

POSITION

Temi e spunti di riflessione per gli investitori

QUEL CHE RESTA DEL DOLLARO

EURO

molto meglio in digitale

TITOLI TECNOLOGICI

ricevono molti favori in anticipo

ORO

rimane la moneta per eccellenza



Si dice che l'attacco sia la miglior difesa. Donald Trump sembra rinunciare raramente alla “modalità attacco”. Per il presidente degli Stati Uniti vige la legge del più forte – in patria, negli USA, tanto quanto nel resto del mondo. A farne le spese non sono solo i capi di governo degli altri paesi,ma anche, e non da ultimo, il presidente della banca centrale americana, la Federal Reserve, Jerome Powell.

Trump lo ha definito uno “stupido spendaccione”, colpevole di aver già fatto perdere agli Stati Uniti un sacco di soldi. Perché? Perché non ha tenuto sotto controllo i costi dei lavori di ristrutturazione della sede centrale della Fed – ma soprattutto perché si è rifiutato ostinatamente di abbassare i tassi d’interesse!

Attacchi di questo tipo contro il capo di un’istituzione indipendente non sono certo motivo d’orgoglio. Ma a Trump importa poco. Lui vuole tassi d’interesse più bass per riuscire a tenere sotto controllo il bilancio statale. E con le sue continue invettive contro la Fed, mina la fiducia degli investitori internazionali nell’affidabilità degli Stati Uniti – in particolare nel dollaro americano.



IN UNA PAROLA

Di recente i prezzi in borsa hanno continuato a salire. Nonostante la politica imprevedibile di Donald Trump. Nonostante i dazi. Nonostante le guerre in Ucraina e in Medio Oriente. Molti investitori si chiedono inevitabilmente come tutto questo possa stare in piedi. Una domanda più che legittima. E, probabilmente, la risposta è già nota.

Ultimamente il tema dell’intelligenza artificiale (IA) sta oscurando molte delle dinamiche che potrebbero invece pesare sui mercati finanziari. Gli investimenti dei grandi colossi tecnologici sono impressionanti, addirittura mastodontici – e le aspettative lo sono ancora di più. Se poi queste ambizioni saranno davvero soddisfatte nel lungo periodo, è qualcosa che, con onestà, oggi è difficile prevedere. Noi restiamo scettici.

Perché una cosa la storia ce l’ha insegnata: quando sui mercati è già stato scontato il meglio, spesso basta poco per far cambiare idea agli investitori. E l’euforia, ormai, sembra essersi spenta ...

Cosa significa tutto questo dal punto di vista dell’investitore? Che forse, oggi, non è una cattiva idea guardare anche oltre il settore tecnologico. Verso modelli di business meno appariscenti rispetto ai presunti vincitori dell’IA. Modelli che, sul lungo periodo, offrono prospettive di rendimento più stabili – e quindi meglio valutabili – rispetto ai cosiddetti “highflyer”, le cui quotazioni hanno recentemente sofferto. Pensiamo, ad esempio, a qualche produttore di beni di consumo. Insomma: a quelle che vengono definite “azioni noiose”.

E non è affatto un giudizio negativo. Un investimento di lungo termine dovrebbe essere, per quanto possibile, proprio così: “noioso”.

Detto questo, vi auguriamo comunque una buona lettura.

Kurt von Storch
Fondatore e Amministratore di Flossbach von Storch SE.



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

Contattaci per richiedere la tua copia gratuita.



