aprire la strada a una crescita economica più sostenuta nei prossimi mesi.

È possibile che l'aumento della spesa pubblica combinato con il rafforzamento della crescita economica e un potenziale ritorno della guerra dei dazi possano causare una seconda ondata di inflazione? Pur riconoscendo che molte delle politiche di Trump siano «reflazionistiche», attualmente riteniamo vi sia un basso rischio di una seconda ondata. Certamente, si prevede un'accelerazione della crescita economica nel 2025, ma questa rimarrà lontana dai livelli record. Ad esempio, il settore manifatturiero globale continua a essere in difficoltà, il mercato residenziale cinese rimane in crisi e l'economia europea fatica a riprendersi.

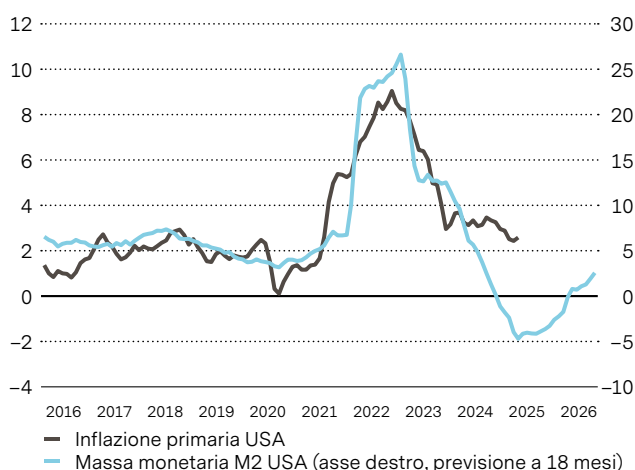
È vero che la politica monetaria è più accomodante rispetto a un anno fa, ma è lontana dall'essere espansiva. Come mostra il grafico 3, sebbene la massa monetaria M2¹¹ degli Stati Uniti sia recentemente tornata in territorio positivo, essa rimane ben al di sotto dei livelli registrati durante l'impennata dell'inflazione nel 2021 e 2022. Un altro fattore che contrasta la possibilità di una seconda ondata inflazionistica è l'assenza di una significativa debolezza valutaria. Al contrario, osserviamo un dollaro

particolarmente forte, che dovrebbe contribuire a contenere l'inflazione importata.

Riteniamo inoltre che ci sia margine per una disinflazione nel settore immobiliare. L'inflazione degli alloggi¹², una delle componenti più lente a variare dell'inflazione complessiva, tende generalmente a diminuire quando la Fed inizia il ciclo di riduzione dei tassi. Inoltre, i prezzi delle materie prime si stanno comportando in modo più favorevole nell'attuale contesto. Nonostante le tensioni geopolitiche in Medio Oriente, il conflitto Russia-Ucraina, nonché la prospettiva di una posizione più dura nei confronti dell'Iran, i prezzi del petrolio sono rimasti sostanzialmente invariati. Il Brent continua a essere scambiato a poco più di 70USD e il West Texas Intermediate fatica a rimanere sopra i 70USD/barile. La promessa di Trump di spaccare e perforare il terreno alla ricerca di gas e petrolio, scandita dallo slogan «frack, frack, frack and drill, baby, drill»¹³ può significare che presto gli Stati Uniti potrebbero estrarre addirittura più petrolio e gas di quanto già non facciano (un aumento della produzione in un mercato che già registra un eccesso di offerta difficilmente sostiene la tesi di un aumento dei prezzi). Nel resto del complesso delle materie prime, i metalli industriali continuano a risentire degli effetti di una manifattura debole a livello globale e della crisi immobiliare in Cina, mentre i prezzi dei cereali sono sotto pressione per i raccolti record nelle principali regioni di produzione.

Grafico 3: La crescita di M2 torna positiva, ma non basta per una seconda ondata inflazionistica

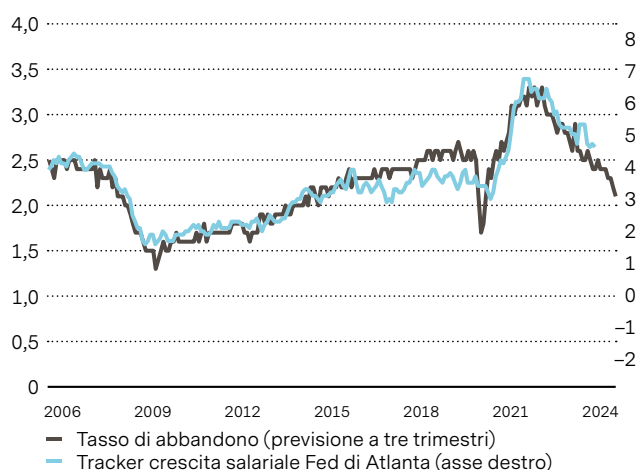
Variazione % annua (entrambi gli assi)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 22 novembre 2024.

