

# POSITION

Temi e spunti di riflessione per gli investitori





### IN UNA PAROLA

La Germania sta investendo in misura massiccia nel settore militare e in infrastrutture – il tutto a credito. Naturalmente non ho nulla contro gli investimenti, anzi: oggi sono più urgenti che mai.

Basta dare uno sguardo alla Bundeswehr (l'esercito federale), ai nostri ponti, alle nostre strade o alle nostre scuole: c'è da mettersi le mani nei capelli. Per non parlare dell'infrastruttura digitale. Rispetto ad altri paesi industrializzati, in particolare quelli asiatici, la Germania appare decisamente indietro.

In tutto questo, però, c'è una cosa che fatico a digerire: chi è al potere tende a puntare sempre e comunque sull'indebitamento. Ma perché continuiamo a scaricare tutto sulle spalle dei nostri figli e nipoti?

Perché non si parla (almeno) altrettanto dei potenziali di risparmio? Di sussidi inadeguati e presunti benefici sociali, in altre parole: dei costi di decenni di politica clientelare.

Quanto sarebbero moderne le nostre strade e le nostre forze militari se le avessimo mantenute in buono stato, invece di distribuire sempre regali ovunque e gonfiare lo stato sociale?

Parliamoci chiaro: anche se il piano di indebitamento del futuro governo si propone come un enorme pacchetto di stimoli economici, servono molti più investimenti per ripristinare la sicurezza e il potere concorrenziale dell'Europa! Ecco perché abbiamo bisogno di un dibattito costruttivo sul contributo che lo Stato deve – e può – dare in futuro.

In particolare, dobbiamo capire che tutto ciò che viene spesso deve essere prima guadagnato. Una cosa è certa: non potremo evitare drastiche riforme strutturali.

E anche se molti europei, soprattutto i tedeschi, non vogliono sentirselo dire: in futuro, per il nostro benessere e la nostra sicurezza, dovremo lavorare di più e più duramente. Non certo di meno!

Vi auguro buona lettura!

Kurt von Storch

Fondatore e Amministratore di Flossbach von Storch SE

Donald Trump e i dazi. Con ogni probabilità, questo sarà ciò per cui verrà ricordato nel suo secondo mandato come presidente degli Stati Uniti. Con grande clamore, Trump ha presentato nel giardino della Casa Bianca il suo piano globale sui dazi doganali, come reazione a quella che – dal suo punto di vista – è una “truffa” perpetrata da decenni ai danni degli americani. Ma poco dopo, quando i mercati obbligazionari e azionari hanno lanciato segnali di allarme evidenti, ha fatto marcia indietro. “Ci prenderemo il tempo necessario per negoziare”, ha detto Trump. E in ogni caso, il suo telefono non smetteva mai di squillare. Le chiamate arrivavano da capi di Stato di tutti i paesi, che – a sentir lui – lo pregavano di “chiudere accordi” e addirittura, come presidente degli Stati Uniti, di “baciargli il lato B”. La Cina non lo ha fatto. Ha combattuto fino in fondo, lasciando intendere che non avrebbe ceduto, nemmeno dopo il nuovo inasprimento del tono da parte di Trump nei confronti della Repubblica Popolare. Per l'economia globale e per la globalizzazione non sono buone notizie... Quali che siano poi i risultati della politica estera ed economica, spesso erratica, di Trump, una cosa – allo stato attuale – si può constatare: fiducia e affidabilità stanno venendo compromesse in questi giorni.

Flossbach von Storch Invest S.A. è lieta di presentarvi  
“Position” – la rivista trimestrale gratuita del nostro gestore  
di fondi Flossbach von Storch SE, Colonia.

**Contattaci per richiedere la tua copia gratuita.**

In formato PDF da scaricare o in abbonamento gratuito:

[www.flossbachvonstorch.it/position](http://www.flossbachvonstorch.it/position)





Flossbach von Storch  
**POSITION**  
2/2025

#### VISIONE GLOBALE D'INVESTIMENTO

- Titolo
- 6 **Uno contro tutti**
- 14 La furia dei dazi di Trump
- Dollaro USA
- 18 **Il più grande debitore del mondo**
- Europa
- 24 **Più coraggio**
- Colonna
- 30 **Posta da Shanghai**

#### STRATEGIA D'INVESTIMENTO

- Intervista
- 32 **"Il mio mantra per i tempi difficili"**
- Obbligazioni
- 40 **Fuga verso porti sicuri**
- 42 Quando il mare si fa agitato
- 45 Allerta tempesta nei porti sicuri
- Cina
- 48 **Segnali di un cambiamento di paradigma**
- Il mondo in grafici
- 54 **Oro – l'ultimo bastione fuori dal controllo politico**

#### CONTESTO

- Statistiche
- 58 **I numeri non mentono ... o sì?**
- 64 Glossario



#### Europa

### Più coraggio

L'Europa rischia di restare intrappolata tra Cina e USA. Cosa potrebbe aiutarla a evitarlo.

**24**



#### Intervista

### "Il mio mantra per i tempi difficili"

Kurt von Storch e Tobias Schafföner parlano della turbolenza nei mercati finanziari.

**32**

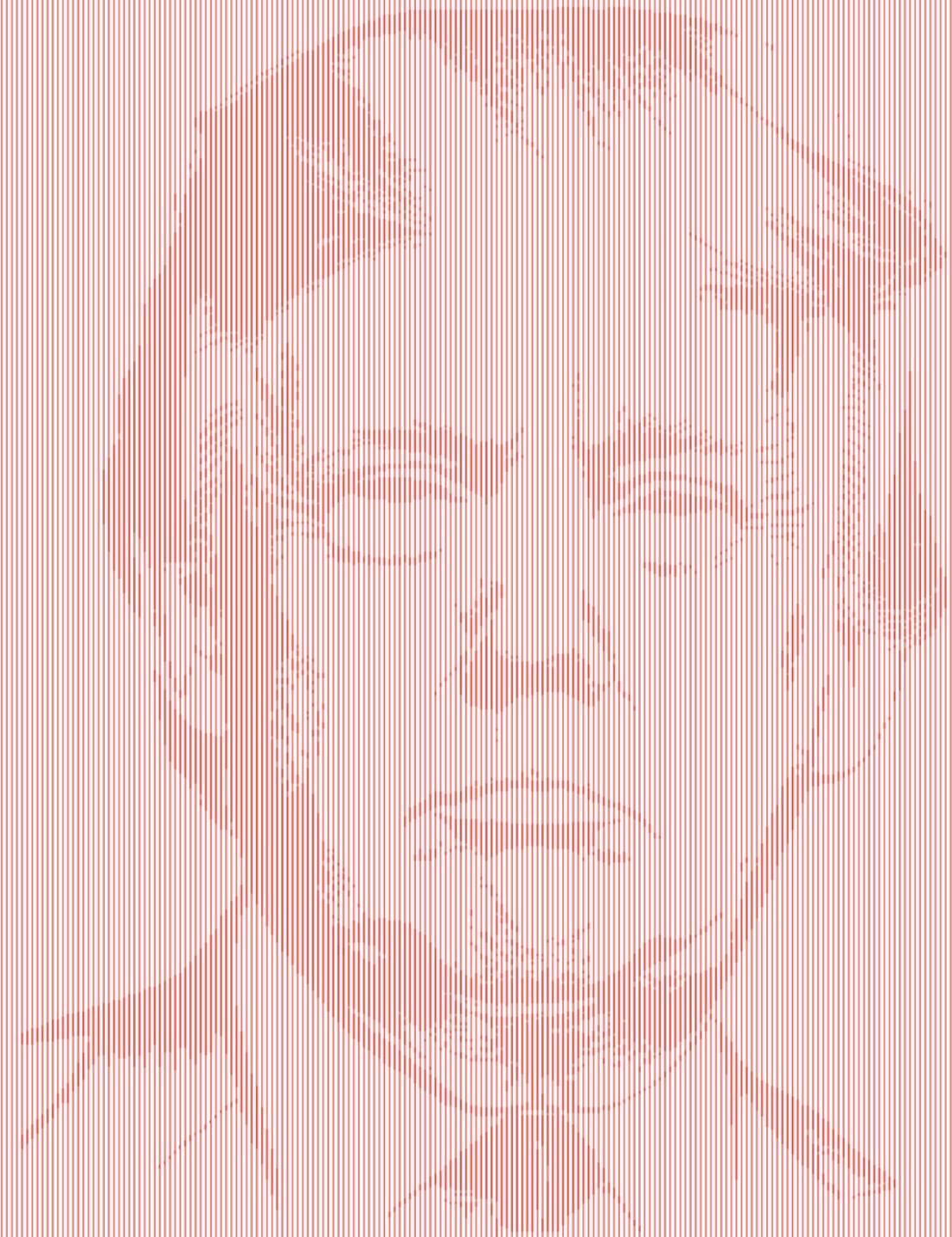


#### Estadística

### I numeri non mentono ... o sì?

Spieghiamo perché anche le statistiche possono dare un'immagine distorta.

**58**



Bert Flossbach

---

# UNO CONTRO TUTTI





## Donald Trump ricopre il mondo di dazi commerciali. Dove porterà tutto questo?

È stato un momento da consegnare ai libri di storia: Il 2 aprile, un mercoledì, Donald Trump si presenta davanti alla stampa nel Giardino delle Rose della Casa Bianca – e quindi davanti al mondo intero. Il Presidente degli Stati Uniti annuncia i dettagli della sua nuova politica doganale. Dopo mezz'ora di lamentele sul trattamento ingiusto riservato agli Stati Uniti (da parte di tutti gli altri paesi) e i soliti autoelogi, Trump mostra un cartello con il titolo: Reciprocal Tariffs (“Dazi reciproci”). Sul cartello sono riportati i dazi che i singoli paesi presumibilmente applicano ai prodotti provenienti dagli USA – e sembrano incredibilmente alti.

Accanto a questi, sono indicati i futuri dazi reciproci che gli Stati Uniti intendono imporre in risposta. Trump li definisce “lievemente reciproci”, poiché sarebbero per lo più solo la metà degli importi originali. Secondo la tabella, ad esempio, l'UE imporrebbe un dazio del 39% sulle merci americane, al quale gli USA risponderrebbero con un apparentemente generoso 20%. In realtà, nel 2024 l'Unione Europea ha applicato una media ponderata dei dazi sulle importazioni dagli USA pari appena all'1,7%.

Ma allora, da dove provengono le cifre esorbitanti di Trump? Sono, nel senso letterale del termine, “fake”.

La logica di calcolo dietro questi dazi reciproci è completamente assurda e non ha nulla a che vedere con la realtà. Si basa sul disavanzo commerciale rispetto a un altro paese, rapportato all'import complessivo di merci. Le conseguenze di una simile politica per i singoli paesi sarebbero devastanti.

### IMPORTAZIONI CATTIVE, ESPORTAZIONI BUONE ...

Esempio: Vietnam Nel 2024, il Vietnam ha esportato merci per un valore di 136 miliardi di dollari US verso gli Stati Uniti. In cambio, ha importato dagli USA merci per 13 miliardi di dollari. Ciò significa che il deficit commerciale degli Stati Uniti con il Vietnam è stato di 123 miliardi di dollari. I collaboratori di Trump hanno poi messo questo deficit in rapporto con il valore totale delle importazioni (136 miliardi di dollari) verso gli USA. Da qui deriverebbe un dazio reciproco del 90,4% (123,46 / 136,56). La metà di questo valore dà luogo al cosiddetto dazio “lievemente reciproco” di 46%. In realtà, il Vietnam ha applicato ai prodotti statunitensi solo un dazio

medio ponderato del 2,9%, secondo la Organizzazione Mondiale del Commercio. Al contrario, gli USA hanno applicato un dazio del 3,2% sulle importazioni provenienti dal Vietnam. Non solo gli economisti si strapperebbero i capelli di fronte a un calcolo così assurdo.

L'ideologia commerciale di Trump si basa sulla convinzione che le importazioni siano sempre negative e le esportazioni siano sempre positive. Un deficit nella bilancia commerciale, come quello che gli USA hanno da decenni, secondo lui dimostrerebbe che gli Stati Uniti vengono sfruttati dai loro partner commerciali. Trump considera il commercio internazionale come un gioco a somma negativa. Ma la sperata reindustrializzazione degli Stati Uniti e la creazione di milioni di nuovi posti di lavoro non potrà riuscire con una politica economica revanscista e ostile verso l'estero.

Inoltre, gli Stati Uniti non possono produrre da soli tutte le merci che importano, per mancanza di capacità produttive, personale qualificato e talvolta anche know-how tecnico. E se ci provassero, i prodotti finiti sarebbero troppo cari per la maggior parte degli americani. Se i dazi reciproci venissero implementati in modo permanente, il commercio con gli Stati Uniti crollerebbe. Questo porterebbe a una crisi economica mondiale.

Uno sguardo alla storia dei dazi USA rende chiaro l'impatto delle tariffe annunciate: se davvero entrassero in vigore, arriverebbero a oltre il 30%, più alti perfino di quelli durante la Grande Depressione degli anni '30 (si veda Grafico 1).

Con una stima di circa il 30%, sarebbero stati di gran lunga superiori rispetto alla crisi economica mondiale dei primi anni '30. Pertanto, si spera che l'annuncio di dazi doganali di tale entità rimanga un'assoluta eccezione, una voce unica nei libri di storia.

### CAOS NEL PORTO DOGANALE

Le cose, tuttavia, non sono andate così male come inizialmente temuto, almeno dal punto di vista di numerosi Paesi. Infatti, appena una settimana dopo che la tabella dei dazi di Trump aveva fatto crollare i mercati azionari a livello mondiale, lui stesso fece marcia indietro – almeno per il momento.

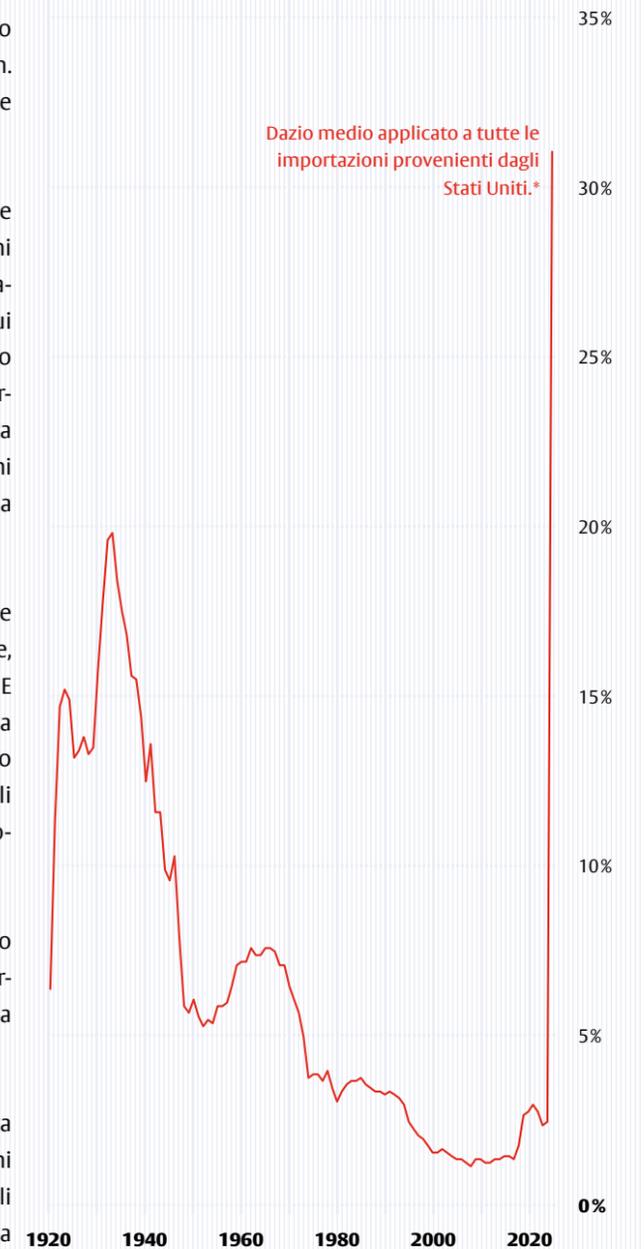


Grafico 1  
**Follia da Washington**  
Gli USA impongono dazi a un livello senza precedenti

\* 2025: Dazio medio dopo l'applicazione dei cosiddetti “dazi reciproci” annunciati il 2 aprile 2025. Sono stati presi in considerazione otto dei dieci partner commerciali con il maggiore surplus commerciale nei confronti degli Stati Uniti nel 2024, escludendo Canada e Messico.

Fonte: Macrobond, Tax Foundation, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

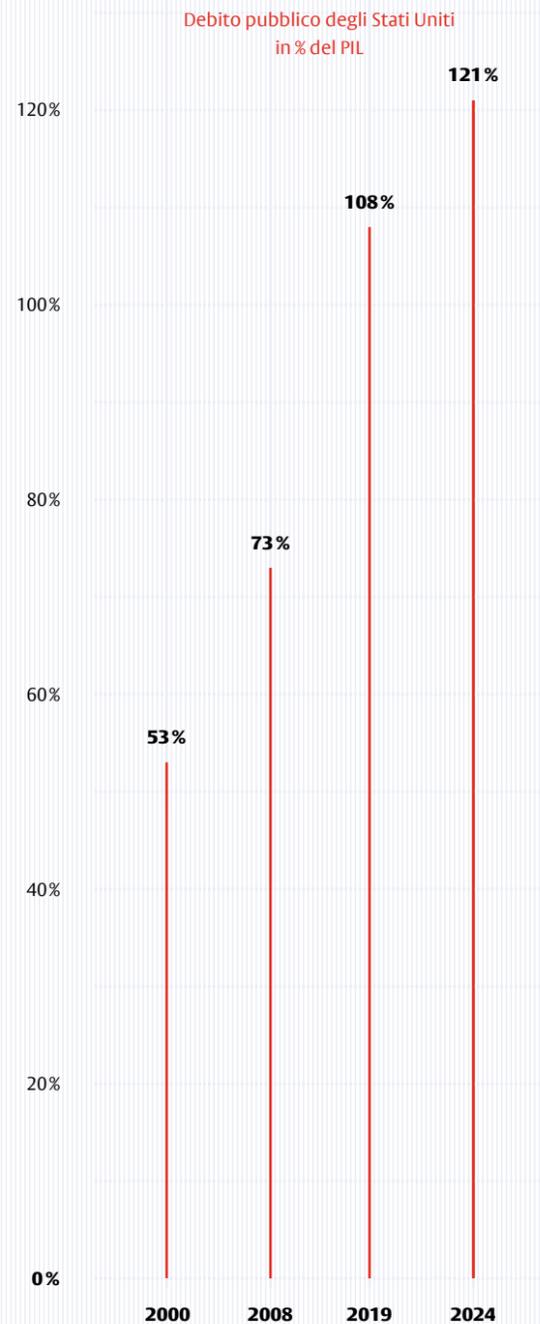


Grafico 2  
**A livelli record**  
Mai prima d'ora gli USA sono stati così indebitati

Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

Per una moltitudine di Paesi disposti a negoziare, annunciò una “pausa doganale” di 90 giorni, tra cui anche l’Unione Europea (UE). Durante questa fase dovrebbe applicarsi un’aliquota doganale universale del solo dieci per cento.