In formato PDF da scaricare o in abbonamento gratuito:
www.flossbachvonstorch.it/position



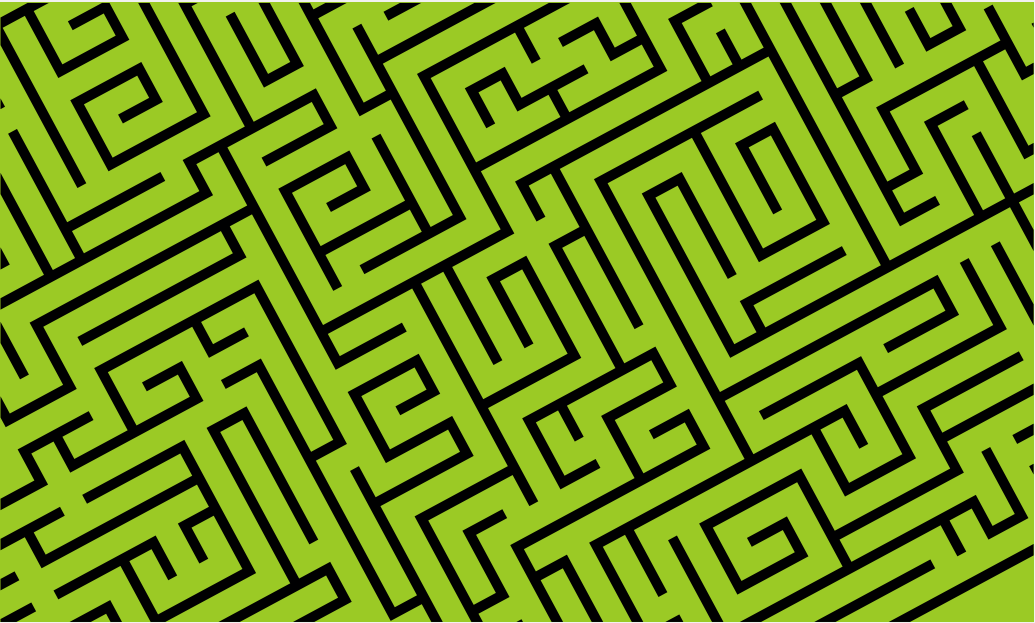
Flossbach von Storch
POSITION
3/2025

VISIONE GLOBALE D'INVESTIMENTO

Tariffe
6 **Sempre più ostacoli**

STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Titolo
14 **Quel che resta del dollaro**
22 **Di che pasta è fatta la Fed?**
28 **L'euro come valuta di riserva internazionale**
IA
36 **La domanda cruciale**
Intervista
40 **“Preoccupazioni sì clima di crisi no”**
Oro
44 **Le casseforti si riempiono**
50 Glossario



Tariffe
Sempre più ostacoli
Il commercio mondiale è tutt'altro che libero. E la colpa non è solo di Trump.
6



Oro
Le casseforti si riempiono
Le grandi banche centrali stanno acquistando oro: lo fanno su larga scala e probabilmente continueranno a farlo.
44

OSTACOLI SEMPRE PIÙ

di Agnieszka Gehringer



La politica dei dazi di Donald Trump fa discutere. Ma uno studio dimostra che il mondo è immerso da tempo nel pantano del protezionismo.

Ogni economista di stampo tradizionale apprezza il libero scambio internazionale. Fin dai tempi di Adam Smith, sono ben noti i vantaggi della divisione del lavoro, e da David Ricardo in poi quelli della specializzazione nel commercio globale. Quando il libero scambio viene limitato da misure protezionistiche, si perdono i benefici che la cooperazione economica tra paesi può generare. Non stupisce quindi che la politica commerciale del presidente americano Donald Trump venga condannata all'unisono dagli economisti di stampo tradizionale.

Ma i loro moniti sembrano lasciare Trump del tutto indifferente. Durante la campagna elettorale disse: “Per me, la parola più bella del dizionario è dazio – è la mia preferita”. E appena eletto, ad aprile, ha presentato un elenco surreale di dazi “reciproci”, con tariffe che arrivavano fino al 50%. Fortunatamente, quella tabella dei dazi si è rivelata per ora più uno spettacolo retorico che una vera minaccia. Più che essere applicata alla lettera, è servita come punto di partenza per nuove trattative.