Grafico 4: Gli indicatori anticipatori suggeriscono che la crescita tornerà verso il target della Fed

In % Media tre mesi



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 22 novembre 2024.

In termini di politica monetaria, prevediamo che il processo di normalizzazione attuato dalle banche centrali sia destinato a proseguire nel 2025, riportando gradualmente i tassi di interesse in territorio “neutrale”. Ulteriori tagli dei tassi appaiono ragionevoli, a fronte della complessiva normalizzazione di inflazione e crescita salariale (grafico 4). L’inflazione «supercore» della Fed, che tiene conto dell’inflazione dei servizi al netto di generi alimentari, energia e spese per le abitazioni, ed è considerata un indicatore più affidabile, oscilla da diversi mesi attorno all’obiettivo della Fed del 2%. Anche altre misure dell’inflazione core, come l’indice della spesa per i consumi personali (PCE) della Fed di Dallas, si sono avvicinate al target¹⁴. Alcune banche centrali potrebbero addirittura ridurre i tassi al di sotto del livello considerato neutrale. Diverse «colombe» della Banca Centrale Europea (BCE) (tra cui l’italiano Fabio Panetta) hanno suggerito la possibilità di tassi inferiori alla neutralità. Neanche il Presidente della Banca Nazionale Svizzera (BNS) Martin Schlegel ha escluso un ritorno a tassi negativi. Tuttavia, riteniamo improbabili tagli dei tassi al di sotto della neutralità negli Stati Uniti, date le previsioni di un’inflazione relativamente elevata.

Quali fattori potrebbero far deragliare il nostro scenario di base?

Come sempre, esistono rischi che potrebbero sconvolgere il nostro scenario di base. Distinguiamo tra rischi di crescita e rischi di inflazione.

Sul fronte della crescita, resta la possibilità che la “recessione più attesa di sempre” si concretizzi. La politica monetaria è nota per i suoi effetti dilazionati e variabili e l’aumento dei rendimenti comportano il rischio di produrre una «rottura» nel sistema. Altri rischi potenziali potrebbero derivare da una guerra commerciale, dal deterioramento ulteriore dell’economia cinese, o da misure di austerità fiscale troppo aggressive in paesi con alti livelli di debito. Se dovesse avverarsi almeno uno di questi scenari, potremmo assistere a un calo della crescita, dell’inflazione e dei tassi.

Per quanto riguarda i rischi di inflazione, un eccessivo aumento degli incentivi fiscali e monetari potrebbe portare a un surriscaldamento¹⁵ dell’economia, spingendo i prezzi al rialzo. In tale scenario, probabilmente assisteremo a una crescita (temporaneamente) più elevata nonché a un aumento dell’inflazione e dei tassi di interesse. Se Trump dovesse dare seguito alla sua retorica antimmigrazione, la carenza di manodopera statunitense potrebbe peggiorare facendo lievitare ulteriormente i salari e l’inflazione. Inoltre, non dobbiamo sottovalutare i rischi geopolitici, come le tensioni in Medio Oriente o il conflitto tra Russia e Ucraina, che potrebbero innescare uno shock energetico.

Ottimismo post-elettorale



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Il mercato ha reagito positivamente ai risultati elettorali, interpretandoli come favorevoli alla crescita, come dimostrato dall'aumento delle azioni, dei rendimenti obbligazionari e del dollaro. Secondo alcuni strateghi, la vendita sul mercato obbligazionario è dovuta alle politiche fiscali proposte da Trump, che potrebbero aumentare il deficit di bilancio degli Stati Uniti e alimentare l'inflazione, facendo così crescere il "premio per il rischio fiscale"¹⁶.

In effetti, l'aumento dei rendimenti dei Treasury a 10 anni da metà settembre è principalmente dovuto all'aumento dei rendimenti reali delle obbligazioni, con due terzi di questo aumento attribuiti alla componente del rendimento reale e un terzo alle aspettative di inflazione (grafico 1). I rendimenti più elevati dei Treasury riflettono aspettative di crescita più forti, che portano a maggiori afflussi di capitali e a un dollaro più forte. Questa tendenza suggerisce che una politica fiscale più accomodante potrebbe ridurre la necessità per la Fed di ridurre i tassi di interesse in modo aggressivo, mantenendo così la pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari man mano che diminuisce la probabilità di tagli dei tassi (grafico 2).