Ma le eccezioni confermano la regola. Mentre, ad esempio, l’UE non cercava lo scontro con la più grande economia del mondo, la risposta della Cina non si fece attendere. Tra le due grandi potenze si innescò una spirale di dazi senza precedenti. Alla fine, da entrambe le parti furono imposti dazi superiori al 100 per cento. Furono inoltre introdotti controlli all’exportazione per le terre rare. Dove tutto ciò potrebbe condurre, non si osa immaginare. Fortunatamente, poco tempo dopo, gli Stati Uniti segnarono disponibilità al dialogo.

I continui colpi di scena nel conflitto commerciale alimentano di tanto in tanto incertezza. Nei porti doganali degli Stati Uniti ciò provoca caos, poiché nessuno ha certezze. La pianificazione per acquirenti e venditori, per aziende e consumatori, ne risente. Più a lungo perdura una tale situazione, maggiori saranno i danni economici risultanti.

In tale contesto, i possibili dazi di ritorsione annunciati finora dall’UE su importazioni di bourbon, motociclette, acciaio e alluminio non sono in grado né di riempire le casse dell’UE né di impressionare Trump. Una mossa davvero geniale sarebbe quindi quella di eliminare completamente tutti i dazi sulle merci statunitensi. Ciò rappresenterebbe per Trump un successo visibile, che l’UE potrebbe facilmente permettersi, considerando le modeste entrate daziarie sulle merci USA (circa sei miliardi di euro). In tal modo verrebbe a mancare la base delle lamentele di Trump. Abbiamo contattato al riguardo la presidente della Commissione Europea, Ursula von der Leyen (si veda pagina 13).

**IL PERICOLO VIENE DALL’INTERNO**

La guerra dei dazi di Trump è un esempio di abuso della posizione eccezionale degli Stati Uniti sul piano economico, militare e finanziario per perseguire i suoi obiettivi personali. Ogni capo di governo di un altro Paese verrebbe deriso se agisse in modo altrettanto brutale. Ma gli Stati Uniti dispongono di energia a basso costo, della valuta di riferimento mondiale – il dollaro statunitense – e sono circondati da due grandi oceani, che li rendono praticamente inespugnabili dall’esterno.

Gli Stati Uniti possono indebolirsi solo dall’interno, ad esempio attraverso l’erosione dello Stato di diritto. Ed è proprio questo il rischio, a causa del tentativo di Trump di ampliare le proprie competenze a scapito degli altri poteri dello Stato. Non si tratta di una novità nella storia americana, ma in passato ciò è sempre stato limitato dal sistema dei “checks and balances” (pesi e contrappesi). Così, nel 1974, Richard Nixon fu costretto a dimettersi a seguito dello scandalo Watergate, per evitare una procedura di impeachment.

La situazione di Trump, tuttavia, è diversa. La Corte Suprema degli Stati Uniti, a maggioranza conservatrice, ha concesso al presidente un’ampia immunità penale per gli atti ufficiali. Nel Congresso, i lealisti di Trump dominano tra i repubblicani, mentre i dissidenti vengono intimiditi. L’opposizione democratica, priva di una chiara direzione, non è finora riuscita a contrapporsi efficacemente.

Trump ignora le sentenze giudiziarie e mina così la separazione dei poteri. Sta corrodendo la democrazia dall’interno, con il sostegno attivo di oligarchi della tecnologia come Elon Musk. Il tutto dà l’impressione di un colpo di stato post-democratico dall’alto, che si riterrebbe possibile nella Turchia di Recep Tayyip Erdoğan, ma non negli Stati Uniti – la culla della democrazia moderna.

Questo scenario potrebbe scoraggiare le imprese straniere, i lavoratori altamente qualificati e gli accademici, riducendo l’attrattiva degli Stati Uniti come sede per la ricerca, lo sviluppo e la produzione.

I forti tassi di crescita degli ultimi anni, ottenuti anche grazie a uno stimolo basato sull’indebitamento, sembrano ormai esauriti. Nel frattempo, il debito pubblico statunitense ha raggiunto un massimo storico, pari al 121% del prodotto interno lordo (PIL) (si veda Grafico 2). Entro la fine del mandato di Trump, secondo le attuali stime del Fondo Monetario Internazionale, il rapporto debito/PIL potrebbe salire fino al 126%.

**TRUMP AMA I DEBITI**

La conseguenza potrebbe essere un ulteriore aumento delle spese per interessi, che già lo scorso anno hanno superato i 1.100 miliardi di dollari (si veda Grafico 3). Attualmente, il tasso

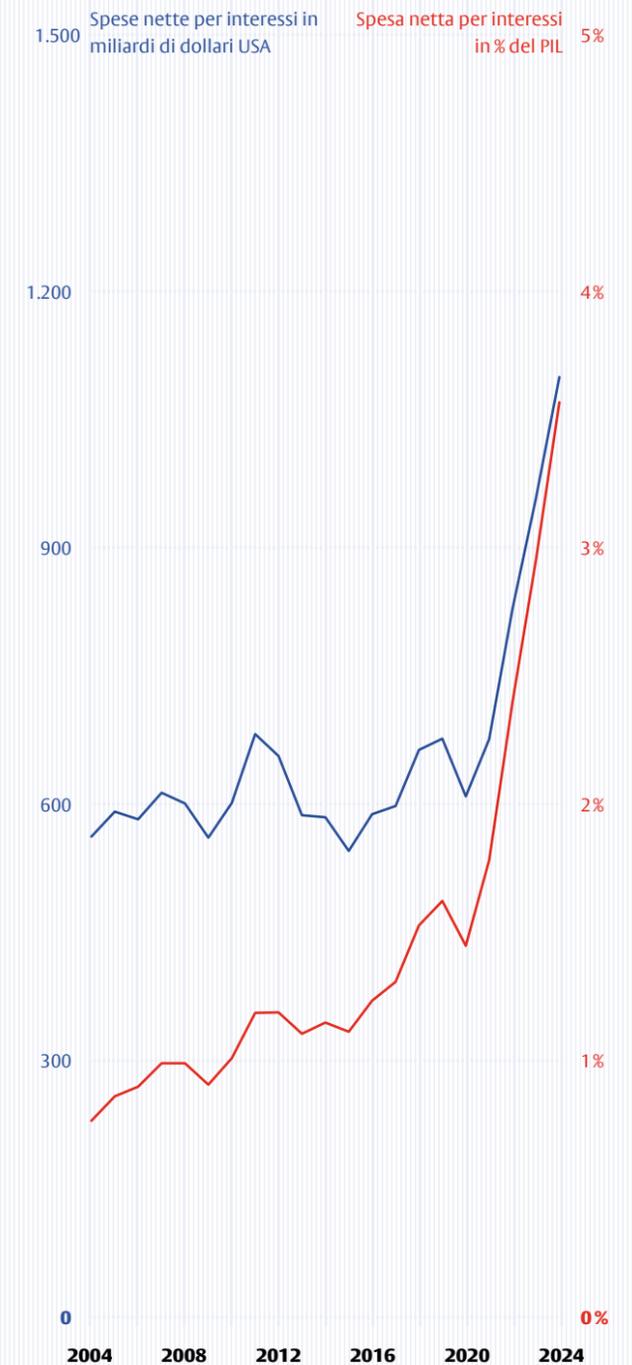


Grafico 3  
**Vento contrario per Trump**  
Le spese per interessi degli Stati Uniti aumentano sensibilmente

Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

medio d'interesse sul debito pubblico in essere è di circa il 3,3%, ancora al di sotto dei rendimenti di mercato attuali. Senza una riduzione dei tassi sul mercato, nei prossimi anni migliaia di miliardi di dollari in obbligazioni in scadenza dovrebbero quindi essere rifinanziati con titoli a interessi più elevati.

Com'è noto, Donald Trump ama i debiti. Ma odia pagarli. Le elevate spese per interessi lo infastidiscono profondamente. Per questo motivo, fa pressione sulla Federal Reserve (Fed), la banca centrale statunitense, affinché abbassi i tassi di interesse, e vorrebbe sostituire l'attuale presidente della Fed, Jerome Powell, molto apprezzato dai mercati finanziari, con un lealista trumpiano. "Il licenziamento di Powell non può arrivare abbastanza presto", ha scritto Trump a metà aprile sulla sua piattaforma Truth Social.

Dopo che i mercati finanziari hanno reagito con nervosismo a simili dichiarazioni da parte del presidente Trump, quest'ultimo ha cercato subito di attenuare i toni, forse ben consapevole del fatto che rimuovere alti funzionari della Fed non è consentito dalla legge vigente, come sottolineato dal suo antagonista Powell. Tuttavia, entro maggio del prossimo anno, quando scadrà il mandato di Powell, potrebbe arrivare il momento della svolta.

Nel frattempo, però, molta fiducia è già stata compromessa. Un attacco all'indipendenza della Federal Reserve minerebbe la fiducia nel dollaro statunitense e nel sistema finanziario USA. Il recente clima di intimidazione creato attorno al presidente della Fed può già essere considerato come tale.

Paradossalmente, un dollaro debole sarebbe persino gradito a Trump, poiché lo associa a una maggiore competitività delle imprese americane e alla tutela dei posti di lavoro. Tuttavia, gli investitori internazionali, di fronte a una Fed manovrata da Trump, si chiederebbero più di una volta se valga ancora la pena investire in dollari statunitensi o in titoli del Tesoro USA. ◆

*Il Dr. Bert Flossbach è Fondatore  
e Amministratore di Flossbach von Storch SE.*

**Colonia, 7 aprile 2025**

**sarebbe naturale rispondere ai dazi "reciproci" annunciati dal Presidente degli Stati Uniti con contromisure equivalenti. Tuttavia, ciò non farebbe che irritare ulteriormente Donald Trump.**

**Il risultato potrebbe essere una guerra commerciale disastrosa, con conseguenze imprevedibili per l'economia mondiale e per l'Unione Europea.**

**Sarebbe quindi consigliabile eliminare completamente tutti i dazi all'importazione sui prodotti statunitensi. Questo apparirebbe come un successo simbolico per Donald Trump e priverebbe di fondamento le sue lamentele. Per l'UE, d'altra parte, si tratterebbe di un sacrificio minimo, poiché le entrate doganali dal commercio con gli Stati Uniti ammontavano di recente a circa sei miliardi di euro.**

**Se tale gesto non dovesse indurre il Presidente Trump a ritirare in larga parte i suoi dazi "reciproci" contro l'UE, sarebbe sempre possibile adottare altre misure.**

**Con profonda stima,  
Bert Flossbach**



**Flossbach von Storch**

An die Präsidentin der Europäischen Kommission  
Frau Dr. Ursula von der Leyen  
Europäische Kommission  
Wetstraat 200  
1049 BRÜSSEL  
BELGIEN

Köln, den 7. April 2025

Sehr geehrte Frau Präsidentin,

es läge nahe, die von US-Präsident angekündigten „reziproken“ Zölle mit entsprechenden Gegenmaßnahmen zu beantworten. Das würde Donald Trump allerdings nur noch mehr reizen. Die Folge könnte ein fataler Handelskrieg sein, mit unabsehbaren Konsequenzen für die Weltwirtschaft und die EU.

Es wäre deshalb ratsam, alle Importzölle auf US-Waren komplett zu streichen. Dies wäre ein optischer Erfolg für Donald Trump und würde seiner Klage den Boden entziehen. Für die EU wiederum wäre das leicht zu verschmerzen, da die Zolleinnahmen aus dem US-Handel zuletzt nur rund sechs Milliarden Euro betragen.

Sollte Präsident Trump dies nicht zu einer weitgehenden Rücknahme seiner „reziproken“ Zölle gegen die EU bewegen, könnten immer noch andere Maßnahmen ergriffen werden.

Hochachtungsvoll

Bert Flossbach

Flossbach von Storch SE  
Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49 221 33 88-0, Fax +49 221 33 88-101, [www.flossbachvonstorch.de](http://www.flossbachvonstorch.de)

Geschäftsführende Direktoren: Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schaffner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk. Vorsitzender des Verwaltungsrats: Kurt von Storch  
Commerzbank AG, IBAN DE58 3708 0040 0865 7531 00, BIC DRESDEFF370. Amtsgericht Köln, HRB 120796, USt-IdNr. DE200075205

# LA FURIA DEI DAZI DI TRUMP



**Gli USA arroganti,  
la Germania impacciata  
e la Svizzera agile**



Gunther Schnabl

**Sebbene la Svizzera, in quanto piccola economia aperta, sia fortemente dipendente dal commercio estero, ha reagito con sorprendente calma alle nuove uscite protezionistiche di Donald Trump. La sua economia, infatti, è robusta e resiliente – non da ultimo grazie a un'impostazione liberale.**

Le dichiarazioni di Trump sui dazi, fatte proprio nel cosiddetto "Giorno della liberazione", sono comunque state uno shock. Se nel 2024 il livello medio dei dazi statunitensi era ancora al 3,3%, secondo l'Organizzazione Mondiale del Commercio (OMC), ora il nuovo presidente ha annunciato un aumento a oltre il 20% in media. In confronto, paesi come Lesotho (50%), la Cina (34%), l'UE (20%) e il Regno Unito (10%) sembrano quasi averla scampata.

La reazione globale è stata immediata: le borse sono crollate, il pessimismo si è diffuso ovunque. "La svolta degli Stati Uniti verso un mercato mercantilismo" – così titolava la Neue Zürcher Zeitung (NZZ). Il Parlamento Europeo ha subito sfoderato le sue misure "bazooka", mentre la Cina ha annunciato pesanti dazi di ritorsione. I ricordi della disastrosa guerra commerciale degli anni '30 si sono fatti sempre più vividi.

Ma in un convegno dell'UBS Center for Economics in Society sul tema "Perché la Svizzera è così ricca – e perché potrebbe non restarlo?", il Segretario di Stato svizzero per l'economia ha mostrato un atteggiamento ben diverso: serenità. Appena tornata da Washington, Helene Budliger Artieda ha riferito che, per quanto la decisione fosse poco trasparente, il clima era stato cordiale. Anzi, Trump avrebbe persino elogiato la Svizzera per non far parte dell'UE ...

## **UN DAZIO "AMICHEVOLE" DEL 31%**

La serenità del Segretario di Stato è degna di nota, considerando che il dazio inizialmente ipotizzato per la Svizzera era tutt'altro che irrilevante. Nel 2024, gli Stati Uniti hanno importato beni svizzeri per un valore di 63,4 miliardi di dollari, con un disavanzo commerciale bilaterale di circa 39 miliardi. Da questi dati, il team di Trump ha ricavato un dazio implicito del 61%, che – oltre ai reali dazi, in realtà bassi – avrebbe tenuto conto anche di altri ostacoli commerciali. Tra questi, un franco sottovalutato (!)? Il cosiddetto "dazio reciproco" del 31%, nato da uno sconto "amichevole" del 50% sull'aliquota teorica, è comunque pesante. E colpisce un'economia esportatrice come quella svizzera, per la quale gli USA sono il primo mercato, con il 18% delle esportazioni complessive. Settori come l'orologeria e la meccanica ne risentono.

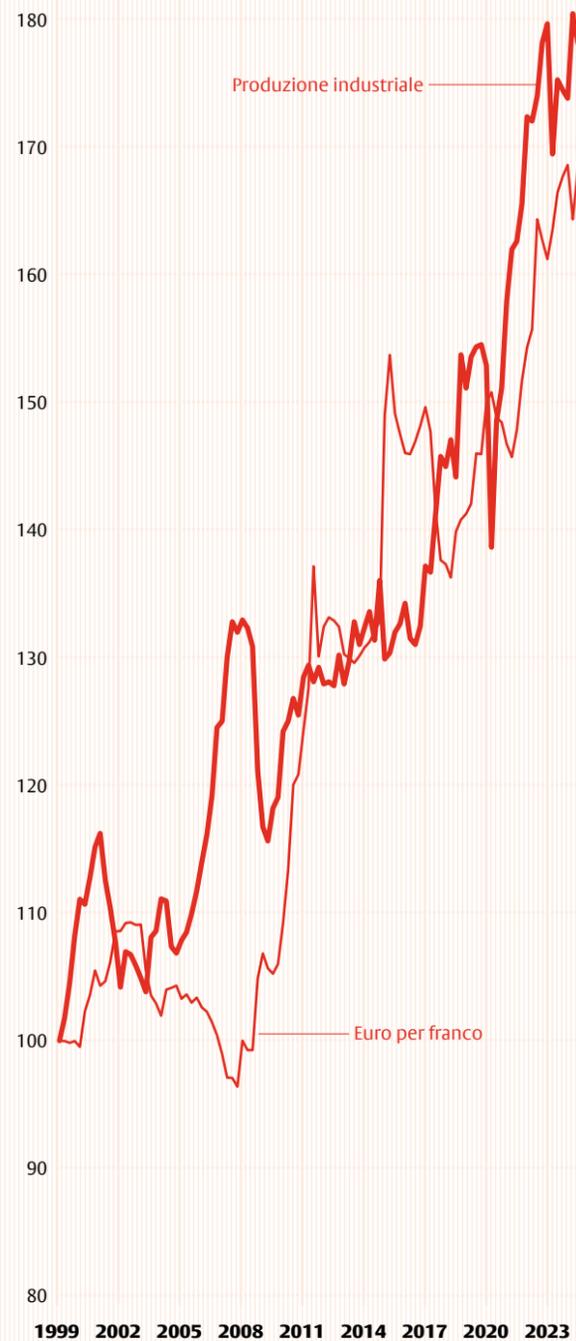


Grafico 1  
**Svizzera: Produzione industriale e tasso di cambio**  
Indicizzato al 1999 = 100

**I risultati storici non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri.**

Fonte: OECD e IWF, dati al 30 aprile 2025

Sono escluse, però, le esportazioni di farmaci e oro – i beni principali destinati agli USA – così come i servizi, dalla gestione patrimoniale al turismo invernale. E, in fin dei conti, i servizi rappresentano circa un quarto delle esportazioni totali della Svizzera.