I dazi effettivi sono stati in media inferiori a quelli “reciproci”, ma comunque superiori a quelli precedenti. Nonostante questo parziale dietrofront da parte di Trump, resta aperta una questione fondamentale di come reagiranno i partner commerciali degli Stati Uniti, in particolare l'Unione Europea. Dal punto di vista degli economisti, rinunciare a contromisure potrebbe addirittura aumentare il benessere degli europei. Questo insegnano la teoria economica e l'esperienza storica.

Ma allora perché il libero scambio crea benessere, mentre il protezionismo ha effetti negativi?

PROMUOVERE LA PROSPERITÀ CON IL LIBERO SCAMBIO

David Ricardo pubblicò la sua opera magna nel 1817. Nel suo celebre esempio a favore del libero commercio, l'Inghilterra si specializza nella produzione di tessuti, mentre il Portogallo si concentra sulla produzione di vino. Poiché ciascun paese si dedica a ciò che sa fare meglio, la produzione complessiva di entrambi i beni aumenta. Il risultato è che gli inglesi possono consumare più vino importato, e i portoghesi più tessuti importati, rispetto a uno scenario senza libero scambio.

Se però il Portogallo introducesse dei dazi sull'importazione di tessuti, la domanda interna per i tessuti inglesi diminuirebbe. L'Inghilterra ne risentirebbe in termini di minori entrate e quindi potrebbe acquistare meno vino portoghese. In entrambi i paesi, il livello di prosperità scenderebbe. Se poi l'Inghilterra reagisse imponendo a sua volta dazi sul vino portoghese, anche il consumo inglese di vino calerebbe ulteriormente, e i portoghesi comprerebbero ancor meno tessuti inglesi. Il danno economico si aggraverebbe.

Per uscire da questa spirale negativa, i produttori inglesi di tessuti potrebbero decidere di abbassare i prezzi delle esportazioni, neutralizzando così gli effetti dei dazi: il volume degli scambi resterebbe stabile. In questo scenario, il Portogallo incasserebbe le entrate doganali e sembrerebbe vincente nel breve periodo. Tuttavia, se il calo dei prezzi inglesi fosse accompagnato da un aumento della produttività, il vantaggio andrebbe invece all'Inghilterra: i tessuti diventerebbero più economici anche per i consumatori interni, aumentando domanda e produzione. Le maggiori entrate fiscali derivanti da questa crescita potrebbero

persino superare i proventi doganali raccolti dal Portogallo. A rimetterci sarebbero i consumatori portoghesi, costretti a pagare di più per i tessuti.

Il consiglio di David Ricardo, quindi, sarebbe piuttosto chiaro: niente contromisure tariffarie, anche quando gli altri impongono dazi.