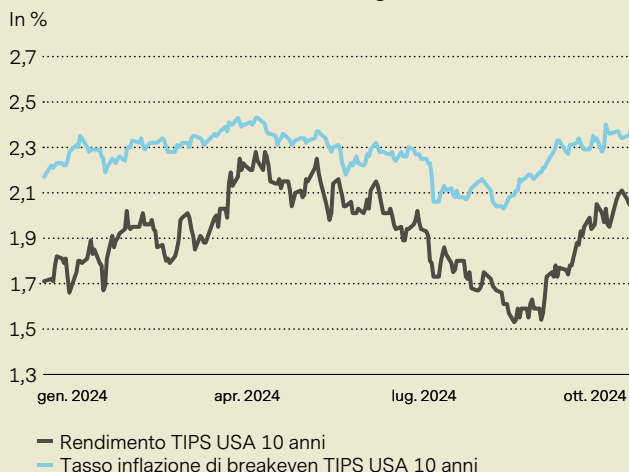
Cambio di marcia

Il miglioramento delle prospettive economiche statunitensi favorisce un contesto positivo per le obbligazioni high yield. Con l'accelerazione della crescita gli utili societari tendono a migliorare, riducendo i rischi di default. Di conseguenza, le società che emettono obbligazioni high yield potrebbero godere di una migliore salute finanziaria con una potenziale revisione al rialzo dei rating creditizi.

Sebbene nei prossimi due anni il debito in scadenza sarà leggermente superiore al livello dello scorso anno, le intense attività sul mercato dei capitali lasciano intendere che queste scadenze siano gestibili. Nel frattempo, l'euforia post-elettorale ha provocato una contrazione degli spread creditizi a livelli mai visti da decenni. A metà novembre gli spread dell'high yield sono scesi a quota 253 punti base, avvicinandosi ai minimi storici di 233 punti base registrati a maggio 2007. Tuttavia, l'attuale mercato high yield è caratterizzato da titoli con rating più elevati e duration sensibilmente più brevi rispetto al 2007. Una minore duration è particolarmente importante quando gli spread sono ridotti, poiché è più probabile che la curva degli spread sia positiva. Gli spread di mercato dovrebbero naturalmente contrarsi man mano che scendono lungo la curva.

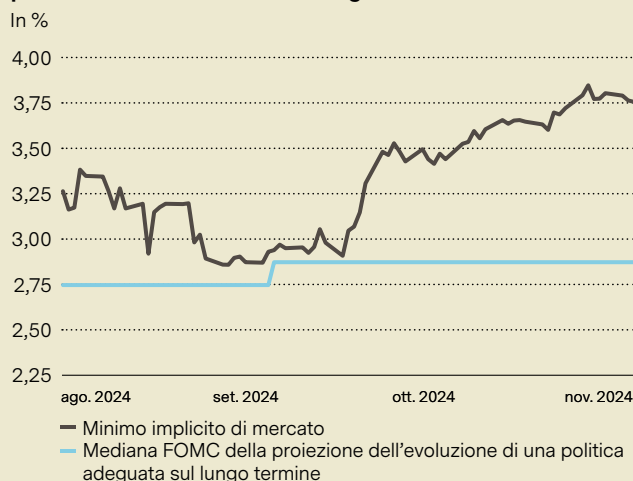
Alla luce delle nostre previsioni positive sull'economia statunitense, sostenute da proiezioni di maggiore crescita per il 2025, una solida base di consumatori, l'allentamento delle politiche monetarie globali e una ripresa della fiducia degli investitori, abbiamo modificato la nostra posizione sulle obbligazioni high yield portandola a neutrale.

Grafico 1: L'aumento dei rendimenti reali alimenta due terzi del sell-off del mercato obbligazionario da settembre



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 20 novembre 2024.

Grafico 2: I rendimenti obbligazionari stanno subendo una pressione al rialzo a fronte di tagli dei tassi non scontati



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 20 novembre 2024.

Tutto un altro mondo



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

L'esito delle elezioni presidenziali statunitensi ha amplificato il gap di performance già notevole tra le azioni americane e quelle degli altri mercati sviluppati ed emergenti. Sebbene gli investitori avessero ampiamente previsto che una presidenza Trump avrebbe creato un contesto favorevole per i mercati azionari in generale, la reazione iniziale del mercato lascia intendere che le azioni statunitensi siano destinate ad aumentare il loro vantaggio. Questa dinamica del «chi vince prende tutto» si è accentuata dopo il 6 novembre.