### PERCHÉ LA SVIZZERA È COSÌ RESILIENTE

La tenuta dell'economia svizzera si spiega con almeno altri tre fattori. Primo: la Svizzera esporta soprattutto beni ad alto valore aggiunto, e questo consente alle aziende di trasferire più facilmente aumenti di prezzo legati a cambi o dazi, anche se un rincaro improvviso del 31% resta difficile da assorbire.

In secondo luogo, le esportazioni elvetiche sono ben diversificate: l'82% non va verso gli Stati Uniti. Il 51% è diretto nell'UE, con cui – nonostante negoziati spesso faticosi – i rapporti restano sostanzialmente buoni.

Terzo, l'economia svizzera è strutturalmente solida. L'apprezzamento graduale del franco verso euro e dollaro ha costretto nel tempo l'industria a reinventarsi costantemente (si veda Grafico 1). Nel breve periodo, un aumento dei prezzi all'estero – dovuto a dazi o cambi – può ridurre i margini di guadagno, ma sul medio termine le aziende riescono ad adattarsi.

### LA LIBERTÀ PORTA PROSPERITÀ

La forza della Svizzera ha basi precise, come ha ricordato il consigliere federale Albert Rösti nella stessa conferenza: un sistema federale che si basa sul principio della sussidiarietà e affida quindi decisioni direttamente ai cittadini, limitando così il potere dello Stato. In Svizzera, aumentare le tasse è quasi impossibile senza il consenso popolare.

Per le imprese, significa doversela cavare da sole. Non esiste una politica industriale sul modello UE, dove piovono miliardi. Le grandi aziende – come le case farmaceutiche – devono affrontare la concorrenza globale, perché il mercato interno è troppo piccolo per sostenere gli elevati costi fissi. Le medie imprese, invece, devono combattere ogni giorno

contro la concorrenza estera a basso costo, soprattutto per via del franco forte.

Eppure, pur senza risorse naturali e con una geografia sfavorevole, la Svizzera è diventata un paese prospero. Anche se qua e là si iniziano a vedere tentazioni "all'europea" – più regolazione, più occupazione pubblica – la libertà economica ha finora permesso al paese di restare fuori dalla depressione che grava sui vicini, grazie appunto alla sua libertà economica.

### COSA FA LA SVIZZERA MEGLIO DI STATI UNITI E GERMANIA

Mentre negli Stati Uniti, una piccola élite crede di poter gestire il commercio globale, in Svizzera lo Stato fa un passo indietro con saggezza. Negli USA, il problema della bilancia commerciale non sono i dazi degli altri paesi, ma un deficit pubblico fuori controllo. In Svizzera, invece, spese statali contenute – grazie al freno al debito – ed esportazioni nette di capitale portano a surplus costanti.

L'industria svizzera è rimasta snella. In Germania, invece, i costi del lavoro sono saliti per colpa di un sistema di welfare ingestibile e di una regolamentazione sempre più soffocante, che hanno eroso la competitività del paese a livello internazionale. L'euro debole ha reso pigra l'industria tedesca, che oggi trema davanti ai dazi di Trump.

Nel mezzo di una guerra commerciale globale priva di senso, la Svizzera mostra come si fa: la sua produzione industriale cresce, mentre negli USA ristagna e in Germania cala (si veda Grafico 2). Dal punto di vista tedesco, si dovrebbe sperare che lo Stato smetta presto di intervenire in tutto. Resta da vedere quando la "grande" Germania avrà l'umiltà di imparare qualcosa dalla "piccola" Svizzera. ♦

Il Prof. Dr. Gunther Schnabl guida il Flossbach von Storch – Research Institute ed è docente all'Università di Lipsia.

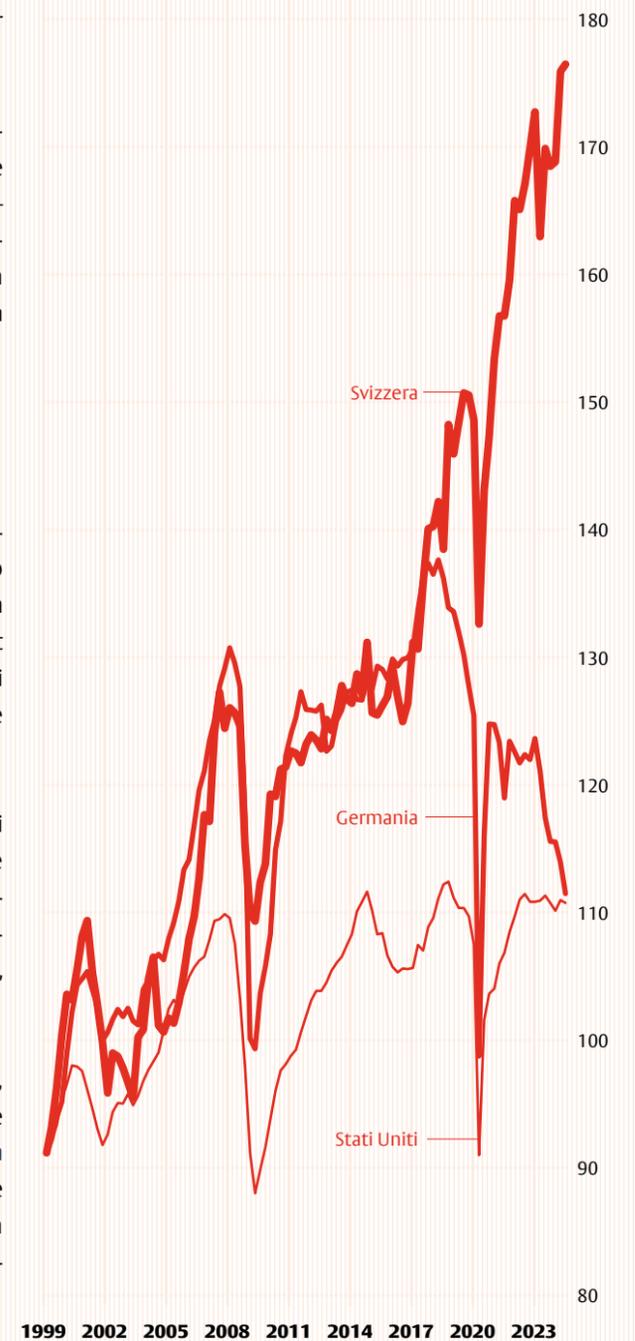


Grafico 2  
**Produzione industriale in Svizzera, Stati Uniti e Germania**  
Indicizzato al 1999 = 100

**I risultati storici non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri.**

Fonte: OECD e IWF, dati al 30 aprile 2025



Julian Marx

# Il più grande debitore del mondo

**Il debito pubblico statunitense  
è enorme – e continua a crescere.  
Chi finanzia gli Stati Uniti?  
E ci saranno abbastanza investitori anche  
in futuro?**





In altre parole, gli Stati Uniti hanno accumulato in cinque anni il doppio del debito annuo tedesco.



**Grafico 1**  
**Accelerazione fiscale**  
Per accumulare i primi 10 miliardi di dollari di nuovo debito ci sono voluti 50 anni, per gli ultimi 10 solo 5. Debito pubblico statunitense a livello federale.

Fonte: Congressional Budget Office, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

**Grafico 2**  
**Un mix variegato**  
I 20 maggiori creditori esteri del governo statunitense (titoli di Stato US detenuti al 31 dicembre 2024, in miliardi di dollari)

Fonte: Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

Negli Stati Uniti, l'espressione "freno al debito" suonerebbe piuttosto esotica. Quanto meno per chi fa politica. Anche se alla guida del paese si alternano amministrazioni diverse, una cosa non cambia mai: il debito federale continua ad aumentare.

Solo negli ultimi cinque anni fiscali, il disavanzo cumulato del governo americano ha superato i 10.000 miliardi di dollari (si veda Grafico 1). Per avere un'idea di quanto sia questa cifra, basta un confronto: la Germania – terza economia mondiale – impiega circa due anni per generare un prodotto interno lordo di quella portata. In altre parole, gli Stati Uniti hanno accumulato in cinque anni il doppio del debito annuo tedesco.

In tal senso, il governo degli Stati Uniti occupa una posizione del tutto eccezionale. Dopotutto, non c'è nessuna azienda o Stato al mondo che "atinga" ai mercati dei capitali nella stessa misura.

**L'ENTITÀ DEL DEBITO PUBBLICO VARIA A SECONDA DELLA PROSPETTIVA**

Quando si parla del debito pubblico americano, le cifre fanno girare la testa. In realtà, però, il tema è alquanto complesso. Proviamo a districare la matassa con un piccolo quiz.

A quanto ammontava il debito pubblico degli Stati Uniti alla fine del 2024?

- a) A. 28.837 miliardi di dollari
- b) B. 36.219 miliardi di dollari
- c) C. 35.295 miliardi di dollari

La risposta giusta? Tutte e tre. La differenza sta nelle definizioni di debito.

La **risposta A** considera solo il debito federale, escludendo i prestiti tra agenzie governative. La **risposta B** include anche quei prestiti interni tra enti pubblici. La **risposta C** è ancora più ampia e rappresenta l'indebitamento dell'intera nazione,

ovvero somma anche i debiti di Stati federati e municipalità, pur escludendo (come la risposta A) i prestiti tra agenzie ed enti governativi.

I media riprendono spesso tutte e tre le versioni. A seconda del tema trattato, infatti, una definizione può risultare più calzante dell'altra. Tuttavia, osservando la portata di tutte e tre le dimensioni del debito, una cosa è certa: gli Stati Uniti detengono il record mondiale del debito pubblico.

**MOLTI SOLDI VENGONO DALL'ESTERO**

I creditori parlano molte lingue. Molti investitori stranieri, infatti, sono attratti sia dal dollaro come valuta di riferimento globale, sia da rendimenti relativamente interessanti. E così "parceggiano" gran parte del loro patrimonio liquido in dollari US proprio nei Titoli di Stato americani. Alla fine del 2024, gli investitori esteri detenevano Treasury per un controvalore di 8.513 miliardi di dollari.

Il maggior creditore estero risulta essere il Giappone, con oltre 1.060 miliardi di dollari investiti in titoli del Tesoro statunitensi (si veda Grafico 2). Nel complesso, gli stranieri detengono più Treasury di quanti debiti abbiano Francia e Italia messe insieme. Detto così sembra una cifra stratosferica, ma in proporzione è ancora tutto nella media. In effetti, la percentuale di titoli di Stato negoziabili in mano a investitori esteri è del 30% – una quota simile a quella di altre grandi economie, come ad esempio Canada e Regno Unito. In confronto, Francia e Australia hanno una percentuale ben più alta di investitori esteri (rispettivamente 54% e 47%), mentre il Giappone non appare così allettante agli occhi degli investitori internazionali. Nel paese del Sol Levante, infatti, solo il 10% dei titoli di Stato sono in "tasche estere".

**UNA MACCHINA IN CONTINUO MOVIMENTO**

Che siano americani o stranieri, gli investitori sono fondamentali. Solo nel 2025, scadranno titoli di Stato USA per 9.261 miliardi di dollari: quasi un terzo del totale, che va quindi rifinanziato.

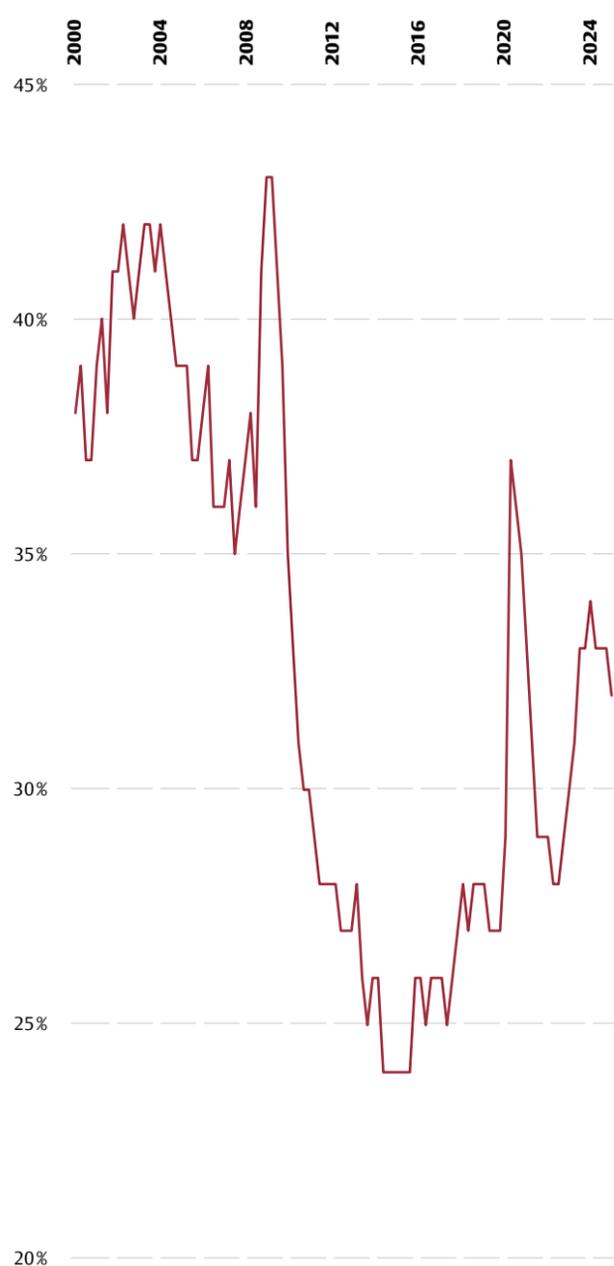


Grafico 3  
**Rotazione accelerata**  
Percentuale del debito pubblico statunitense negoziabile con scadenza nei 12 mesi successivi

Fonte: Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

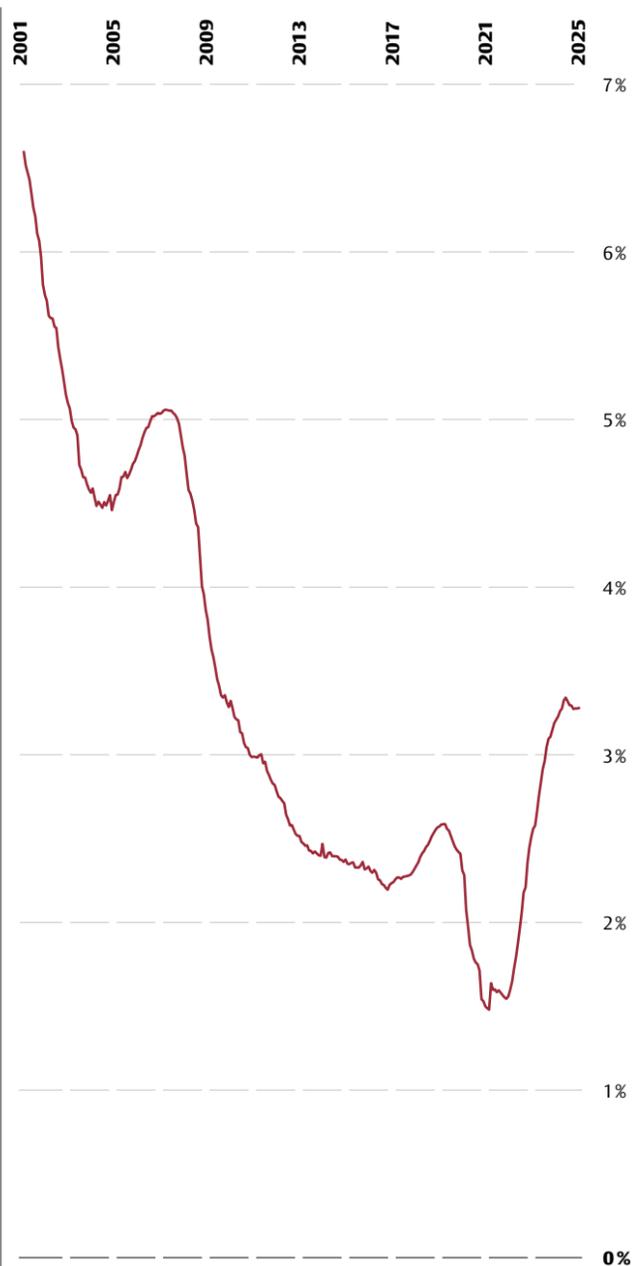


Grafico 4  
**Il segreto per reggere il peso del debito**  
Rendimento medio dei titoli di Stato US in circolazione (dal 2001)

Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

Una cifra che impone una notevole dinamicità sul mercato dei titoli di Stato americani, ma che non sembra motivo di particolare preoccupazione. Nei primi anni 2000, la quota di Treasury in scadenza entro i dodici mesi successivi superava il 40% (si veda Grafico 3).

In realtà, l'emissione massiccia e regolare di titoli di Stato è una prassi del tutto normale sui mercati. Naturalmente, i Treasury a breve termine – cioè con scadenze fino a dodici mesi – vengono rinnovati più spesso, comportando un fabbisogno di rifinanziamento più frequente.

In questo contesto, c'è un aspetto da non dimenticare: gli investitori che detenevano titoli di Stato in scadenza con tutta probabilità manterranno il loro impegno e continueranno a investire anche nei nuovi titoli emessi. Infatti, se non intendessero continuare a investire nei Treasury, avrebbero già potuto vendere in precedenza queste obbligazioni altamente liquide.