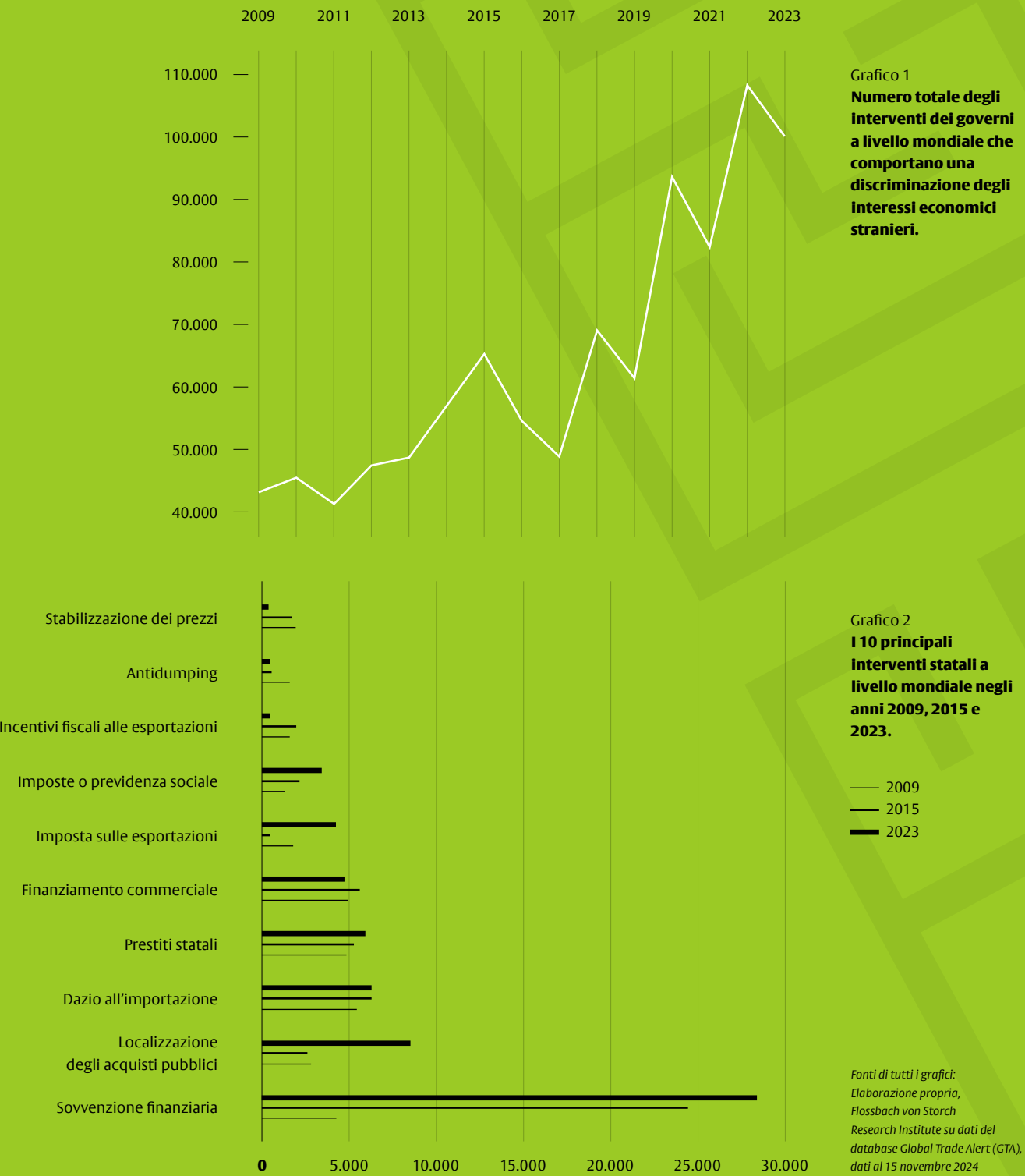
LEZIONI DAL PASSATO

Anche la storia insegna quanto dei dazi troppo elevati possano danneggiare un'economia. Nel giugno del 1930, negli Stati Uniti si decise di aumentare i dazi all'importazione del 20%. All'epoca, ben 1.000 economisti firmarono una lettera indirizzata al presidente in carica, Herbert Hoover, chiedendogli di porre il veto alla legge, che nel frattempo era stata approvata in seconda lettura alla Camera dei Rappresentanti. Un'iniziativa davvero senza precedenti!

Questo forte appello non nasceva solo da convinzioni teoriche. Già dal settembre 1922, negli Stati Uniti era in vigore la legge tariffaria Fordney-McCumber, che prevedeva dazi medi del 38,5% su alcuni prodotti. Le principali economie europee avevano risposto con contromisure, imponendo dazi su beni come le automobili, colpendo duramente alcune industrie statunitensi. Con la nuova legge del 1930 – lo Smoot-Hawley Tariff Act – si introdussero ulteriori dazi del 20% su ben 20.000 prodotti.

Dopo la firma del provvedimento, si verificarono puntualmente le conseguenze che gli economisti avevano previsto: scoppiarono misure di ritorsione, il commercio mondiale crollò, i consumatori interni soffrirono l'aumento dei prezzi e la recessione si aggravò. Quella crisi sfociò nella Grande Depressione.





Anche la storia, dunque, mette in guardia sul fatto che dazi più elevati possano compromettere il benessere generale.