Proprio come l'iconica hit degli ABBA «The winner takes it all», che circa 40 anni fa è rimasta in cima alle classifiche mondiali per 26 settimane consecutive, le azioni statunitensi hanno dominato i mercati azionari globali per oltre due anni. Questa sovraperformance non è dovuta solo ai contributi eccezionali dei titoli tecnologici e di quelli legati all'IA. Anche l'indice S&P 500, esclusi i «Magnifici 7», le società tecnologiche statunitensi non redditizie e l'indice delle small e mid cap Russell 2000, ha sovraperformato l'indice MSCI All Country World da inizio anno (in termini di rendimento complessivo e in USD). Questo andamento si riverbera nel sensibile miglioramento dell'ampiezza del mercato, un indicatore

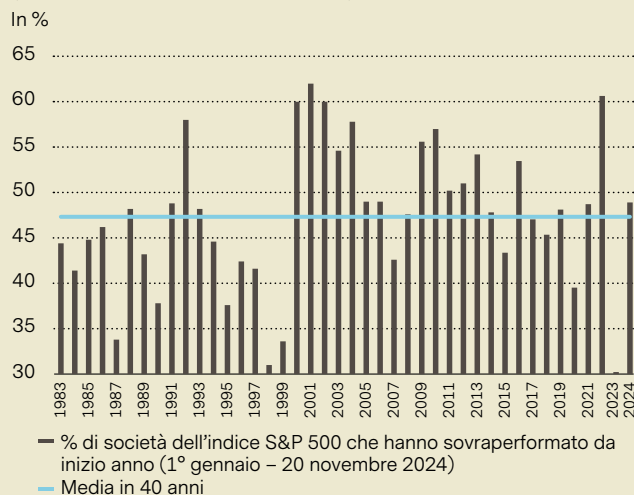
chiave della distribuzione dei guadagni. A fine giugno 2024 solo il 28% delle società dell'S&P 500 aveva sovraperformato l'indice, mentre entro la fine di novembre 2024 tale percentuale ha superato il 50% (grafico 1).

I mercati azionari spesso seguono una logica semplice: il capitale si dirige dove si prevedono rendimenti più elevati. Dopo le elezioni, i titoli statunitensi hanno attirato ingenti afflussi, mentre gli altri mercati sviluppati ed emergenti hanno registrato notevoli deflussi con conseguente sotto-performance. Un cambiamento di rotta giustificato? Creiamo di sì. Da un lato, l'agenda politica di Trump è avvolta nell'incertezza; dall'altro, la stagione degli utili del T3 ha chiaramente favorito il mercato statunitense.

La storia fornisce un po' di contesto. Durante il primo mandato di Trump, le azioni statunitensi hanno sovraperformato costantemente le altre regioni, dal primo mese di presidenza fino alla fine del mandato (grafico 2). Le prime indicazioni segnalano che i mercati stanno seguendo di nuovo una traiettoria simile a quella del 2017. Tuttavia, molto è cambiato da allora.

Prendiamo ad esempio la Germania del 2016: con una crescita del PIL vicina al 3%, era il motore dell'economia dell'Eurozona. Oggi la Germania è alle prese con stagflazione, settori in difficoltà e produzione industriale in calo. Nel frattempo, la crescita del PIL cinese ha rallentato passando da una percentuale nella fascia medio-alta dei valori a una cifra nel 2016 a una percentuale attuale inferiore al 5%, con gli investimenti diretti esteri entrati in territorio negativo già nel 2023 in parte per effetto dalle tendenze di reshoring. Per non parlare del contesto inflazionistico odierno rispetto all'assenza di inflazione nel 2016.

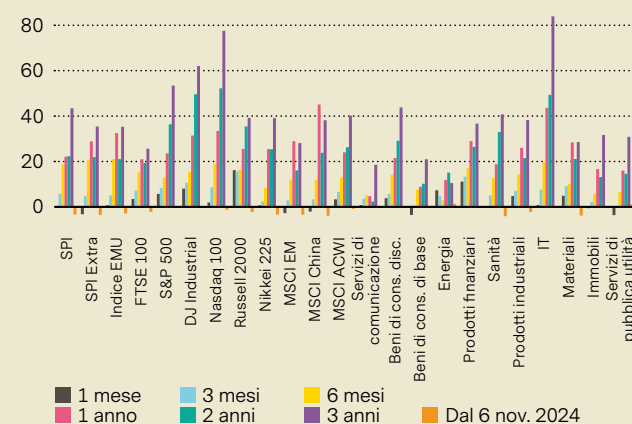
Grafico 1: Miglioramento dell'ampiezza di mercato (sulla base dell'indice S&P 500)



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 22 novembre 2024.