#### **IL DEBITO LIMITA LA LIBERTÀ DEL GOVERNO?**

La risposta è meno chiara di quanto farebbero pensare le teorie semplificate. È ovvio che più debito significa più interessi da pagare, quindi meno soldi disponibili per altri scopi. In un contesto di tassi in aumento, un debito elevato può comportare costi per interessi in rapida crescita, come osservato negli ultimi anni. Negli esercizi dal 2021 al 2024, infatti, la spesa per interessi netti del governo americano è aumentata del 150%, passando a 881 miliardi di dollari all'anno. E oggi continua a crescere. I nuovi debiti generano a loro volta nuovi costi per interessi, mentre i titoli emessi durante il periodo dei tassi bassi vanno ora rifinanziati a condizioni peggiori.

Ma, sorprendentemente, questi costi non hanno frenato l'azione politica. Nonostante il debito abbia raggiunto circa il 120% del prodotto interno lordo (PIL), gli USA non hanno avuto problemi a finanziarsi. Negli ultimi anni, tutti i disavanzi sono stati finanziati senza difficoltà. Dopotutto, l'offerta di titoli di Stato resta alta, ma la domanda è sempre stabile.

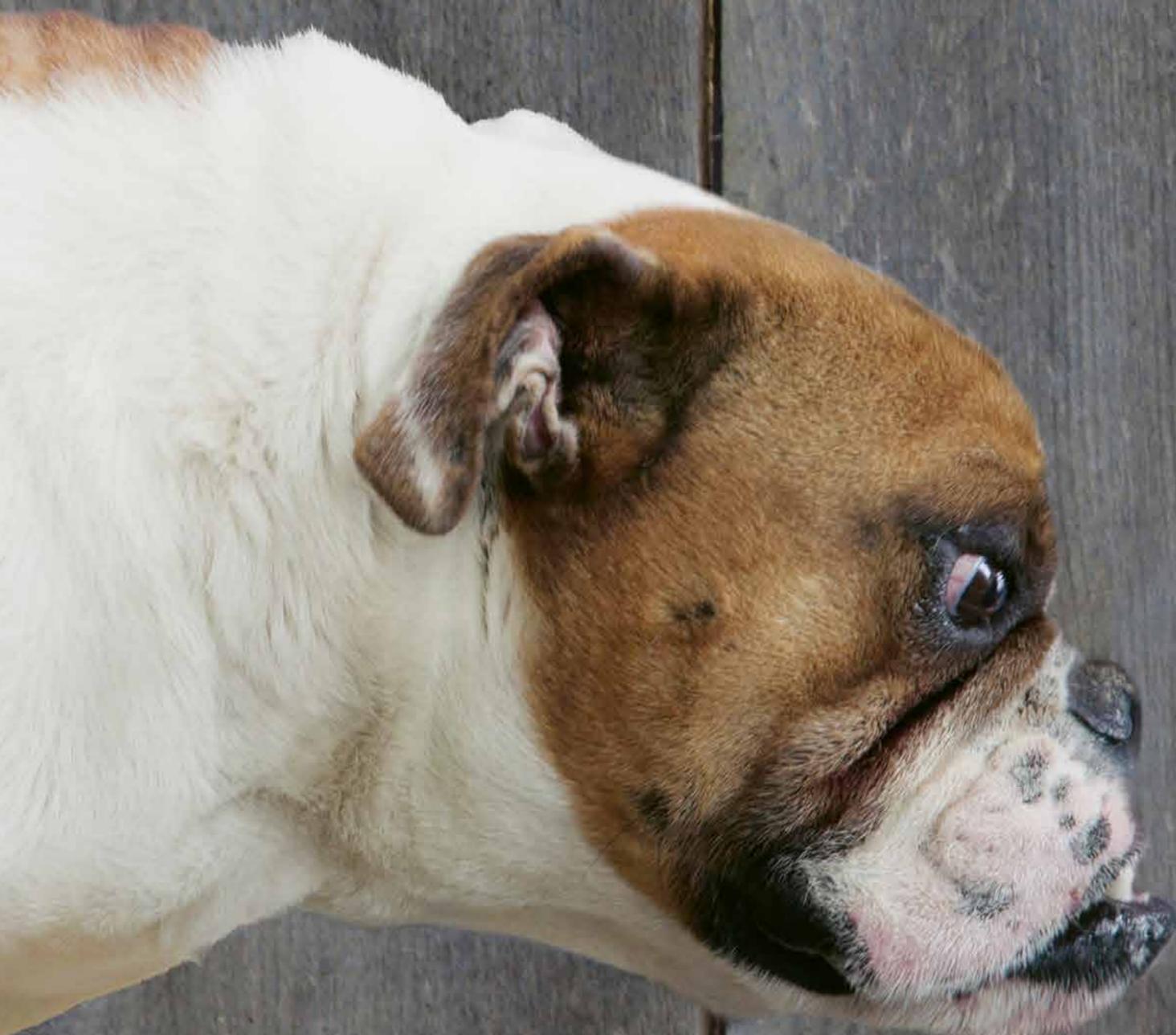
Eppure, il bilancio federale statunitense al momento appare tutt'altro che solido. Al netto degli interessi, il disavanzo complessivo degli Stati Uniti ha raggiunto nel 2023 e 2024 un notevole 7% del PIL. Anche il deficit primario – che esclude i costi per interessi – si è attestato su livelli elevati, superando il 3% del PIL in entrambi gli anni. Nel breve termine, quindi, un debito pubblico elevato non rappresenta necessariamente un limite, nemmeno in un contesto di tassi in aumento.

#### **IL SEGRETO PER REGGERE IL PESO DEL DEBITO**

Nel lungo periodo, però, debito crescente e tassi in salita non sono una buona combinazione. Al momento, comunque, la media dei tassi sui titoli di Stato americani è ancora bassa, rispetto al passato. È vero che è salita dall'1,6% al 3,3% in quattro anni, ma se si guarda non solo agli ultimi quattro anni, bensì agli ultimi 24, si nota che l'attuale rendimento medio del 3,3% è circa la metà di quello di allora, quando superava il 6% (si veda Grafico 4).

Nel lungo periodo, la sostenibilità del debito non si misura solo in base all'ammontare assoluto o alla percentuale sul PIL. I fattori chiave sono anche una crescita economica solida e un livello di tassi d'interesse sufficientemente basso. E finora in questo senso gli USA non hanno sbagliato un colpo. In futuro però tutto dipenderà (anche) da scelte intelligenti di politica economica e monetaria, sia da parte dei presidenti che dei banchieri centrali. ♦

Julian Marx è analista presso Flossbach von Storch SE.



Sul lungo termine, l'Europa rischia di rimanere schiacciata tra le superpotenze USA, Cina e Russia. Non deve rassegnarsi a questa prospettiva.

# P I Ù CORAGGIO



Philipp Vorndran



Là dove Trump oggi  
sbraita e provoca,



Biden negli anni passati  
ha sorriso e salutato  
con la mano.

Canada, Canale di Panama o Groenlandia. Donald Trump, durante la sua presidenza, ha fatto capire più volte di voler “espandere” l’influenza americana. Lo ha detto chiaramente parlando della Groenlandia – che appartiene alla Danimarca dal 1721.

In Europa, queste dichiarazioni ci hanno spesso lasciati scioccati, se non infastiditi. Eppure, a volte ci abbiamo riso su, quasi divertiti dal tono teatrale del suo modo di fare. È tutto parte del solito atteggiamento alla Trump, della sua eccentrica messinscena alla Casa Bianca?

Staremo a vedere.

Nelle ultime settimane e negli ultimi mesi mi sono trovato a pensare sempre più spesso che, sebbene non si debba pesare ogni sua parola alla lettera, il presidente americano andrebbe preso sul serio.

#### **IN GIOCO C'È LA POSIZIONE DEGLI STATI UNITI COME POTENZA MONDIALE**

A differenza di noi europei, spesso ingenui, gli americani ragionano in termini di geopolitica. Controllo delle risorse, accesso alle materie prime, aree d’influenza: sono questi i tasselli per mantenere il primato globale, soprattutto in vista della sfida con la Cina – che, insieme alla Russia e alle sue immense risorse naturali, rappresenta una crescente minaccia per gli USA. La Groenlandia, da questo punto di vista, è tutt’altro che irrilevante. E non è solo Trump a pensarla così. Lui, semplicemente, lo dice ad alta voce.

Il desiderio degli Stati Uniti di restare al comando del mondo non nasce con Trump – è sempre stata

una pretesa costante di ogni presidente americano, incluso Joe Biden, che a noi europei è sempre apparso come un simpatico zio pacato, ma che nella sostanza è stato altrettanto determinato e spietato. Basti pensare all’Inflation Reduction Act, che ha penalizzato le aziende europee.

Anche Biden ha fatto politica di potere, sebbene con toni più garbati. Là dove Trump oggi sbraita e provoca, Biden negli anni passati ha sorriso e salutato con la mano. Ma non ha certo dispensato regali.

Se davvero avesse voluto che l’Ucraina non solo resistesse all’aggressione russa, ma riuscisse anche a respingere gli attaccanti, non sarebbe stato così cauto nel fornire gli aiuti. Biden ha interpretato il ruolo del soccorritore amichevole, del protettore benevolo – ma senza mai esporsi troppo. Il suo vero obiettivo era semplicemente rendere l’invasione il più costosa possibile per Vladimir Putin, non assicurare la vittoria dell’Ucraina.

Vi prego di non fraintendermi: avrei voluto un altro presidente alla Casa Bianca, una figura più responsabile e meno egocentrica di Donald Trump. Ma forse proprio Trump – con il suo narcisismo e i suoi toni tutt’altro che diplomatici – ha avuto il merito di svegliare l’Europa dal suo torpore.

#### **MEGLIO TARDI CHE MAI**

Forse ci voleva proprio un secondo mandato di quel chiassoso imprenditore immobiliare, e non un diplomatico dal sorriso impeccabile a cui tutto scivola addosso, per far capire agli europei che è ora di crescere. Che non possono continuare ad affidarsi sempre e soltanto al fratello maggiore, gli

Stati Uniti. Per anni, delegazioni americane hanno cercato con toni gentili di spronare gli europei a diventare più autonomi.

L’intervento di J.D. Vance, il vicepresidente di Trump, all’ultima Conferenza sulla sicurezza di Monaco non è stato affatto amichevole. È sembrato quasi un calcio negli stinchi agli europei. Ma a ben guardare, la vera differenza rispetto ai discorsi dei suoi predecessori non stava tanto nei contenuti, quanto nei toni, a tratti apertamente aggressivi.

In fondo, la richiesta americana di un maggiore impegno da parte dell’Europa all’interno della NATO è quasi vecchia quanto l’Alleanza stessa. J.D. Vance, insomma, è in buona compagnia.

In passato, gli europei avevano sempre ascoltato con rispetto gli ammonimenti a investire di più nella propria sicurezza, annuendo con disciplina – salvo poi non fare praticamente nulla. E perché mai avrebbero dovuto? Tanto, se le cose si fossero messe male, ci avrebbe pensato il fratello maggiore a intervenire. E, se necessario, anche a combattere per loro. In fondo, a questo serve la NATO ... o no? E poi, dalla fine della Guerra Fredda, nessuno aveva più rappresentato una vera minaccia per l’Europa.

Ma l’amministrazione Trump non ha alcuna intenzione di “combattere” per l’Europa – e se mai lo facesse, sarebbe in cambio di un prezzo altissimo, di un accordo ben remunerato. Anche perché il fratello maggiore ha capito di non essere più giovane. Non può, e non vuole, fare lo sceriffo ovunque. Deve dosare le forze e concentrarsi su ciò – o su chi – potrebbe rappresentare il pericolo maggiore nel lungo termine: la Cina. →

Quel che succede in Europa? Affare degli europei, punto. Così la pensa Trump. Non a caso ricorda spesso che tra l'Europa e gli Stati Uniti c'è un immenso oceano. E proprio per come si comporta Trump, anche l'ultimo degli europei dovrebbe ormai aver capito che è finita l'epoca dei rinvii e delle scuse.

Sì, la consapevolezza è arrivata tardi, ma da ottimista, voglio credere che sia arrivata forse appena in tempo.

Ora l'Europa deve trovare il coraggio – il coraggio di prendere decisioni da cui si è tenuta alla larga per troppo tempo. Deve andare avanti, e farlo più in fretta. La Germania deve assumersi maggiori responsabilità, insieme alla Francia. E il Regno Unito – Brexit o no – va coinvolto strettamente. Basta con i bisticci da cortile: il tempo stringe.

#### OSARE PIÙ DEMOCRAZIA

L'Europa deve diventare più vicina ai suoi cittadini e avere il coraggio di osare più democrazia, coinvolgendo maggiormente la popolazione, ad esempio attraverso i referendum. Ecco perché, a mio avviso, serve anche un presidente dell'UE eletto direttamente dai cittadini.

In fondo, ogni paese dovrebbe interrogarsi su quanto è disposto a spingersi oltre, su quanto si senta – o voglia sentirsi – europeo. E se necessario, dovranno essere i paesi più convinti del progetto europeo ad andare avanti insieme. Un'Europa a due velocità è meglio di nessuna Europa.

Dobbiamo investire in modo deciso nella nostra difesa. L'Europa è un progetto di pace – e tale deve rimanere. Ma non dobbiamo mai dimenticare, né

svendere, la nostra storia e i nostri valori. Al tempo stesso, è ora di scendere dal piedistallo. Nel mondo, la morale viene interpretata in modi diversi ed è nostro compito prenderne atto e adattarci di conseguenza.

La pace potrà durare solo se l'Europa verrà presa sul serio nel mondo, non guardata con condiscendenza – perché sarà forte. Talmente forte che a nessuno venga nemmeno lontanamente in mente di metterne alla prova la capacità di difendersi.

I fondi per farlo, però, non piovono dal cielo. E prima di discutere esclusivamente di come reperirli attraverso un indebitamento comune, dovremmo affrontare una questione altrettanto importante: come rafforzare la competitività economica del nostro continente, così da ampliare concretamente le nostre possibilità finanziarie.

L'Europa ha poche risorse naturali. Proprio per questo, ha un bisogno vitale di ingegno e progresso tecnologico. Ma questi possono prosperare solo dove non vengono soffocati da una selva di norme e regolamenti. C'è chi dice che l'Europa sia un mostro burocratico – una critica molto diffusa. Non posso, e non voglio, smentirla.

Dove la burocrazia prolifera non può crescere nulla di nuovo. I burocrati finiscono per tentare disperatamente di conservare ciò che già esiste, con il risultato che alla fine non resta altro da fare che gestire il declino. E questo, semplicemente, l'Europa non può più permetterselo. Il detto "meno è meglio" vale, soprattutto, per la burocrazia. Un po' di sana discontinuità, invece, è non solo auspicabile, ma necessaria.

#### INCENTIVI PER GLI INVESTITORI

Infine, all'Europa serve, più che mai, un grande mercato dei capitali comune. Senza investimenti, non ci possono essere start-up, né innovazione tecnologica. Lo spirito imprenditoriale cresce soprattutto dove trova sostegno finanziario. E su questo fronte, gli Stati Uniti sono anni luce avanti a noi.

Ma serve anche – e soprattutto – più impegno da parte di tutti noi, europei. Degli spagnoli, dei belgi, dei polacchi, dei francesi, degli italiani, degli austriaci, dei tedeschi. Di ciascuno di noi. Perché l'Europa è, in ultima analisi, ciò che noi ne facciamo. È il modo in cui la pensiamo. È il modo in cui la difendiamo – sotto ogni punto di vista. Klaus Kinkel, ex ministro degli Esteri tedesco (FDP), scomparso nel 2019, disse una volta davanti all'Assemblea generale dell'ONU che l'Europa non nasce dai trattati, ma dal cuore dei suoi cittadini – oppure non nasce affatto.

Sta a noi difendere con fierezza i nostri interessi, proprio come fanno gli americani e i cinesi. Non siamo il giocattolo di nessuno!

In una delle tante trasmissioni televisive ho sentito una domanda, che in realtà era più un'affermazione – e che mi è sembrata estremamente lucida, pur andando ben oltre la sola questione militare: Perché mai più di 500 milioni di europei dovrebbero farsi proteggere da 340 milioni di americani contro 140 milioni di russi?! ◆

Philipp Vorndran è socio di Flossbach von Storch.

Un'Europa a due velocità è meglio di nessuna Europa.



Shenwei Li



## POSTA

DA  
S  
H  
A  
N  
G  
H  
A  
I

Motore economico, superpotenza, dittatura monopartitica. Chi si interessa alle tendenze globali guarda verso la Cina. L'analista Shenwei Li ci racconta le sue esperienze dal punto di vista di una cittadina cinese.

La start-up DeepSeek ha recentemente fatto molti titoli di giornale. Come hanno reagito i cinesi a questa innovazione?

La start-up cinese DeepSeek ha fatto scalpore quando, alla fine di gennaio, ha presentato DeepSeek R1, il suo modello linguistico basato su intelligenza artificiale, o Large Language Model (LLM). DeepSeek compete direttamente con modelli affermati come ChatGPT, ma apparentemente funziona con chip aventi una capacità di elaborazione molto inferiore. Sia i consumatori cinesi che le grandi imprese del paese hanno mostrato interesse. "DeepSeek" è diventata una parola alla moda in Cina, compresa (quasi) da tutti, e DeepSeek R1 è considerato il modello linguistico del popolo. I corsi su DeepSeek offerti dall'università superiore di Guangzhou per il semestre primaverile si sono riempiti in un batter d'occhio, anche dopo che la capacità è stata rapidamente raddoppiata. Anche la maggior parte dei miei amici ha cercato di accedere a questo strumento.

Tuttavia, a causa dell'enorme popolarità e dell'improvvisa affluenza di utenti, a partire da febbraio i server del sito web e dell'app dell'azienda andavano spesso in crash, e non si otteneva risposta alle domande. Nonostante ciò, l'interesse per l'intelligenza artificiale si è risvegliato. Numerosi modelli linguistici locali cinesi, in particolare Doubao di ByteDance e Ernie di Baidu, hanno registrato un enorme aumento di

utenti. Il colosso tecnologico cinese Tencent ha persino integrato DeepSeek nella funzione di ricerca di WeChat. Questa super-app, lanciata nel 2011 come servizio di messaggistica per smartphone, è stata nel frattempo ampliata con numerose funzionalità, alcune delle quali vengono utilizzate quasi quotidianamente da ben 1,2 miliardi di utenti.