**IL PROTEZIONISMO
È IN VOGA DA TEMPO**

Così come negli Stati Uniti una politica commerciale estera fortemente restrittiva aveva già preso piede a partire dal 1922, anche la nuova ondata di protezionismo era già ben avviata quando Donald Trump, in quello che lui stesso ha ribattezzato “Giorno della liberazione” lo scorso aprile, ha esibito la sua tabella dei dazi.

I dati raccolti da Global Trade Alert (GTA) – un database internazionale che documenta in dettaglio le diverse forme di intervento statale con impatto sulle relazioni economiche tra Paesi – mostrano chiaramente: la nuova ondata protezionistica è iniziata subito dopo la grande crisi finanziaria. Tuttavia, le prime misure volte a danneggiare i concorrenti commerciali hanno subito un’accelerazione più marcata solo di recente, a partire dalla prima presidenza di Donald Trump, negli anni 2017-2021 (si veda Grafico 1).

Ciò che è cambiato nel tempo non è solo la frequenza, ma anche la natura del protezionismo, ovvero le forme concrete adottate. Sebbene Trump continui a preferire apertamente l’uso dei dazi, sia gli Stati Uniti che altri attori globali si orientano sempre più spesso verso forme alternative di intervento pubblico che puntano a svantaggiare le imprese straniere. Accanto agli strumenti classici come dazi e contingenti, si è sviluppato nel corso dei decenni un nuovo protezionismo, fatto di una lunga serie di barriere al che comprende un’ampia

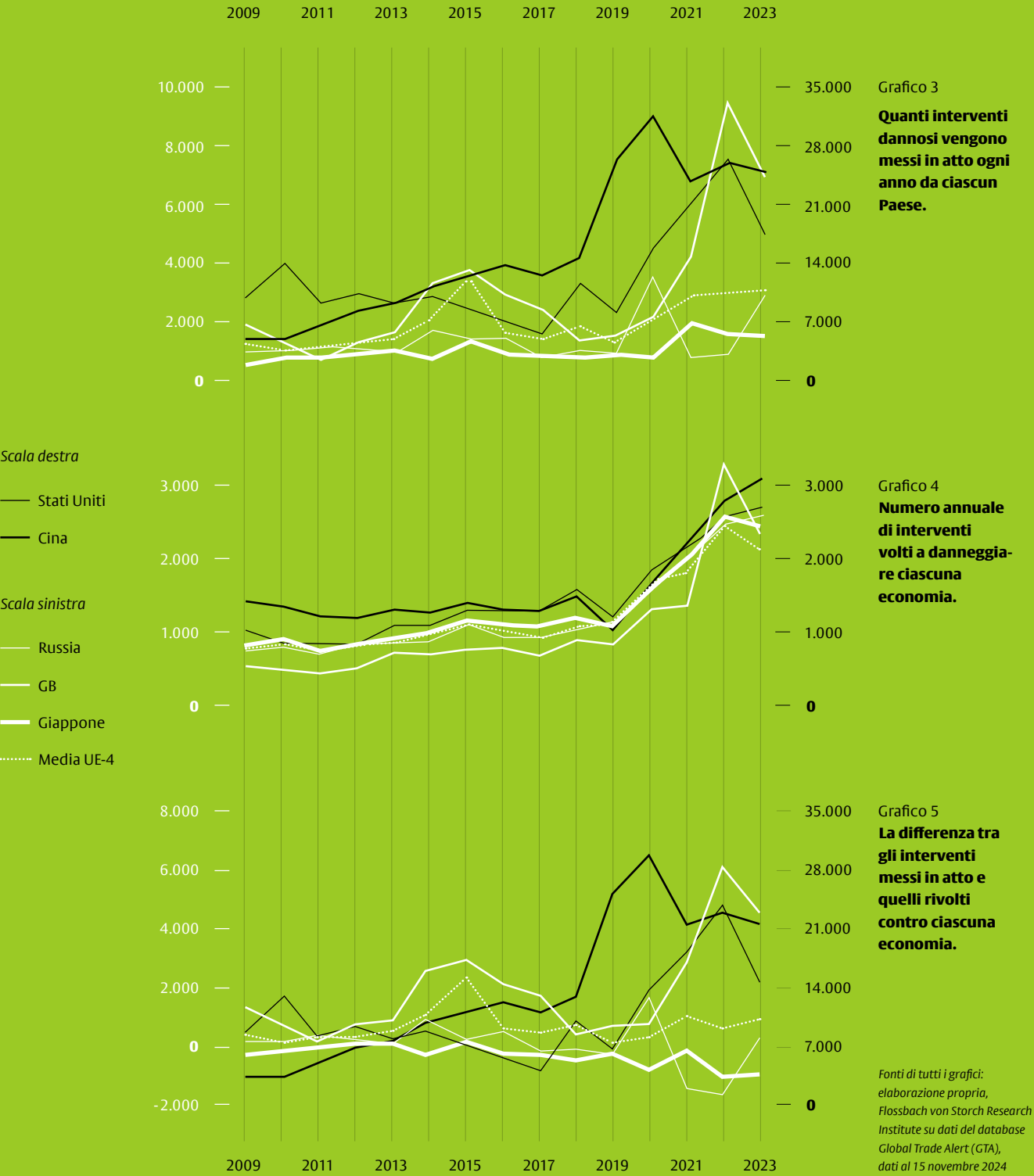
gamma di ostacoli alle transazioni internazionali libere. Si tratta di ostacoli meno visibili, più discrezionali e, soprattutto, più facili da giustificare e implementare politicamente.