Grafico 2: L'effetto Trump

Rendimento complessivo in USD, in %



Nota: Questo grafico confronta la performance di una selezione di indici settoriali a livello regionale e globale in diversi intervalli di tempo dopo l'elezione di Trump nel 2016 e dalla sua rielezione nel 2024.

Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 21 novembre 2024.

Addio oro (per adesso)



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Negli ultimi anni l'oro ha brillato ottenendo rendimenti notevoli. Dopo un rally da record di circa 30% (in dollari USA) solo nel 2024, abbiamo deciso di salutare temporaneamente una parte (non tutta) della nostra esposizione all'oro.

Nell'edizione del mese scorso, abbiamo sottolineato il rally dell'oro sostenendo che alcuni indicatori cominciavano a prospettare uno scenario di ipercomprato. Da allora, il metallo giallo ha continuato la sua traiettoria ascendente, raggiungendo il massimo storico di 2.790 dollari USA all'oncia a fine ottobre. Tuttavia, i risultati delle elezioni statunitensi hanno determinato un cambiamento nelle dinamiche di mercato: una riduzione dell'incertezza (minore necessità di copertura), la previsione di politiche favorevoli alla crescita (maggiore propensione ad acquistare asset rischiosi) e uno straordinario rally del dollaro (maggiore costo opportunità della detenzione di oro). Questi sviluppi hanno ridotto l'attrattiva dell'oro, spingendolo al di sotto della soglia dei 2.700 dollari USA.

Essendo in sovrappeso sull'oro dal 2021, abbiamo beneficiato di un rally di oltre il 40% negli ultimi anni. Ora abbiamo deciso di prendere profitto, riducendo la nostra posizione da sovrappesata a neutrale. Questa scelta riflette la nostra

view secondo cui il potenziale di rialzo dell'oro nel breve periodo sia limitato. Le politiche reflazionistiche e favorevoli alla crescita del presidente eletto Trump comportano il rischio che la Fed tagli i tassi meno rapidamente di quanto sperano alcuni operatori di mercato. Una Fed meno accomodante aumenta la probabilità di una persistente forza del dollaro che potrebbe incidere sull'oro. Ridurre l'esposizione all'oro può avere senso anche osservando il grafico 1: come la storia insegna, il metallo giallo tende a salire dopo i cambi di rotta della Fed ma tende a muoversi lateralmente (o al ribasso) una volta che le incertezze legate alle elezioni si placano.

L'attrattiva strutturale resta forte

Sebbene le nostre prospettive a breve termine per l'oro si siano attenuate, l'attrattiva sul lungo termine rimane più che intatta. In un mondo sempre più frammentato, è probabile che le banche centrali dei mercati emergenti continuino nel loro intento di «de-dollarizzazione»¹⁷ (grafico 2). La spinta a diversificare le partecipazioni delle banche centrali ha guadagnato slancio nel 2022, quando i Paesi occidentali hanno congelato le riserve della banca centrale russa.

Nel frattempo, sono in corso discussioni sull'introduzione di una valuta dei «BRICS*» in parte sostenuta dall'oro. Inoltre, l'impennata del rapporto debito/PIL a livello mondiale aumenta l'attrattiva del bene rifugio. Negli Stati Uniti, in particolare, le politiche di Trump porteranno probabilmente a un aumento della spesa fiscale e a deficit di bilancio più ampi. Nel tempo tali sviluppi potrebbero erodere la fiducia nella «cartamoneta» e aumentare l'attrattiva degli asset «non stampabili».

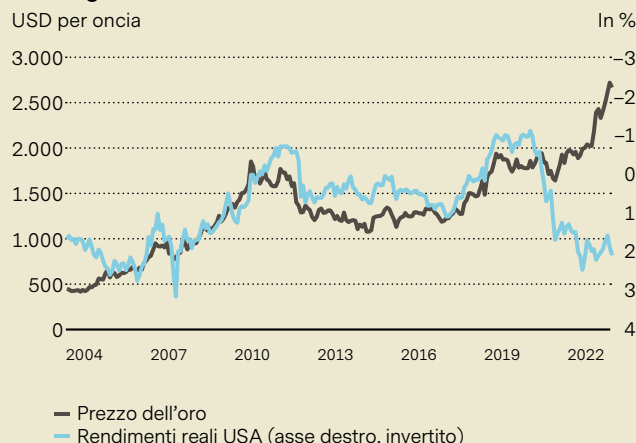
*BRICS è un acronimo che rappresenta un gruppo di cinque grandi economie emergenti: Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica.