Tuttavia, anche Tencent ha incontrato difficoltà: nonostante la nuova funzione fosse disponibile solo per un gruppo selezionato di utenti, il motore di ricerca WeChat Search è andato presto in sovraccarico. Di conseguenza, Tencent ha temporaneamente interrotto il test e ha reindirizzato il traffico verso il proprio modello linguistico, Yuanbao. Prima del 16 febbraio, questa applicazione occupava il decimo posto tra le app LLM locali in Cina, ma dopo il reindirizzamento da DeepSeek è salita al quarto posto in meno di una settimana. DeepSeek rimane comunque saldamente al primo posto.

DeepSeek è molto apprezzato anche dalle istituzioni, in particolare autorità pubbliche, enti pubblici e aziende statali. Il governo locale di Shenzhen è stato il primo ad adottare il modello linguistico. Nel distretto di Longgang, già all'8 febbraio più di 20.000 funzionari pubblici del sistema informatico dell'amministrazione utilizzavano DeepSeek. Nel distretto di Futian, 70 "agenti IA" lo utilizzano dal 18 febbraio per eseguire un totale di 240 compiti, come la correzione del formato delle fatture pubbliche o la registrazione automatica delle sanzioni amministrative.

Il tempo necessario per controllare le fatture pubbliche si è ridotto del 90%, con un tasso di errore inferiore al 5%. Altre città hanno già annunciato l'intenzione di impiegare DeepSeek per compiti simili.

Tra le imprese statali, PetroChina ha annunciato nel maggio 2024 l'intenzione di sviluppare, insieme a China Mobile, Huawei e iFlytek, il primo modello linguistico specifico per il settore energetico. Tuttavia, PetroChina ha anche adottato con successo DeepSeek l'8 febbraio, grazie al supporto di China Mobile. Lo stesso ha fatto Sinopec.

Anche le banche statali come ICBC e China Construction Bank hanno integrato DeepSeek nei loro sistemi. Altri 20 istituti bancari hanno annunciato l'adozione del modello, ad esempio per scopi come ad esempio l'assistenza clienti, analisi dei report, elaborazione dei dati, gestione degli asset. Secondo le banche, DeepSeek è molto più compatibile con la capacità di calcolo locale cinese rispetto ad altri modelli linguistici basati su intelligenza artificiale attualmente disponibili in Cina.

Le autorità sanitarie locali di città come Pechino, Shenzhen e Qingdao sostengono anch'esse l'uso di DeepSeek, che a loro dire consente di rispondere alle richieste degli utenti dell'assicurazione sanitaria in modo più rapido, preciso e 24 ore su 24. A Qingdao, i funzionari dell'amministrazione locale intendono utilizzare l'analisi dei dati di DeepSeek per facilitare l'individuazione di casi di frode nel sistema pubblico di assicurazione sanitaria.

A Pechino, l'impiego di DeepSeek consente una regolazione più efficiente delle capacità del trasporto pubblico. Ad esempio: se alle ore 15:00 un funzionario dell'autorità locale del traffico riceve una notifica riguardo a un previsto aumento del 200% del traffico nel distretto X e al rischio di ingorghi, in passato era necessario raccogliere e analizzare manualmente vari dati (mappe, autobus, metropolitana), il che comportava circa 2 ore di lavoro per attuare le regolazioni. Ora, in soli 20 minuti, un assistente di traffico urbano basato su DeepSeek è in grado di proporre soluzioni, come ad esempio l'impiego di otto autobus aggiuntivi sulla linea A e un aumento del 40% della capacità sulla linea C tra le 16:00 e le 18:00. Il risultato? Il tempo medio di attesa dei passeggeri in situazioni simili si è ridotto da 42 a 12 minuti. ◆

Shenwei Li è un'analista con sede a Shanghai.



## *“Il mio mantra per i tempi difficili”*

Un'intervista incentrata sui mercati finanziari,  
le strategie d'investimento e le competenze chiave.  
Con Kurt von Storch, fondatore di Flossbach von Storch,  
e Tobias Schafföner, responsabile della gestione degli investimenti.

→

**Signor Schafföner, dall'inizio dell'anno il nuovo presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, è al centro dell'attenzione. Le sue politiche sui dazi, il modo aggressivo di trattare gli ex alleati e altre decisioni imprevedibili hanno fatto molto discutere. Quanto conta tutto questo per chi investe?**

TOBIAS SCHAFFÖNER: Purtroppo molto. Non si tratta solo dell'umore dei mercati, ma anche della situazione fondamentale dell'economia mondiale, che si è fatta più incerta. Una politica commerciale improntata al protezionismo finisce per danneggiare tutti: è una situazione in cui nessuno vince. I dazi rendono più costosi i beni per i consumatori, un po' come se fosse una tassa. Ma il vero problema è che gli obiettivi politici si mescolano con le decisioni spesso arbitrarie di Trump, e questo crea grande incertezza. Un clima del genere non favorisce né la fiducia dei consumatori né la voglia delle aziende di investire.

**Sembra una situazione piuttosto complicata. Signor von Storch, è vero che ha adattato la sua strategia d'investimento proprio per resistere in periodi difficili?**

KURT VON STORCH: Sì, credo che questo sia proprio uno di quei momenti in cui non si può più contare sul fatto che le cose continuino come prima. Abbiamo avuto una sensazione simile all'inizio degli anni 2000, quando è scoppiata la bolla delle dotcom e il mercato ha continuato a scendere fino al 2003. All'epoca eravamo una giovane azienda, con pochi clienti. Bert Flossbach ed io ci siamo chiesti quale fosse il punto in comune più importante tra i nostri clienti. E abbiamo capito che era la volontà di proteggere il patrimonio che avevano.

**Non è normale che chi possiede un patrimonio – o sta cercando di costruirne uno – voglia soprattutto vederlo crescere?**

KURT VON STORCH: Nel lungo periodo, certo, questo è l'obiettivo. Ma nei momenti difficili, la priorità è proteggere il potere

d'acquisto del patrimonio – cioè tener conto dei costi, delle tasse e dell'inflazione. Da questa riflessione sono nati cinque principi, pensati per raggiungere questo obiettivo nel medio periodo. Li chiamiamo il nostro pentagramma, ed è alla base della nostra filosofia di investimento: ogni decisione che prendiamo si orienta a questi cinque pilastri. Questa strategia ha dimostrato la sua validità anche nelle crisi successive. Personalmente, mi è sempre utile tenerla a mente quando i mercati diventano turbolenti.

**Può spiegare meglio cosa intende? I mercati finanziari sono effettivamente agitati anche dall'inizio di quest'anno.**

KURT VON STORCH: Nel primo trimestre si sono già registrati ribassi dei corsi, in particolare per le azioni tecnologiche statunitensi. Quando, in periodi del genere, mi assale la preoccupazione, mi ripeto come un mantra i cinque principi fondamentali: ad esempio, che nei nostri portafogli non tutte le uova sono nello stesso paniere. Oppure il nostro focus sulla qualità. Prendiamo il caso di un immobile: per una buona posizione bisogna (e vale la pena) pagare un po' di più. In cambio, però, è molto probabile che l'immobile rimanga richiesto a lungo. Lo stesso vale per le azioni di aziende di qualità, anche se temporaneamente possono essere trascinate nelle turbolenze di mercato.

TOBIAS SCHAFFÖNER: "Società di qualità" è un'espressione che può sembrare vaga. Ma ci riferiamo a imprese con un modello di business solido, veri vantaggi competitivi, la capacità di imporre i propri prezzi, bilanci sani e – non da ultimo – una direzione chiara e competente. Sono aziende che sanno affrontare anche i periodi critici. E la storia lo conferma: le migliori non solo superano indenni le crisi, ma spesso ne escono rafforzate, migliorando la loro posizione sul mercato.

KURT VON STORCH: Ed è proprio questo che mi dà tranquillità nei momenti difficili – pur sapendo che anche noi dobbiamo sempre rivedere e mettere in discussione le nostre posizioni. Il terzo principio del nostro pentagramma è la flessibilità. Durante la pandemia, ad esempio, sono successe cose ina-

spettate, dall'oggi al domani. Il mondo è cambiato. E di conseguenza, anche il modo di gestire un patrimonio ha dovuto cambiare. Chi ha già un patrimonio dovrebbe anche evitare di caricarsi troppo di debiti: restare solvibili è fondamentale. Conosciamo fin troppe aziende che si sono esposte troppo, nel momento sbagliato. Infine, ma non meno importante, c'è il principio del "valore": anche la buona qualità non andrebbe pagata a qualunque prezzo. Le fasi di turbolenza, come quella attuale, offrono spesso buone opportunità di ingresso.

**Ha vissuto diverse fasi di turbolenza nei mercati, o vere e proprie crisi di Borsa, giusto?**

KURT VON STORCH: Sì. Ho iniziato la mia carriera da gestore di portafoglio il 5 ottobre 1987, a New York. Due settimane dopo arrivò il famoso "Lunedì nero". Un bel modo di essere accolto nel mondo del lavoro! Quel giorno, il mercato azionario americano perse il 20% in una sola giornata – il peggior crollo giornaliero della storia. Eppure, il mondo è andato avanti. Alla fine degli anni '80, fu poi il Giappone a prendere il volo: l'indice Nikkei sfiorò i 40.000 punti. Ma tra la fine del 1989 e l'inizio del 1990 ci fu un'inversione di tendenza, con un crollo prolungato. Ci sono voluti 35 anni perché il Nikkei tornasse a toccare quel livello.

**Ma in fondo, pochi investitori europei avevano puntato sul Nikkei, giusto?**

KURT VON STORCH: Può essere. Ma è importante ricordare che all'epoca il 40% dell'indice MSCI World era composto proprio da titoli giapponesi, che erano saliti moltissimo. L'MSCI World è costruito in base al valore di borsa delle aziende che lo compongono. Quindi, più una società cresce sui mercati finanziari, maggiore sarà il suo peso nell'indice. Lo stesso fenomeno si è visto negli ultimi due anni: le grandi aziende tecnologiche americane – i cosiddetti "Magnifici Sette" – hanno fatto salire la loro quota nell'MSCI World oltre il 23%, e addirittura al 41% nello S&P 500 in certi momenti.

**Nel frattempo, i prezzi delle aziende tecnologiche americane sono un po' scesi. Si sente anche parlare** →

*“Questa strategia ha dimostrato la sua validità anche nelle crisi successive. Personalmente, mi è sempre utile tenerla a mente quando i mercati diventano turbolenti.”*

**Kurt von Storch**

**sempre più spesso di “Trumpcession”.****Signor Schafföner, cosa ne pensa della situazione attuale dei mercati finanziari statunitensi?**

TOBIAS SCHAFFÖNER: Il fatto che le valutazioni di alcune azioni tecnologiche statunitensi siano state corrette non ci ha sorpreso. I premi di valutazione rispetto alla media di mercato erano elevati – contemporaneamente, si investiva sempre più denaro nel settore dell'intelligenza artificiale (IA). Un tema che ha generato un'ondata di euforia per un certo periodo. Ma alla fine di gennaio, con la pubblicazione del modello linguistico cinese DeepSeek, sono emersi dubbi sul fatto che il vantaggio tecnologico che finora ha protetto le aziende tecnologiche USA come un muro di difesa dalla concorrenza sia effettivamente così ampio come si pensava. Inoltre, la politica doganale erratica di Trump ha ulteriormente deteriorato il clima di Borsa negli Stati Uniti. Il suo tentativo di concludere “accordi” e di revocare i dazi potrebbe ridurre temporaneamente la probabilità di una recessione. Tuttavia, la politica del presidente USA mina la fiducia – da parte di alleati, consumatori e imprese. E questo è destinato a pesare sulla crescita statunitense, e quindi anche sui profitti aziendali e sui corsi azionari.

**E cosa significa tutto questo per i vostri portafogli multi-asset?**

TOBIAS SCHAFFÖNER: Per riprendere il principio guida fondamentale della nostra filosofia d'investimento: la cosa più importante è una diversificazione intelligente. Non strutturiamo mai i nostri portafogli in modo tale che uno scenario negativo ci colga completamente impreparati. Alla luce delle premesse politiche, continuiamo ad attenderci una pressione inflazionistica strutturale – in tal senso, riteniamo sbagliato ridurre eccessivamente la quota azionaria. Sotto la superficie, inoltre, possono emergere opportunità interessanti. Nella selezione dei titoli azionari, negli ultimi trimestri è stato necessario mantenere una certa disciplina valutativa, e in particolare limitare le dimensioni delle posizioni nei titoli tecnologici in presenza di valutazioni

crescenti. Allo stesso tempo, nei settori come i beni di consumo non ciclici e la farmaceutica, si sono presentate vere occasioni di acquisto.

**E per quanto riguarda le obbligazioni?**

TOBIAS SCHAFFÖNER: Le obbligazioni possono continuare a generare rendimenti stabili in portafoglio, anche in un contesto di tassi guida in calo, e a seconda dello scenario di rischio, possono funzionare come cuscinetto quando le azioni calano. L'abbiamo visto, per esempio, a inizio aprile negli USA: quando sono aumentate le preoccupazioni sulla congiuntura, il rendimento dei titoli di Stato USA a 10 anni è sceso dal 4,8% al 3,9%. Con il calo dei rendimenti, i prezzi delle obbligazioni sono saliti. Tuttavia, pochi giorni dopo, questo effetto di diversificazione si è già capovolto, a dimostrazione della complessità della situazione attuale.

**Può spiegarlo più in dettaglio?**

TOBIAS SCHAFFÖNER: I titoli di Stato americani sono tradizionalmente considerati beni rifugio. Significa che in fase di crisi – ad esempio quando emergono timori congiunturali – gli investitori si rifugiano in questi titoli ritenuti sicuri, il che solitamente comporta un calo dei rendimenti e un aumento dei corsi. Ma la politica doganale confusa del presidente USA ha messo in discussione proprio questa regola: la fiducia degli investitori stranieri negli Stati Uniti e nelle loro istituzioni è venuta meno. Questo ha portato a un fenomeno inedito: né il dollaro USA né i titoli di Stato USA sono riusciti a “proteggere” i portafogli, bensì hanno perso valore insieme alle azioni durante la recente fase di stress del mercato. La diversificazione deve quindi essere pianificata ex ante, non giudicata a posteriori.

**Il dollaro USA ha perso il suo status di valuta di riferimento mondiale?**

TOBIAS SCHAFFÖNER: Non mi spingerei fino a tanto. Gli Stati Uniti dispongono ancora del più grande mercato dei capitali al mondo e sono profondamente integrati nel sistema →

*“Lo stesso vale per le azioni di aziende di qualità, anche se temporaneamente possono essere trascinate nelle turbolenze di mercato.”*

**Kurt von Storch**



*“D'altronde, è proprio nei periodi turbolenti che spesso nascono le opportunità più grandi.”*

Tobias Schafföner

finanziario globale. Al momento non vedo alcuna area valutaria che possa assumere presto il ruolo del dollaro statunitense. Tuttavia, lo status eccezionale del dollaro USA e dei titoli di Stato americani ha cominciato a mostrare alcune crepe. I recenti record nel prezzo dell'oro dovrebbero essere visti anche in questo contesto – un primo segnale di avvertimento. Le cause di questa evoluzione sono variegata e non riconducibili unicamente alla politica estera degli USA. Anche sul piano interno, Trump ha più volte attirato l'attenzione – non da ultimo per aver messo in discussione l'indipendenza della banca centrale americana, la Federal Reserve, e per aver cercato – per usare un eufemismo – di spingere ripetutamente il presidente della Fed, Jerome Powell, a ridurre i tassi di interesse.

**Tuttavia, il presidente della Federal Reserve ha resistito alle pressioni e non ha più abbassato i tassi di riferimento negli ultimi tempi ...**

TOBIAS SCHAFFÖNER: Esatto. Se guardiamo all'economia statunitense, tra dazi, inflazione e indebitamento, c'è una buona ragione se la Federal Reserve ha deciso di non abbassare ulteriormente i tassi. Negli Stati Uniti i rischi di un'inflazione in aumento sono più forti rispetto alla zona euro. E qui torna in gioco di nuovo Donald Trump. Già la notte delle elezioni ha dichiarato di voler ridurre il debito pubblico, abbassare l'inflazione, aumentare i dazi e limitare l'immigrazione. E, contemporaneamente, vuole far crescere l'economia.

KURT VON STORCH: La quadratura del cerchio. Aumentare i dazi e ridurre l'inflazione sono due obiettivi che si contraddicono. Non possono coesistere.

TOBIAS SCHAFFÖNER: Per come viene condotta attualmente, la politica è causa dell'aumento dei prezzi – in Europa, a causa dell'aumento previsto della spesa per la difesa e la sicurezza, negli Stati Uniti, per via della politica sui dazi e sull'immigrazione. Questo ha un impatto molto concreto per chi investe. Chi, per timore dell'incertezza politica, decide di non investire nei mercati finanziari e lascia i propri

risparmi fermi sul conto, rischia di perdere potere d'acquisto. Finché l'inflazione resta uguale o superiore al target fissato dalle banche centrali, mantenere il potere d'acquisto del patrimonio non è affatto garantito.

**Tanto più che anche in Europa ci si aspetta un aumento consistente del debito pubblico. Negli Stati Uniti, il livello è già altissimo.**

TOBIAS SCHAFFÖNER: Su questo tema è facile farsi prendere dal pessimismo. Ma gli investitori possono anche trarne conclusioni pratiche e concrete. Nel portafoglio è importante avere una buona quota di beni reali – e oltre alle azioni, dobbiamo parlare anche dell'oro. A nostro avviso, l'oro rappresenta una forma di copertura contro i rischi del sistema finanziario. E negli ultimi tempi ha svolto questo ruolo egregiamente.

KURT VON STORCH: Per noi, l'oro è un investimento strategico. Abbiamo deciso già tempo fa che dovesse essere parte integrante della nostra allocazione. Lo consideriamo una vera e propria valuta, non una semplice materia prima. Fa parte della nostra strategia di diversificazione. Alla base di questa scelta c'è sempre stata la consapevolezza dell'aumento dei debiti pubblici. E questa tendenza si è ulteriormente aggravata.