La banca dati della GTA identifica ben 57 varianti di misure protezionistiche, suddivise in nove categorie. Queste vanno da atti legislativi nazionali fino a condizioni contrattuali imposte dai singoli enti pubblici. Ogni voce della banca dati indica se l’intervento ha un impatto negativo o positivo sul commercio, quale strumento politico è stato utilizzato, quali settori sono interessati e quali paesi ne sono potenzialmente colpiti.

Sulla base dei dati GTA, emerge che la maggior parte degli interventi statali dal 2009 ha avuto effetti discriminatori. Nel 2009, tra le misure più comuni figuravano: dazi all’importazione, sostegno finanziario al commercio e prestiti statali. Sebbene continuino a figurare ai primi posti nella lista delle misure d’intervento preferite, i sussidi finanziari e gli appalti pubblici hanno guadagnato notevolmente in popolarità fino alla fine del 2023 (si veda Grafico 2).

È importante sottolineare che la banca dati della GTA probabilmente sottostima gli interventi statali, soprattutto nei casi in cui il protezionismo è incorporato in normative, sovvenzioni o politiche fiscali che non rientrano esplicitamente nelle politiche commerciali. Questo sembra essere, ad esempio, il caso delle normative ambientali, frequentemente adottate nell’Unione Europea, oppure degli incentivi fiscali legati a requisiti di contenuto locale, come quelli previsti dall’Inflation Reduction Act negli Stati Uniti – tutte misure più difficili da classificare come interventi commerciali.





**IN CIMA AL PROTEZIONISMO:
GLI STATI UNITI**

Nonostante tutto, alla fine del 2023 gli Stati Uniti e la Cina erano, secondo i dati di Global Trade Alert (GTA), in cima alla lista mondiale nell'attuazione di misure protezionistiche. In particolare, la guerra commerciale scatenata dalla prima amministrazione Trump contro la Cina ha portato a un netto inasprimento delle misure di politica commerciale dannose adottate da entrambi i Paesi, molto più marcato rispetto al resto del mondo. Con lo scoppio della guerra in Ucraina, anche la Russia si è fatta più aggressiva nell'introdurre misure volte a danneggiare i propri partner commerciali. Anche i quattro principali paesi dell'Unione Europea – Germania, Francia, Italia e Spagna (indicati come media EU-4) – intensificato le misure discriminatorie, anche se il livello raggiunto è rimasto (ancora) significativamente inferiore rispetto a quello di Stati Uniti e Cina (si veda Grafico 3).