Grafico 1: L'elezione di Trump segnerà una svolta?



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 20 novembre 2024.

Grafico 2: Venti di coda della de-dollarizzazione: l'oro non segue l'andamento dei fondamentali macro dal 2022



Fonte: LSEG, Vontobel; dati al 20 novembre 2024.

Pressioni sull'euro



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La crescente divergenza economica tra Stati Uniti ed Europa sta esercitando una significativa pressione al ribasso sull'euro. Questo divario si è acuito sempre di più dopo la recente vittoria di Trump alle elezioni presidenziali che ha rafforzato il dollaro e affossato l'euro. All'indomani del trionfo di Trump, il mercato ha modificato le aspettative orientandosi verso un taglio dei tassi a ritmi più conservativi da parte della Fed, una mossa che a metà novembre ha contribuito alla flessione dell'euro sotto quota 1,05, il livello minimo da oltre un anno (grafico 1). La probabilità di un ulteriore deprezzamento dell'euro rimane elevata.

Alla luce di questi sviluppi, i trader di swap stanno scommettendo sempre di più sul fatto che la Banca Centrale Europea (BCE) possa operare tagli dei tassi più aggressivi rispetto alla Fed nel prossimo futuro. Questa previsione riflette le sfide economiche che deve affrontare l'Europa, in contrasto con le prospettive economiche relativamente solide degli Stati Uniti. Inoltre, l'elezione di Trump determina la prospettiva di un aumento dei dazi statunitensi e di politiche espansive e inflazionistiche in un momento in cui l'Europa, e in particolare la Germania, è alle prese con le proprie turbolenze politiche.

L'economia svizzera rallenta

In un contesto di raffreddamento dell'economia e di inflazione contenuta, crescono le aspettative di un'ulteriore correzione dell'orientamento di politica monetaria da parte della Banca nazionale svizzera (BNS). I dati recenti pubblicati dalla Segreteria di Stato dell'economia evidenziano un rallentamento della crescita del PIL nel terzo trimestre del 2024, in gran parte determinato dall'indebolimento dell'attività industriale. La flessione arriva nonostante le solide performance economiche registrate in precedenza, rivelando la fragilità della ripresa di fronte a problematiche esterne, in particolare ai potenziali cambiamenti di politica commerciale globale attesi in seguito all'elezione di Trump.

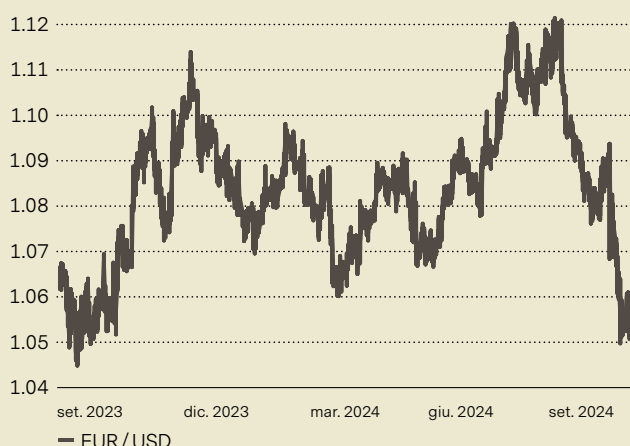
L'ascesa del protezionismo potrebbe porre ulteriori ostacoli agli esportatori svizzeri, aggravando le pressioni interne. L'inflazione resta vicina al limite inferiore dell'intervallo target della BNS (0 – 2%), giustificando un approccio cauto all'allentamento monetario.

La situazione è complicata dalla traiettoria di allentamento della BCE (grafico 2), che potrebbe tagliare i tassi anche di 125 punti base entro la fine del quarto trimestre. Un allentamento sincronizzato potrebbe plasmare il panorama monetario generale, soprattutto in un contesto di avversione al rischio che tradizionalmente favorisce gli asset più sicuri come il franco svizzero.

Nonostante le sfide poste dal rallentamento della crescita, dalla bassa inflazione e dai timori legati al commercio internazionale, la resilienza di fondo dell'economia svizzera consente al Paese di affrontare queste fasi di turbolenza grazie al misurato approccio di politica monetaria adottato dalla BNS.