**Il prezzo dell'oro ha raggiunto nuovi record, mentre le Borse statunitensi hanno subito, a tratti, forti battute d'arresto. Allo stesso tempo, l'incertezza rimane elevata. Quindi è meglio vendere le azioni?**

TOBIAS SCHAFFÖNER: No, assolutamente. Le azioni restano la classe di investimento con il potenziale di rendimento più alto per chi investe con una prospettiva di lungo periodo. E, in definitiva, sono anche la forma di investimento che meglio protegge dall'inflazione nel tempo.

**Grazie per la disponibilità.**

# Fuga verso porti sicuri

Lars Conrad

Ciò che una volta era valido, oggi non lo è più. L'“Occidente”, quella comunità di numerosi Stati uniti nella difesa della democrazia, della libertà e della giustizia, rischia di disgregarsi. Si diffonde il timore di un cambio di epoca.

Questo è diventato evidente non molto tempo fa, quando Donald Trump ha presentato una lista di dazi con il potenziale di spingere il sistema economico mondiale verso una crisi grave. O quando il volubile presidente americano e il suo “vice” hanno screditato il presidente ucraino Volodymyr Zelensky davanti alla stampa internazionale, per poi sbattergli la porta in faccia. Questi spettacoli mediatici hanno reso evidente una cosa: la pax americana, che dalla Seconda guerra mondiale è sinonimo di stabilità geopolitica ed economica, è a rischio.

Il miglior indicatore delle convulsioni geopolitiche potrebbe essere il mercato obbligazionario. Quando le borse crollano, gli investitori cercano rifugi sicuri, e la domanda di obbligazioni di emittenti solidi aumenta, soprattutto di Paesi considerati a basso rischio di insolvenza.

C'è inoltre il rischio di una nuova ondata di emissioni obbligazionarie sui mercati, non solo perché i politici amano spendere o perché i vecchi prestiti contratti negli anni dei tassi a zero devono ora essere rifinanziati a tassi molto più elevati. L'Europa deve ora farsi carico della propria sicurezza. Il riarmo va finanziato, e ciò può avvenire solo sul libero mercato. L'ondata di debito, che ha sorpreso molti, si riflette nel rendimento dei titoli sovrani tedeschi, in forte rialzo.

Tuttavia, nonostante alcune turbolenze, non si è verificata una svendita di massa nel mercato obbligazionario né una crisi finanziaria di ampia portata. Tradizionalmente, il debito pubblico statunitense e tedesco è stato considerato un rifugio sicuro nei periodi di tempesta sui mercati azionari. Ma sarà ancora così sotto la presidenza di Donald Trump?

Quando i mercati  
finanziari  
crollano, si dà  
il via a una corsa  
verso investimenti  
più sicuri.

# Quando il mare si fa agitato

L'annuncio che gli USA intendevano affrontare i partner commerciali con dazi storicamente alti ha scosso i mercati finanziari internazionali. Uno degli investimenti ritenuti più sicuri inizialmente era il debito pubblico americano, ma ben presto sono emersi dubbi.

Il "giorno della liberazione" ha portato agli americani – e al resto del mondo – soprattutto incertezza. Poco dopo che Trump ha presentato la nuova lista di dazi, si è diffuso il timore di una guerra commerciale globale, e le borse di tutto il mondo sono crollate.

Contemporaneamente, il prezzo dei titoli di Stato USA è aumentato. Gli investitori si sono rifugiati nei "treasuries", considerati da generazioni investimenti a basso rischio e con tassi di interesse ancora accettabili. Quando la domanda aumenta, i prezzi salgono – e i rendimenti calano. Durante la "fase critica", i titoli decennali USA hanno perso circa 40 punti base in due giorni: un movimento insolito e indicativo di crisi.

Sono circolati nuovi scenari, sia macroeconomici che di mercato. Il timore principale era quello di una stagflazione negli USA, cioè un rallentamento dell'economia seguito da un'impennata dell'inflazione. Sebbene la durata e la gravità siano difficili da prevedere, il timore di una crisi economica di grande portata si è diffuso rapidamente. Gli investitori hanno ridotto i rischi e preferito la qualità, ristrutturando le loro strategie.

Tutti gli occhi si sono rivolti alle banche centrali. La Fed si è trovata tra due fuochi: da un lato, ridurre i tassi in caso di recessione, dall'altro, evitarlo se l'inflazione aumentava troppo. Il presidente Jerome Powell ha reagito con cautela, evitando mosse affrettate.

Durante le turbolenze, il mercato scontava tagli dei tassi per 80 punti base entro la fine del 2025 (contro i 70 precedenti). Anche le aspettative d'inflazione a breve sono balzate: lo swap a un anno è passato dal 2,2% al 3,45% in una notte.

Tuttavia, i racconti possono cambiare, e lo stesso vale per il mercato obbligazionario. L'intervento di Trump ha evidenziato una perdita di fiducia nella maggiore →

economia del mondo. Le scelte sui dazi rivelano una mancanza di comprensione economica. Anche i repubblicani al Congresso hanno offerto poca opposizione.

Nonostante l'elevata volatilità, i rendimenti dei titoli USA sono tornati a salire rapidamente, superando i livelli pre-crisi. Segno che i treasury hanno perso attrattiva. Si sono diffusi anche rumor di vendite da parte della Cina.

La fiducia è la base di ogni credito. I titoli USA restano ben considerati, ma serve una politica affidabile e realistica per mantenerne lo status.

#### **E PER GLI INVESTITORI?**

In tempi di crisi, le obbligazioni svolgono il loro vero ruolo: ammortizzare le fluttuazioni in borsa. Ma per farlo devono essere selezionate con attenzione.

Le nostre strategie obbligazionarie erano già difensive prima degli ultimi eventi. Abbiamo sempre puntato su alta qualità creditizia, anche nei corporate bond, e monitorato i rischi valutari.

Il vento è poi cambiato, specialmente negli USA. Ecco perché anche nei titoli sovrani abbiamo cercato diversificazione: regionale e con protezione dall'inflazione. Esistono alternative ai treasury USA: quelli australiani o neozelandesi offrono rendimenti simili con livelli di debito inferiori. I titoli indicizzati all'inflazione sono utili quando si prevede una ripresa dei prezzi.

L'obiettivo è una struttura solida, ma anche flessibile. I mercati, nei momenti di crisi, esagerano spesso – il che offre opportunità per chi è attivo. Le svendite sono occasioni per acquistare titoli di qualità ingiustamente penalizzati.



# *Allerta tempesta nei porti sicuri*

L'obiettivo di Trump è la disgregazione, anche sul piano geopolitico, e ciò si nota nei Bund tedeschi. Anche prima della crisi dei dazi, i rendimenti erano saliti ai massimi dalla riunificazione.

Quando la terra trema, le scosse si avvertono anche lontano. L'annuncio di dazi USA ha spinto anche i Bund, ritenuti tra gli investimenti più sicuri. Durante la fase critica, i rendimenti dei Bund decennali sono scesi di 0,2 punti, riducendo il differenziale con i titoli USA a poco più di 1,3 punti.

Ma il mercato tedesco aveva già imboccato una svolta: il Bundestag e il Bundesrat hanno sospeso il "freno al debito", che limitava l'indebitamento netto allo 0,35% del PIL. Questo per finanziare la difesa post-USA e un piano infrastrutturale da 500 miliardi di euro in 10 anni.

Il mercato ha reagito: il 5 marzo i rendimenti dei Bund sono saliti di oltre 30 punti base – il balzo più grande dalla riunificazione del 1990. La curva dei tassi si è inclinata: i rendimenti a lungo termine hanno superato quelli a breve, segnale di maggiore incertezza.

Tuttavia, anche qui si è probabilmente trattato di una reazione esagerata. I rendimenti hanno poi cominciato a scendere, anche grazie alla crisi daziaria americana.

Nei progetti infrastrutturali, come nella sospensione del freno al debito, i dettagli contano. Nonostante l'approvazione parlamentare, molte misure entreranno in vigore con ritardo. I progetti richiedono tempo, quindi ci vorrà ancora prima che la nuova offerta di Bund si concretizzi sul mercato.

Questo episodio, che ha dominato i titoli per settimane in Germania, dimostra soprattutto una cosa: le esagerazioni speculative sono spesso passeggere. Le crisi offrono opportunità, se analizzate con lucidità e investendo in modo attivo e con la giusta liquidità.

Lars Conrad è Portfolio Director Fixed Income presso Flossbach von Storch SE a Colonia

i

La sezione **"Bonds in the spotlight"** appare regolarmente sul nostro sito web, ogni volta che si verifica qualcosa di rilevante nella politica monetaria o nei mercati obbligazionari. Gli autori lavorano nel team del reddito fisso di Flossbach von Storch, per cui le informazioni che vi forniamo provengono direttamente dalla fonte.

Michael Altintzoglou

# Segnali di un cambiamento di paradigma



Per lungo tempo le borse cinesi hanno dato poche buone notizie. Ora, però, ci sono sempre più segnali che il mercato stia tornando alla ribalta.

Quando alla fine di gennaio è stato reso noto che la startup cinese DeepSeek aveva fatto progressi significativi nell'intelligenza artificiale, le azioni dei produttori di semiconduttori sono crollate a livello globale. Il titolo di Nvidia, produttore americano di chip ad alte prestazioni, ha perso oltre il 17%, cancellando più di 600 miliardi di dollari di capitalizzazione di mercato: la più grande perdita giornaliera della storia per un'azienda.

Secondo i resoconti, il modello open source di DeepSeek è stato sviluppato con molta meno potenza di calcolo e a una frazione dei costi rispetto ai sistemi concorrenti statunitensi.

In controtendenza, le borse di Shanghai e Hong Kong hanno registrato guadagni nelle prime settimane dell'anno, dopo anni di performance deludenti. Sebbene le implicazioni a lungo termine restino incerte, ci si chiede se il successo di DeepSeek possa segnare un cambiamento nella percezione della Cina da parte degli investitori internazionali e spingerli a tornare su questi mercati.

## LA CINA, POTENZA EMERGENTE NELL'IA

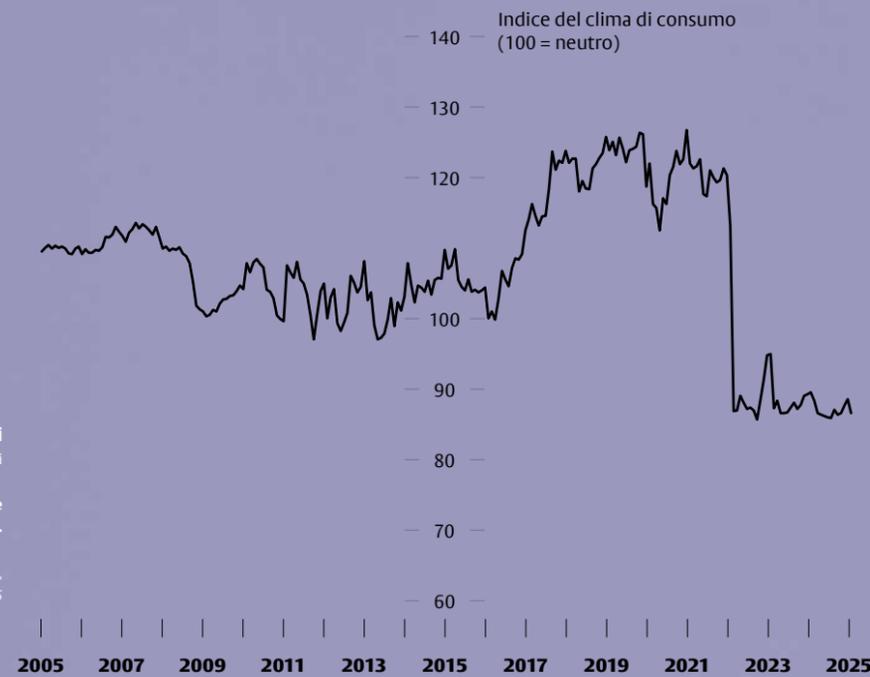
Crediamo che questo cambiamento sia possibile. Sebbene la Cina sia ancora indietro rispetto agli Stati Uniti nel campo dell'intelligenza artificiale, potrebbe colmare rapidamente il divario. Il paese ospita quasi la metà dei talenti mondiali nell'IA, contro meno del 20% negli USA. Inoltre, forma ogni anno più laureati in scienze, tecnologia, ingegneria e matematica di qualsiasi altro paese.

La Cina è anche leader nel numero di brevetti legati all'IA e di programmatori. A causa dei controlli all'export imposti dagli USA, le aziende cinesi hanno dovuto ottimizzare il software per compensare l'hardware meno avanzato. Il nuovo modello di DeepSeek dimostra i grandi progressi fatti proprio nel software. E non è stato l'unico evento a suscitare attenzione.

Robot umanoidi di Unitree Robotics hanno conquistato i riflettori durante una gala di Capodanno, ballando accanto ad attori in carne ed ossa e adattando i movimenti in tempo reale al ritmo della musica, grazie ad algoritmi IA avanzati.

Così come il modello linguistico di DeepSeek compete con ChatGPT di OpenAI, i robot di Unitree sembrano sfidare quelli di Elon Musk (Optimus). Degno di nota: →

Sebbene la Cina sia ancora indietro rispetto agli Stati Uniti nel campo dell'intelligenza artificiale, potrebbe colmare rapidamente il divario.



i team di sviluppo di entrambe le aziende sono composti principalmente da giovani laureati locali.

#### IL RITORNO DEL FAVORE POLITICO VERSO L'HIGH-TECH CINESE

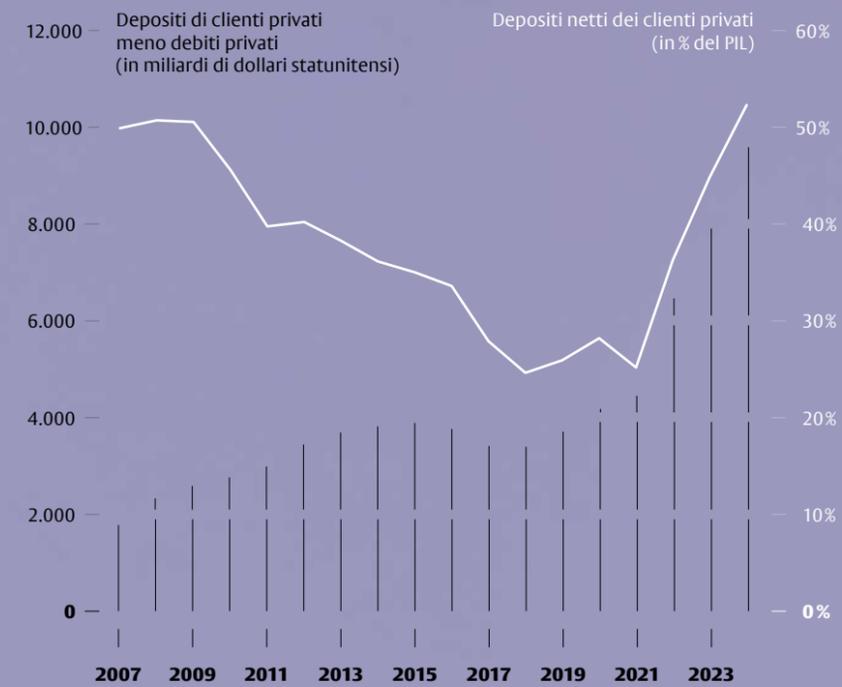
Durante la pandemia, alcune aziende tecnologiche cinesi avevano registrato rialzi in borsa. Ma il clima cambiò alla fine del 2020, quando Jack Ma (cofondatore di Alibaba) criticò il sistema bancario cinese. Il governo di Xi Jinping rispose con una stretta normativa, penalizzando molti modelli di business. Gli investitori internazionali si ritirarono e le azioni crollarono.

Recentemente, però, un simposio presieduto da Xi Jinping con imprenditori privati ha fatto notizia. Le immagini lo hanno mostrato mentre stringeva la mano proprio a Jack Ma, sparito dalla scena pubblica dal 2020.

Potrebbe trattarsi di un segnale di riabilitazione. L'incontro è stato anche la prima occasione da anni in cui Xi ha interagito con figure del settore privato, lodandone il ruolo nell'economia e promettendo condizioni di concorrenza eque tra aziende statali e private.

#### RINNOVATA FIDUCIA NEL SETTORE PRIVATO

Il cambio di tono potrebbe indicare una riduzione del rischio politico per le imprese private. La presenza del primo ministro Li Qiang ha rafforzato il messaggio



di voler ripristinare la fiducia nel settore privato, il cui rilancio è fondamentale per stimolare l'economia.

Un esempio concreto: Alibaba ha annunciato una partnership con Apple per supportare servizi IA sugli iPhone in Cina, il più grande mercato di iPhone al mondo. Per Apple, questa integrazione è cruciale vista la crescente concorrenza dei produttori locali. L'alleanza ha anche un forte valore simbolico.

#### ALLENAMENTO NORMATIVO E NUOVO SLANCIO

Dopo anni di rallentamento economico e tensioni geopolitiche, imprese e cittadini cinesi desiderano buone notizie. Il mercato del lavoro è debole, i salari crescono lentamente e il settore immobiliare è instabile.

La fiducia dei consumatori è oggi molto più bassa rispetto al 2021. La domanda interna è cauta e i depositi bancari privati sono saliti di quasi 10.000 miliardi di dollari, superando i 21.000 miliardi: più del PIL cinese dello scorso anno.

Queste difficoltà non spariranno in fretta. Tuttavia, secondo noi, le recenti aperture normative potrebbero rivelarsi più efficaci di politiche fiscali o monetarie.