Grafico 1: L'euro crolla fino a toccare il minimo da oltre un anno

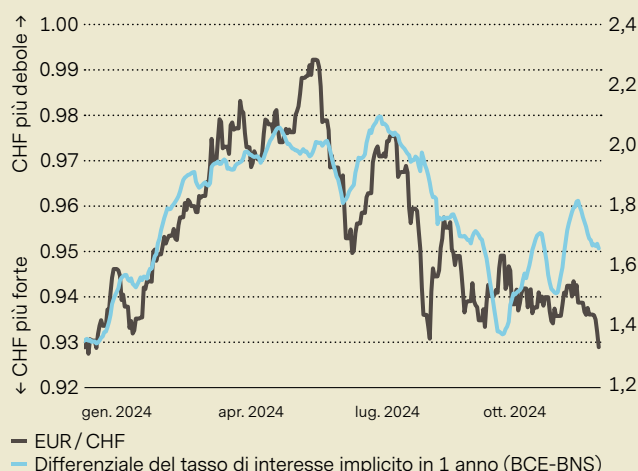
Tasso di cambio



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 21 novembre 2024.

Grafico 2: Riflettori puntati sul franco svizzero mentre la BNS e la BCE affrontano il taglio dei tassi

Tasso di cambio



Fonte: Bloomberg, Vontobel; dati al 21 novembre 2024.

Economia e mercati finanziari 2022 – 2025

Il seguente elenco illustra valori, tassi di cambio e prezzi effettivi dal 2022 al 2023 e le previsioni del consensus per il 2024 e il 2025 relativi a prodotto interno lordo (PIL), inflazione e relative aspettative, tassi d'interesse di riferimento delle Banche Centrali, titoli di Stato a dieci anni, tassi di cambio e materie prime.

PIL (IN %)	2022	2023	ATTUALE¹	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Globale (G20)	2,9	3,0	2,7	2,5	2,6
Eurozona	3,4	0,4	0,9	0,7	1,2
USA	1,9	2,5	2,7	2,6	1,8
Giappone	1,0	1,9	0,3	0,0	1,2
Regno Unito	4,5	0,3	1,0	1,0	1,3
Svizzera	2,7	0,7	1,7	1,4	1,4
Australia	3,8	1,9	2,1	1,2	2,1
Cina	3,0	5,2	4,6	4,8	4,5

INFLAZIONE	2022	2023	ATTUALE²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Globale (G20)	7,5	4,4	4,8	5,0	3,0
Eurozona	8,4	5,5	2,0	2,4	2,0
USA	8,0	4,1	2,6	2,9	2,2
Giappone	2,5	3,3	2,3	2,5	2,0
Regno Unito	9,1	7,3	2,3	2,6	2,3
Svizzera	2,8	2,2	0,6	1,2	1,0
Australia	6,6	5,7	2,8	3,4	2,8
Cina	2,0	0,2	0,3	0,5	1,3

TASSI D'INTERESSE DI RIFERIMENTO (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR	2,50	4,50	3,40	2,80	2,30
USD	4,50	5,50	4,75	4,05	3,30
JPY	-0,10	-0,10	0,23	0,51	0,68
GBP	3,50	5,25	4,75	4,40	3,55
CHF	1,00	1,75	1,00	0,60	0,60
AUD	3,10	4,35	4,35	4,15	3,50

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO, 10 ANNI (IN %)	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
EUR (Germania)	2,6	2,0	2,21	2,14	2,16
USD	3,9	3,9	4,28	3,69	3,67
JPY	0,4	0,6	1,08	1,13	1,32
GBP	3,7	3,5	4,34	3,81	3,69
CHF	1,6	0,7	0,32	0,53	0,70
AUD	4,1	4,0	4,48	3,91	3,93

TASSI DEI CAMBI	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
CHF per EUR	0,99	0,93	0,93	0,96	0,99
CHF per USD	0,94	0,84	0,89	0,87	0,88
CHF per 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,62	0,65
CHF per GBP	1,12	1,07	1,11	1,15	1,19
USD per EUR	1,06	1,10	1,05	1,11	1,13
JPY per USD	130,00	141,00	154,00	140,00	135,00
USD per AUD	0,67	0,68	0,65	0,70	0,72
GBP per EUR	0,88	0,87	0,84	0,84	0,85
CNY per USD	6,91	7,10	7,24	7,04	6,93

MATERIE PRIME	2022	2023	ATTUALE	CONSENSUS A 3 MESI	CONSENSUS A 12 MESI
Brent, USD per barile	86	77	73	78	75
Oro, USD per oncia troy	1'824	2'063	2'621	2'595	2'500
Rame, USD per tonnellata metrica	8'372	8'559	8'968	9'800	10'125

¹ Ultimo trimestre disponibile

² Ultimo mese disponibile, dati G20 solo trimestrali

Fonte: Vontobel, rispettivi uffici di statistica e banche centrali; al 25 novembre, 2024

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.

16 Informazioni legali

Additional information for UK clients

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. Past performance is not indicative of future performance. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be conducted with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel affiliates in London/UK.

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 Partito Repubblicano ha vinto conquistando posizioni chiave in diversi organi di governo, tra cui la Camera dei Rappresentanti e il Senato degli Stati Uniti. Il rosso è il colore simbolo del Partito Repubblicano.
- ² Un periodo in cui gli investitori mostrano una maggiore propensione ad acquistare asset a rischio più elevato, come i titoli azionari, spinti da un clima di fiducia nell'economia.
- ³ Fonte: Articolo di Bloomberg pubblicato il 1° novembre 2024 www.bloomberg.com/news/articles/2024-11-01/tech-giants-are-set-to-spend-200-billion-this-year-chasing-ai
- ⁴ Iniziativa della NASA volta a portare esseri umani sulla Luna e a riportarli in sicurezza sulla Terra, obiettivo raggiunto con successo nel 1969 grazie alla missione Apollo 11. Alla conclusione del programma, la NASA aveva speso 25 miliardi di dollari dell'epoca, equivalenti a circa 230 miliardi di dollari odierni, adeguati all'inflazione. Fonti: 1974 NASA authorization: hearings, Ninety-third Congress, first session, on H.R. 4567. Pagina 1271. <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015084762718&view=1up&seq=1277>; Calcolo dell'inflazione: www.minneapolisfed.org/about-us/monetary-policy/inflation-calculator
- ⁵ Si tratta di una politica che pone al primo posto gli interessi economici, commerciali e internazionali degli Stati Uniti, privilegiando l'industria nazionale, la creazione di posti di lavoro e la sicurezza interna rispetto alla cooperazione globale.
- ⁶ Sottopeso significa che l'Investment Committee di Vontobel ha una preferenza inferiore per una classe o sottoclasse d'investimento.
- ⁷ PMIs: Un indicatore economico derivato da indagini mensili sulle aziende del settore privato, misura la direzione prevalente delle tendenze economiche nei settori manifatturiero e dei servizi.
- ⁸ Fonte: Articolo di Bloomberg pubblicato il 3 dicembre 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-12-03/us-job-openings-pick-up-to-7-7-million-as-labor-demand-steadies?srnd=phx-economics-v2
- ⁹ Fonte: Articolo della BBC pubblicato il 15 agosto 2023. www.bbc.com/news/business-66506132
- ¹⁰ Fonte: Articolo di Reuters pubblicato il 19 novembre 2024. www.reuters.com/markets/europe/german-economy-stagnate-labour-market-cools-tariffs-loom-2024-11-19/
- ¹¹ M2 è una misura della massa monetaria utilizzata dalla Fed. È pari alla massa monetaria M1 (che comprende gli asset più liquidi, tra cui il contante, i conti correnti, i traveller's cheque, ecc.) più i depositi e i fondi comuni del mercato monetario.
- ¹² Si riferisce all'aumento del costo delle abitazioni nel tempo, compresi l'affitto e il costo equivalente della proprietà immobiliare.
- ¹³ Fonte: Articolo di Fox News pubblicato il 26 ottobre 2024. www.foxnews.com/politics/trump-vows-pennsylvania-rally-slash-energy-costs-lifting-pause-frack
- ¹⁴ Fonte: Federal Reserve Bank di Dallas. [www.dallasfed.org/research/pce#:~:text=The%20Trimmed%20Mean%20PCE%20inflation,of%20Economic%20Analysis%20\(BEA\).](https://www.dallasfed.org/research/pce#:~:text=The%20Trimmed%20Mean%20PCE%20inflation,of%20Economic%20Analysis%20(BEA).)
- ¹⁵ Si verifica quando la crescita economica diventa insostenibile, portando a una domanda eccessiva che supera l'offerta, causando tipicamente un aumento dell'inflazione, carenza di manodopera e bolle speculative sui prezzi degli asset.
- ¹⁶ Un extra-rendimento richiesto dagli investitori per essere incentivati a detenere titoli di Stato in caso di timori per la stabilità fiscale del Paese di riferimento, come un ampio deficit di bilancio o un incremento dei livelli di debito.
- ¹⁷ Processo attraverso il quale i paesi riducono la loro dipendenza dal dollaro statunitense nel commercio internazionale, nella finanza e nelle riserve.
- ¹⁸ BRICS è un acronimo che rappresenta un gruppo di cinque grandi economie emergenti: Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurigo
Svizzera
vontobel.com