Dall'annullamento dell'IPO di Ant Financial nel 2020, la supervisione sulle tech ha aumentato i premi al rischio e fatto scendere le valutazioni, pur con fondamentali →

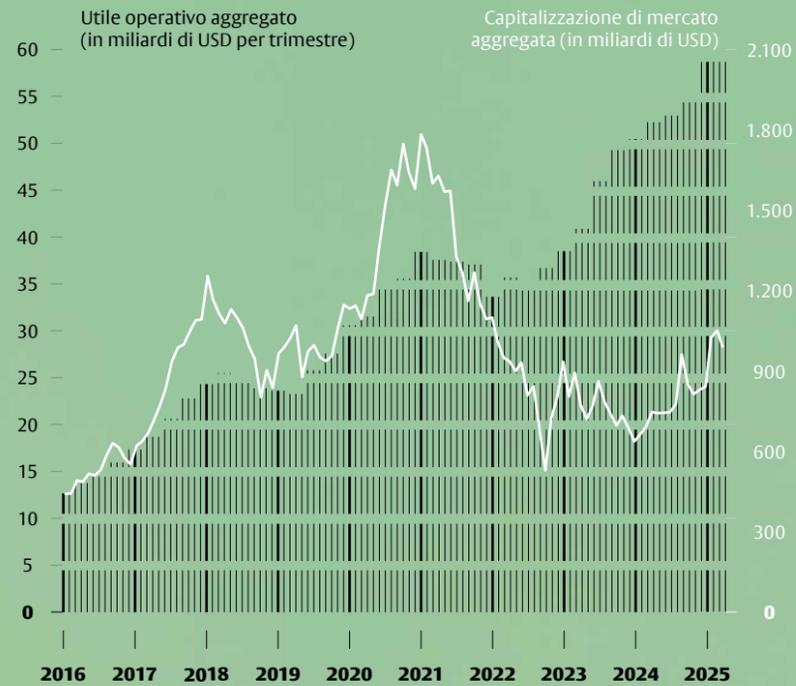


Grafico 3  
**Divergenza**  
Evoluzione dell'utile operativo  
e del valore di mercato di cinque  
azioni tecnologiche cinesi

L'insieme delle azioni include:  
Tencent, Alibaba, NetEase, JD.com, Baidu

**I risultati storici non sono un indicatore  
affidabile dei risultati futuri.**

Fonte: FactSet, Flossbach von Storch,  
dati al 30 aprile 2025



stabili. Se il settore privato verrà nuovamente favorito, il mercato potrà tornare a focalizzarsi su dati concreti.

#### CONFLITTO DOGANALE USA-CINA PIÙ MODERATO DEL PREVISTO

Anche sul fronte dei dazi, l'amministrazione USA ha adottato toni meno aggressivi del previsto, aumentando la probabilità di un miglioramento nei rapporti bilaterali, pur con rischi ancora presenti.

Dopo anni in cui il mercato azionario cinese è stato definito "non investibile" da alcuni, potremmo ora assistere a un cambio di prospettiva.

Lo "sconto Cina" che grava sulle azioni del paese potrebbe ridursi se la fiducia, tanto dei locali quanto degli investitori stranieri, verrà recuperata. Attualmente, meno del 10% delle azioni cinesi è detenuto da stranieri.

#### SEGNALI INCORAGGIANTI PER UNA RIPRESA DURATURA

La fiducia nel settore privato è, a nostro avviso, una leva fondamentale per la crescita. Tuttavia, le parole del presidente cinese devono essere seguite da azioni concrete: riforme pro-mercato, incentivi agli investimenti e stimoli al consumo.



Grafico 4  
**Indice MSCI China**  
Rapporto prezzo-utili (PER) basato sugli  
utili attesi nei prossimi 12 mesi

**Le previsioni sugli utili si basano su ipotesi specifiche.  
I risultati effettivi possono differire notevolmente da  
queste stime.**

**I risultati storici non sono un indicatore  
affidabile dei risultati futuri.**

Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch,  
dati al 30 aprile 2025

Al Congresso Nazionale del Popolo sono emerse prime indicazioni: il deficit di bilancio salirà dal 3% al 4% del PIL, e le emissioni di obbligazioni speciali locali verranno aumentate.

È stato chiarito, però, che non ci sarà un maxi piano di stimolo una tantum, ma un graduale cambio di rotta politico, con supporto continuo a innovazione tecnologica e consumi.

Il Consiglio di Stato ha proposto un piano d'azione con incentivi per la sostituzione di beni usati, simile agli eco-incentivi automobilistici del 2009 in Germania. Sono previsti anche più sussidi per l'assistenza all'infanzia e un rafforzamento della rete sociale.

Infine, gli annunci sul sostegno al settore immobiliare e alla borsa sembrano oggi più credibili che in passato.

In sintesi: vediamo segnali incoraggianti di un ritorno sostenibile del mercato azionario cinese. ◆

Michael Altintzoglou è gestore di portafoglio presso  
Flossbach von Storch SE, a Colonia.

# O R O L'ULTIMO BASTIONE FUORI DAL CONTROLLO POLITICO

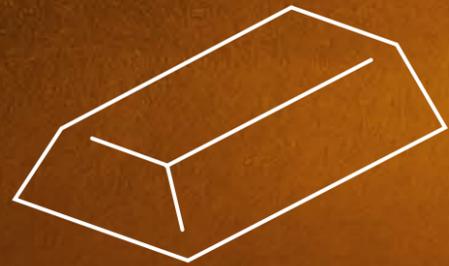
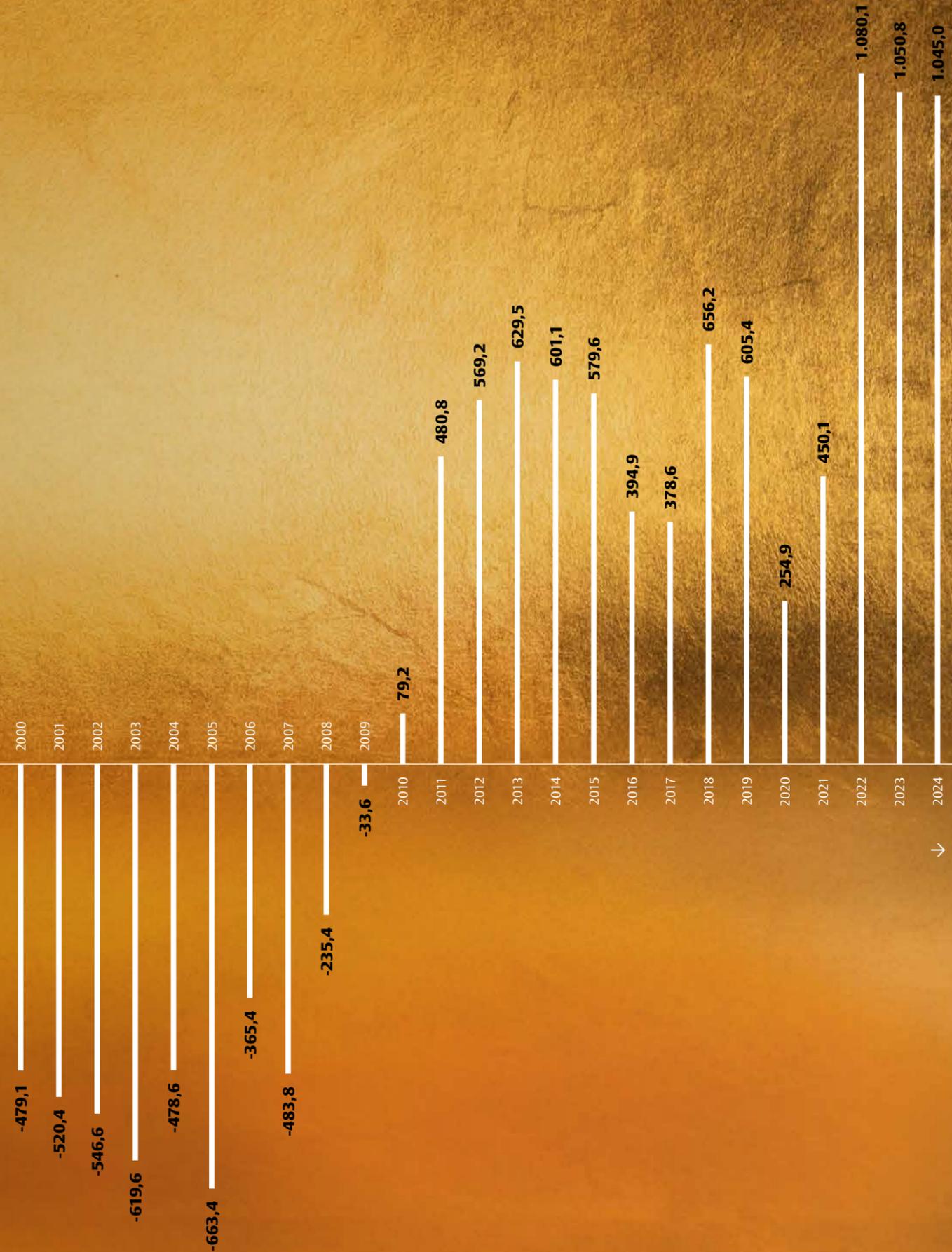


Grafico 1  
**La valuta apolitica di ultima istanza**  
Acquisti netti di oro da parte delle banche centrali in tonnellate l'anno

**I risultati storici non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri.**  
Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025



L'incessante ascesa del prezzo dell'oro, che ha superato i 3.000 dollari per oncia, riflette le crescenti incertezze a livello globale. Quando le banche centrali e gli investitori internazionali vogliono mettere al sicuro le proprie riserve valutarie dall'ingerenza – o meglio dalle manipolazioni – del governo statunitense, restano con un'unica vera opzione praticabile: l'oro. L'oro infatti non può essere confiscato né tassato sulle transazioni, un'ipotesi che è stata recentemente discussa persino per i titoli di Stato americani, nel cosiddetto "Mar-a-Lago Accord".

Nel 2024, per il terzo anno consecutivo, gli acquisti netti di oro da parte delle banche centrali hanno superato le 1.000 tonnellate (si veda Grafico 1). Tra i maggiori acquirenti figurano le

banche centrali di Cina, India, Polonia e Turchia.

Negli ultimi tempi, però, a spingere al rialzo il prezzo dell'oro non sono state solo le banche centrali: per la prima volta dopo anni, anche gli investitori finanziari sono tornati a interessarsi al metallo prezioso, soprattutto attraverso gli ETF. Nel primo trimestre del 2025, le riserve globali di oro detenute in ETF sono aumentate di circa 200 tonnellate, raggiungendo di recente quota 2.800 tonnellate. Il trend discendente degli ultimi anni sembra quindi essersi interrotto (si veda Grafico 2).

L'aumento più recente nella domanda di ETF potrebbe essere parzialmente attribuito anche a un effetto di recupero. Chi ha venduto oro negli ultimi anni si è tro-

vato penalizzato dal continuo rialzo dei prezzi. Le speranze di acquistare a corsi più bassi sono state costantemente deluse. Nel frattempo, la situazione geopolitica si è fatta sempre più instabile.

Anche in questo caso, il nuovo presidente degli Stati Uniti gioca un ruolo centrale. Per Trump, la Cina rimane il principale rivale strategico. L'amicizia con Vladimir Putin ha un obiettivo chiaro: isolare l'unica potenza capace di sfidare gli Stati Uniti. Questo è un ulteriore incentivo per la Cina a preferire l'oro ai titoli di Stato americani per la gestione delle proprie riserve valutarie. In definitiva, quindi, la corsa dell'oro, più che un trionfo, è il riflesso di un mondo in tensione: anche chi lo possiede ne osserva il prezzo salire con una certa inquietudine. ♦

Anche chi lo possiede ne osserva il prezzo salire con una certa inquietudine.

Grafico 2  
**La domanda di investimenti si è stabilizzata**  
 Riserve globali di oro tramite ETF: gli investitori finanziari stanno tornando  
**I risultati storici non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri.**  
 Fonte: Bloomberg, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025



# I NUMERI NON MENTONO

## ...O SÌ?

Julian Marx

---

“Fake news” o notizie false – un termine reso popolare durante il primo mandato del presidente statunitense Donald Trump.

Ma il fenomeno è tutt’altro che nuovo. E persino le statistiche possono offrire un’immagine distorta della realtà.

→

Già il secondo giorno del suo primo mandato, Donald Trump, allora 45° presidente degli Stati Uniti, dichiarò i media come nemici, accusandoli di diffondere “fake news” su di lui. Il termine divenne presto un’espressione comune. Le “fake news” nascono da titoli sensazionalistici, immagini manipolate e affermazioni fuorvianti che, pur suonando credibili, danno un’impressione falsa. E lo stesso Trump può essere considerato un maestro in questo campo: secondo una statistica del Washington Post, durante il suo primo mandato ha diffuso oltre 30.573 affermazioni false o fuorvianti. Anche da presidente, ha continuato a usare il suo account Twitter privato per comunicare la sua politica – fino alla sua sospensione dopo l’assalto al Campidoglio nel gennaio 2021, nonostante i suoi 88 milioni di follower.

#### L’ADDIO AL FACT-CHECKING

All’inizio del suo secondo mandato come 47° presidente, i controlli dei fatti nelle principali piattaforme sociali, da lui osteggiati, sono stati aboliti. Ma come possiamo difenderci dalle fake news? Proprio il moderno panorama mediatico offre agli utenti enormi possibilità per farsi un’opinione personale – supportati anche dalle potenzialità dell’intelligenza artificiale. Chiunque effettui ricerche online è a pochi clic di distanza dal potersi informare in modo approfondito su quasi qualsiasi argomento. E in effetti, le ricerche mostrano che su Internet non si cercano più soltanto, come un tempo, notizie sulla squadra del cuore, la prossima vacanza o una nuova ricetta. Anche temi come la previdenza per la vecchiaia o l’attualità politica e internazionale stanno guadagnando sempre più interesse. Le possibilità di reperire informazioni ci sono – e non sono mai state così rapide e illimitatamente accessibili come oggi.

#### LA TRAPPOLA INCONSCIA

Come è noto, ogni medaglia ha due facce. Ottenere informazioni è una cosa, comprenderle correttamente e contestua-

lizzarle è un’altra. Mentre alcuni media di qualità richiedono che affermazioni importanti siano supportate da più fonti, o addirittura che ogni singolo fatto sia corredato da riferimenti precisi, la disponibilità di informazioni su Internet è spesso priva di qualsiasi filtro di sicurezza. Inoltre, l’inconscio rende le persone particolarmente ricettive alle cosiddette “fake news”. Titoli sensazionalistici attirano di norma più attenzione rispetto a testi basati sulla conoscenza. Una circostanza analizzata da uno studio del rinomato Massachusetts Institute of Technology (MIT) nel 2018. Gli autori hanno esaminato circa 126.000 catene di notizie su Twitter, pubblicate tra il 2006 e il 2017 da circa tre milioni di utenti, per un totale di oltre 4,5 milioni di tweet. Uno dei risultati: su questa piattaforma, le informazioni veritiere impiegano circa sei volte più tempo rispetto a quelle false per raggiungere una diffusione pari a 1.500 persone.

Secondo gli autori dello studio, un possibile approccio esplicativo si trova nella teoria dell’informazione. Questa sostiene che le informazioni nuove contribuiscano a decisioni produttive e favoriscano lo scambio di conoscenze, poiché aggiornano la nostra comprensione del mondo. Per questo motivo, le informazioni percepite come rivoluzionarie vengono considerate particolarmente preziose e attirano l’attenzione. Anche gli aspetti sociali giocano un ruolo nella ricezione delle informazioni: le novità possono comunicare uno status sociale, come essere “ben informati” o avere accesso a “informazioni privilegiate”. Ciò rende le persone particolarmente sensibili a notizie appariscenti o clamorose – indipendentemente dal fatto che siano vere o false. Distinguere tra verità e menzogna, dunque, non riesce sempre in modo intuitivo. È utile mantenere un atteggiamento critico di base, che non prenda tutto per oro colato – soprattutto di fronte a notizie apparentemente sensazionali. Tuttavia, a volte anche informazioni che inizialmente sembrano inattaccabili possono rivelarsi false: i numeri, quelli che chiamiamo “dati oggettivi”!

#### UNA CITAZIONE FAMOSA ...

Un signore anziano, appassionato di sigari e di frasi incisive, premio Nobel per la Letteratura nel 1953 e, durante la Seconda guerra mondiale, motore della resistenza britannica contro Adolf Hitler: l’ex primo ministro britannico Sir Winston Churchill. A lui si attribuisce la frase: “Non credo a nessuna statistica che non abbia falsificato personalmente.” Per decenni questa citazione gli è stata attribuita. È diventata un modo di dire, entrando in numerosi discorsi e scritti. Tuttavia, fino ad oggi, non esiste alcuna prova che Churchill abbia mai pronunciato queste parole. Anzi, tutto indica il contrario.

Werner Barke, un ex funzionario dell’Ufficio statistico del Land Baden-Württemberg, ha studiato a lungo l’origine di questa citazione. Secondo lui, “non c’è nulla che ne confermi l’autenticità e tutto invece che la smentisca.” Nel Regno Unito, infatti, questa citazione è completamente sconosciuta. Né l’Ufficio nazionale di statistica né il popolare quotidiano britannico The Times ne hanno mai sentito parlare. È quindi semplicemente una frase inventata?

Non proprio. Churchill, durante la Seconda guerra mondiale, espresse chiaramente forti dubbi sulle statistiche di successo militare diffuse da Hitler. Allo stesso tempo, i media del Reich tedesco – su ordine del ministro della propaganda Joseph Goebbels – cercavano di presentare Churchill come un bugiardo, ricorrendo essi stessi spesso a dati manipolati.

Probabilmente, nel tempo, si è fatta confusione tra l’immagine di Churchill come “bugiardo”, propagata dai nazisti, e i suoi dubbi sulle statistiche tedesche, fino ad attribuirgli questa frase che, con ogni probabilità, non ha mai pronunciato.

Contrariamente a quanto suggerisce la citazione, Churchill era infatti un grande sostenitore della corretta statistica

“Mi fido solo delle statistiche che ho manipolato io stesso.”

ufficiale. La pubblica amministrazione tedesca: troppi o pochi impiegati? Non a caso, in Germania il lavoro della statistica ufficiale si basa sui principi di neutralità, obiettività e indipendenza tecnica. Tuttavia, anche con dati corretti, esiste sempre il rischio di interpretazioni errate, come mostra il seguente esempio.

La necessità di ridurre la burocrazia è stata un tema importante anche nella recente campagna elettorale. E quando si parla di uffici pubblici tedeschi, quasi tutti sembrano avere qualcosa da dire. Da anni circolano infiniti esempi che illustrano come la burocrazia sia lenta e inefficiente: i tempi di attesa per i permessi di costruzione sono troppo lunghi, le autorizzazioni lavorative per i lavoratori stranieri arrivano con anni di ritardo e a costi elevati, e i moduli diventano sempre più complessi e incomprensibili.

In breve: la pubblica amministrazione è spesso percepita come troppo lenta e macchinosa. Eppure, dal 2008 a oggi, il numero di dipendenti pubblici è passato da 4,5 a 5,3 milioni (vedi Grafico 1). Come si concilia questo con le critiche? Per chi vuole sottolineare l'inefficienza del settore pubblico, questi numeri sembrano un'ottima occasione: "800.000 posti di lavoro creati in 15 anni e i problemi sono aumentati." Ma attenzione! Un'altra statistica racconta una storia diversa.

**O FORSE CE NE SONO TROPPO POCCHI?**

Secondo dati dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), si potrebbe addirittura pensare che il settore pubblico in Germania sia sotto-dimensionato. Nel 2021, la quota dei lavoratori pubblici rispetto all'occupazione totale in Germania era dell'11%, un dato relativamente basso rispetto agli standard internazionali. La media OCSE era quasi del 19%. La Germania è quindi sullo stesso livello della Svizzera, spesso citata come modello per la sua capacità innovativa e al primo posto da anni nel Global Innovation Index

(vedi Grafico 2). Com'è dunque davvero la situazione della pubblica amministrazione? Abbiamo assunto troppi "bradi-pi"? Le statistiche sopra riportate lo mostrano chiaramente: un puzzle è composto da molti pezzi. Di conseguenza, un'analisi di valore non può limitarsi a considerarne solo alcuni.

**UNO SGUARDO DIETRO LE QUINTE**

Un primo passo per avere una visione d'insieme più accurata sarebbe analizzare più da vicino in quali settori la crescita dell'occupazione è stata particolarmente marcata in questo periodo. Un aumento particolarmente significativo si è registrato nel personale degli asili nido. Tra il 2008 e il 2023, il numero di educatrici ed educatori è più che raddoppiato, raggiungendo 278.900 persone. Questo dato spiega da solo quasi un quinto dell'aumento totale dell'occupazione nel settore pubblico.

Un elemento che potrebbe rasserenare gli animi, dato che questo incremento appare ben motivato. Da un lato, il fabbisogno di assistenza all'infanzia è aumentato sensibilmente: non solo il numero di bambini accolti negli asili nido è passato da circa 3,3 milioni nel 2014 a oltre 3,9 milioni nel 2024, ma anche il numero di ore di assistenza per bambino è cresciuto. Nel 2014, circa il 42% dei bambini era assistito per "più di 35 ore a settimana"; di recente la quota è salita al 46%. Il valore dei servizi per l'infanzia va inoltre oltre l'aspetto sociale, rappresentando il primo ambiente di socializzazione secondaria. Da un punto di vista economico, la rete di asili nido costituisce un pilastro fondamentale: l'espansione dei servizi ha contribuito in modo significativo all'aumento del tasso di occupazione femminile, passato dal 58% nel 2000 al 74% nel 2023.

Oltre al personale degli asili, anche il numero dei dipendenti nelle università è aumentato tra il 2008 e il 2023: circa + 189.000, per un totale di quasi 622.000 lavoratori, con →

Grafico 1  
**Troppi dipendenti pubblici?**  
Crescita dell'occupazione pubblica dal 2008 (+17%)

Numero di lavoratori del settore pubblico (in milioni)

Fonte: Destatis, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

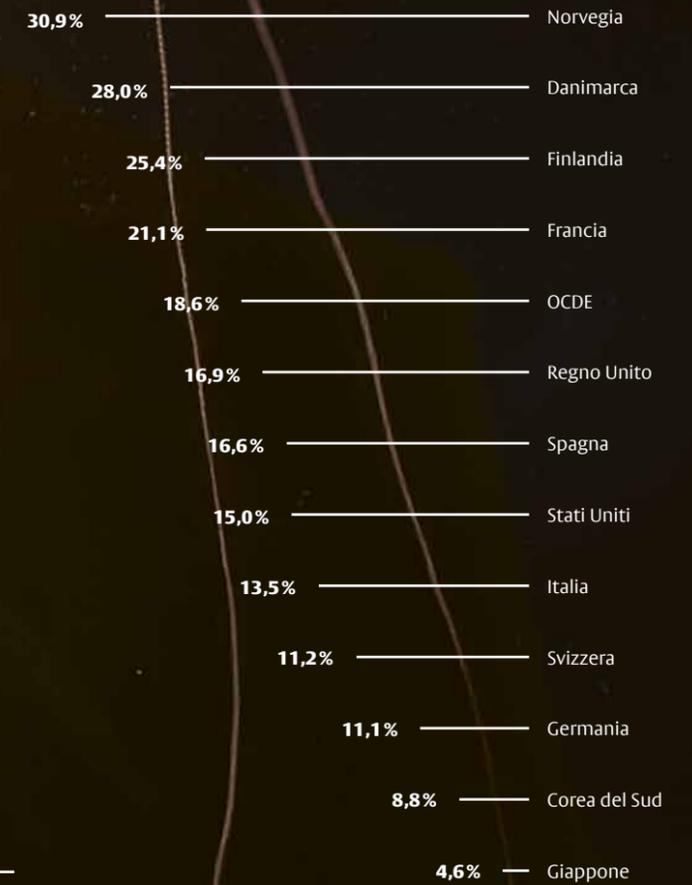


Grafico 2  
**Troppo pochi funzionari?**  
Dipendenti pubblici in % sul totale occupati (2021)  
Numero di dipendenti nel settore pubblico in rapporto all'occupazione totale (in percentuale)

Fonte: OCDE, Flossbach von Storch, dati al 30 aprile 2025

un incremento del 44%. Parallelamente, anche il numero di studenti è cresciuto del 42%. Come nel caso degli asili, anche qui l'aumento del personale può essere giustificato dalle maggiori esigenze del sistema. Questi due esempi dimostrano che l'espansione della forza lavoro è avvenuta in modo mirato e in base al fabbisogno. Naturalmente, ciò non elimina tutti i punti critici legati alla burocrazia, che continuano a sollevare legittime preoccupazioni.

### IL NODO DELLA REGOLAMENTAZIONE

Tra i dirigenti d'impresa e gli economisti, è opinione poco controversa che in Germania e nell'Unione Europea esista un eccesso di regolamentazione. Ad esempio, il numero delle leggi e dei regolamenti federali in Germania è aumentato ulteriormente tra il 2014 e il 2024, passando da 4.391 a 4.646. Ancora più marcata è stata la crescita delle singole disposizioni contenute in tali norme, aumentate del 17%, fino a raggiungere quota 96.427. Va detto che la regolamentazione non è di per sé qualcosa di negativo. Al contrario, può anche essere interpretata come un segno di progresso. Un esempio emblematico è la tutela dell'ambiente, ambito nel quale, agli inizi degli anni '60, quasi non esisteva alcuna normativa. Nel 1961, l'allora futuro cancelliere federale Willy Brandt affermò: "Il cielo sopra la Ruhr deve tornare ad essere blu", portando così l'attenzione pubblica sul tema ambientale.

Da allora, la politica ambientale ha generato numerosi impulsi positivi. Ad esempio, la qualità dell'acqua nei laghi balneabili tedeschi si mantiene da oltre 20 anni su livelli costantemente elevati: nel 1992, meno del 30% dei laghi rispettava i valori limite previsti, mentre oggi oltre il 90% è classificato con una qualità "eccellente". Nel settore del traffico stradale, l'aumento degli standard di sicurezza e delle normative ha contribuito, nel tempo, a una forte riduzione delle vittime

della strada: se nel solo territorio della ex Germania Ovest si contavano nel 1970 19.193 morti, oggi il numero si è ridotto a meno di 3.000 in tutta la Germania.

Tuttavia, nonostante questi successi, la burocrazia non deve mai diventare un fine a sé stessa. La crescente ricchezza e l'evoluzione dei valori sociali hanno portato nel tempo gruppi di interesse sempre nuovi a chiedere ulteriori regolamentazioni: più protezione dei dati, più controlli sulle banche, più obblighi ESG per le imprese. Presi singolarmente, molti di questi provvedimenti sono ben fondati e rispondono a esigenze reali e comprensibili della popolazione. Tuttavia, il risultato complessivo è stato una giungla normativa che ha raggiunto tali proporzioni da generare interferenze e blocchi tra le varie norme. Questo rende necessarie leggi sempre più coordinate e complesse, nonché procedure amministrative più articolate – con un conseguente aumento del fabbisogno di personale in molti settori della pubblica amministrazione.

### LA TRAPPOLA DELLA DEMOCRAZIA REATTIVA

Nel campo delle scienze politiche si parla in questo contesto della cosiddetta "trappola della reattività democratica" (democratic responsiveness trap) – ossia di uno Stato benintenzionato che finisce per impigliarsi in una burocrazia sempre più fitta. Questo rallenta e complica processi fondamentali, come le decisioni sugli investimenti, e paralizza l'attività economica. Uno studio dell'ifo-Institut dello scorso anno ha stimato i costi della burocrazia – in termini di prodotto economico perso – in circa 146 miliardi di euro all'anno in Germania. I conflitti tra diversi interessi e normative non si manifestano solo tra ministeri differenti, come nel caso del bilanciamento tra protezione dei dati e cartella clinica personalizzata per una cura del paziente più efficiente. Possono insorgere anche conflitti di obiettivi all'interno dello stesso ministero.

Nella politica ambientale, questo è ben noto: la tutela della biodiversità si scontra spesso con la necessità di espandere le energie rinnovabili. L'esempio dell'occupazione nel settore pubblico mostra quanto possa essere difficile, anche con statistiche apparentemente semplici, evitare interpretazioni unilaterali. In molti ambiti, nel settore pubblico sono state adottate misure corrette e necessarie. Il forte aumento dell'occupazione nel campo dell'assistenza all'infanzia rappresenta, per molte famiglie, una condizione fondamentale affinché entrambi i genitori possano lavorare. D'altro canto, è indubbio che la pubblica amministrazione si trovi anche di fronte a sfide enormi. Deve riuscire a liberarsi dalla trappola della reattività democratica e trovare una via d'uscita.

### COMPRENDERE INVECE DI GIUDICARE

Il mondo, evidentemente, non è solo bianco o nero. In un contesto sempre più polarizzato, il confronto razionale e basato sui fatti assume un'importanza crescente. Numeri e statistiche rappresentano strumenti preziosi per orientarsi in un mondo sempre più complesso. Non mentono, ma richiedono un'interpretazione critica. Più che preoccuparsi di un uso scorretto dei dati, è quindi importante valorizzare il potenziale che offrono le buone statistiche. Se usate correttamente, contribuiscono all'efficienza e al progresso. Ad esempio, grazie ai tassi di natalità odierni, si può già stimare il fabbisogno di insegnanti nei prossimi dieci anni. È fondamentale saper sfruttare queste conoscenze. Il buon senso può aiutarci in questo compito – soprattutto, o forse proprio, nella giungla informativa dell'era digitale. ◆

Più che preoccuparsi di un uso scorretto dei dati, è quindi importante valorizzare il potenziale che offrono le buone statistiche. Se usate correttamente, contribuiscono all'efficienza e al progresso.

## Glossario

### Breve spiegazione dei termini tecnici

**Azione** – L'azione è un titolo il cui possessore diviene comproprietario della società per azioni che lo emette. Acquistando l'azione, l'azionista acquista una quota del capitale sociale dell'impresa.

**Classe di attivi** – I prodotti finanziari con caratteristiche simili possono essere raggruppati in diverse categorie. Le classi di attivi tradizionali comprendono la renta variabile, la renta fissa, gli immobili e i metalli preziosi.

**Diversificazione** – Ripartizione del patrimonio in diverse classi di attivi, singoli titoli, regioni, settori e aree monetarie allo scopo di ridurre i potenziali rischi individuali legati agli investimenti attraverso un'ampia diversificazione.

**Indice azionario** – Un indice azionario è un indicatore dell'andamento medio dei prezzi di un paniere di azioni di un Paese, di una regione o anche di settori specifici. Esso riflette il livello dei prezzi delle azioni selezionate.

**Indice MSCI World** – Indice azionario rappresentativo dell'andamento sulle Borse dei paesi industrializzati. È composto da circa 1600 azioni di 23 paesi.

**Indice Nikkei 225** – Il Nikkei 225 è l'indice di riferimento del mercato azionario giapponese. Traccia la performance delle 225 maggiori società quotate in borsa del Giappone. Il Nikkei 225 è un indice azionario ponderato per il prezzo.

**Inflazione** – Aumento generalizzato dei prezzi dei beni che si riflette in una perdita del potere d'acquisto della moneta.

**Liquidità** – La liquidità significa la "vicinanza al denaro" dalle attività, cioè il loro potenziale di generare afflusso di fondi a breve termine. C'è da distinguere tra liquidità di attività finanziarie e liquidità di mercato. Questo è il caso quando la differenza tra il prezzo di offerta e domanda è bassa e possono essere scambiati anche volumi maggiori senza influenzare sostanzialmente il prezzo di mercato.

**Obbligazione (Bond)** – Titolo con il quale l'emittente può assumere un prestito sul mercato dei capitali. Le obbligazioni sono chiamate anche "bond", possono essere espresse in diverse valute e avere scadenze e tassi d'interesse diversi.

**Portafoglio** – Le consistenze di titoli in un deposito.

**Prodotto interno lordo (PIL)** – Valore di tutti i beni e i servizi prodotti in un'economia nazionale in un periodo di tempo.

**S&P 500** – Indice azionario rappresentativo dell'andamento del mercato azionario statunitense nel complesso; è costituito dalle 500 maggiori società USA quotate in borsa.

#### AVVERTENZE LEGALI

##### Messaggio pubblicitario con finalità promozionale.

Eventuali commenti e analisi riportati nel presente documento riflettono le opinioni di Flossbach von Storch al momento della pubblicazione e possono variare in qualunque momento senza preavviso. I dati relativi a dichiarazioni riferite al futuro rispecchiano la prospettiva e le aspettative future di Flossbach von Storch. Tuttavia, i rendimenti attuali e i risultati potrebbero differire sensibilmente dalle previsioni. Sebbene il presente documento sia stato redatto con la massima cura e attenzione, Flossbach von Storch non offre alcuna garanzia in merito ai suoi contenuti e la relativa completezza e declina ogni responsabilità per eventuali perdite che dovessero derivare dal suo utilizzo. Il valore di ogni investimento può diminuire o aumentare e l'investitore può subire una perdita totale dell'importo investito.

Il presente documento non costituisce, né deve essere interpretato come, offerta o raccomandazione alla sottoscrizione o alla vendita di strumenti finanziari. Le informazioni ivi contenute non rappresentano una consulenza di investimento né una raccomandazione di altra natura.

In particolare, tali informazioni non sostituiscono una consulenza qualificata orientata all'investitore o al prodotto. Le dichiarazioni riferite a questioni fiscali o legali non sostituiscono la consulenza professionale ad opera di assistenti legali o tributari.

Il presente documento non è destinato a persone cui sia vietato l'accesso alle informazioni ivi contenute ai sensi della legislazione vigente a causa della rispettiva nazionalità, residenza o di qualsivoglia altra circostanza.

Tutti i diritti d'autore e ogni altro diritto, i titoli e le rivendicazioni (inclusi copyright, marchi, brevetti, diritti di proprietà intellettuale e altri diritti) inerenti e derivanti da tutte le informazioni del presente documento sono soggetti senza riserva alle disposizioni vigenti e ai diritti di proprietà del rispettivo proprietario registrato. L'utente non acquisisce alcun diritto ai relativi contenuti. Flossbach von Storch rimane titolare esclusivo del copyright sui contenuti pubblicati e redatti internamente dalla medesima. Non è consentito riprodurre o utilizzare tali contenuti, in toto o in parte, senza il consenso scritto di Flossbach von Storch.

##### I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

© 2025 Flossbach von Storch. Tutti i diritti riservati.

#### COLOPHON

*Editore:*  
Flossbach von Storch Invest S.A.  
2, rue Jean Monnet, 2180 Lussemburgo, Lussemburgo  
Telefono +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39  
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

*Consiglio di Amministrazione:*  
Christoph Adamy, Markus Müller, Christian Schlosser

*Partita IVA:* LU25691460  
*Registre de Commerce:* Lussemburgo No B 171513  
*Autorità di controllo competente:* Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), Lussemburgo  
283 Route d'Arlon, 1150 Lussemburgo, Lussemburgo

*Chiusura redazionale:* 30 aprile 2025

##### IT 112 0525 XXXX IT

La riproduzione del presente documento, come pure la pubblica divulgazione – in particolare tramite inclusione in siti Web esterni – e la duplicazione su supporti dati di qualunque tipo sono soggette al preventivo consenso scritto di Flossbach von Storch.

*Redazione:*  
Michael Altintzoglou, Lars Conrad,  
Dr. Bert Flossbach, Jens Hagen, Dörte Jochims,  
Thomas Lehr, Shenwei Li, Julian Marx, Christian Panster,  
Dr. Tobias Schafföner, Prof. Dr. Gunther Schnabl,  
Kurt von Storch, Philipp Vorndran

*Design:* Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen,  
Franziska Fritz y Heller & C  
*Stampa:* TheissenKopp GmbH

#### FOTOGRAFIE

*Diritti d'autore:* © Carolin Euskirchen, Illustrazione (pagina del titolo); © Marc Comes, CHB-P (pag. 3); © John Lund, Getty Images (pag. 5 in alto); © Karoly Effenberger (pag. 5 al centro); © Aaron Lam, Getty Images (pag. 5 in basso); © Carolin Euskirchen, Illustrazione (pagg. 6–17); © Carl & Ann Purcell, Getty Images (pag. 18); © John Lund, Getty Images (pagg. 24–29); © Jinhe Li (pag. 30); © Karoly Effenberger (pagg. 32–38); © Helen King, Getty Images (pagg. 40–41); © Dirk Wüstenhagen Imagery, Getty Images (pagg. 42–43); © Oleq Slabinskiy, Getty Images (pagg. 45–46); © Javier Zayas, Getty Images (pagg. 48–53); © Katsumi Murouchi, Getty Images (pagg. 54–57); © Aaron Lam, Getty Images (pagg. 58–64); © Marc Comes, CHB-P (pag. 68, retro)

Contatto locale  
Flossbach von Storch Invest S.A.  
Succursale Italiana  
Via Gerolamo Morone, 8  
20121 Milano  
[www.flossbachvonstorch.it](http://www.flossbachvonstorch.it)



Flossbach von Storch