Guardando al numero di interventi dannosi subiti dalle diverse economie, i grandi player globali si collocano su livelli simili. Tuttavia, secondo i criteri del GTA, sia loro che la media UE-4, hanno messo in atto un numero di misure sensibilmente inferiore (si veda Grafico 4).

Infine, il confronto tra le misure dannose adottate da un paese e quelle introdotte da terzi e che colpiscono quell'economia mostra, per Stati Uniti, Cina e Russia, un saldo positivo: hanno quindi imposto più misure protezionistiche di quante ne abbiano subite. Anche per i quattro paesi UE il bilancio è positivo: anche qui le misure imposte superano quelle subite. Diversa invece la situazione per il Regno Unito, dove il saldo è diventato negativo dopo la Brexit. Anche il Giappone ha registrato quasi sempre un saldo negativo (si veda Grafico 5).

INSOMMA, COSA SI PUÒ FARE?

Il rischio che questa ondata di protezionismo si trasformi in un gioco a perdere per tutti è alto, e cresce con l'intensificarsi delle misure dannose adottate dai governi in tutto il mondo. Con l'arrivo di Donald Trump alla Casa Bianca, una nuova ondata di dazi americani si è abbattuta sui partner commerciali degli Stati Uniti.

L'esperienza storica mostra però che gli effetti negativi del protezionismo vanno ben oltre i dazi: le misure non tariffarie stanno acquisendo sempre più importanza, e includono un'ampia gamma di interventi dannosi. Tali misure tendono a deviare risorse verso industrie nazionali meno produttive.

In ogni caso, tutte le parti coinvolte devono aspettarsi perdite economiche, che molto probabilmente non saranno distribuite in modo equo. Il principio resta invariato: il libero scambio genera benessere, gli ostacoli al commercio lo riducono. Un principio economico consolidato da secoli, che continua a valere tutt'oggi. Ecco perché non è consigliabile rispondere ai dazi di un partner con altri dazi. Rinunciare a contromisure evita una spirale discendente del benessere economico, e allo stesso tempo fornisce incentivi alle imprese nazionali per aumentare la produttività.

Applicato all'attuale conflitto commerciale tra Stati Uniti e Unione Europea, questo significa che gli Stati Uniti perderanno in ogni caso a causa delle barriere commerciali. L'UE, invece, subirà un danno economico solo se risponderà con contromisure. ♦

Prof. Dr. Agnieszka Gehringer lavora per il Flossbach von Storch Research Institute.



Quel che resta del dollaro



La valuta statunitense ha perso valore rispetto ad altre monete come non accadeva da decenni. Ancora una volta viene messo in discussione il privilegio monetario degli americani – e forse non a torto?

di Bert Flossbach

Più volte si è scritto della fine della dominanza del dollaro; l'argomento occupa ormai numerose pagine di libri (anche specialistici). Di recente, pare che questo “genere” stia riscuotendo un rinnovato interesse. Almeno così ci ha raccontato un editore che conosciamo – aneddoti, certo.

Fatto sta che nelle ultime settimane e mesi il dollaro statunitense ha conquistato sempre più spesso le prime pagine dei giornali economici. Il motivo: dopo una lunga fase di forza, la valuta americana è finita sotto pressione come non si vedeva da tempo. Gli investitori dell'Eurozona che hanno puntato su azioni o obbligazioni statunitensi ne hanno ricavato un'esperienza dolorosa.

L'indice del dollaro – che misura l'andamento del dollaro rispetto a un paniere di sei valute – ha perso circa

l'11 % nel primo semestre dell'anno (si veda [Grafico 1](#)). È stato il calo più marcato registrato in un primo semestre dal 1973.

La crescente sfiducia verso la valuta di riferimento mondiale si deve soprattutto alla politica poco rassicurante del presidente degli Stati Uniti – dalla sua gestione del bilancio (“Big Beautiful Bill”), al conseguente aumento del debito pubblico, fino agli attacchi sempre più frequenti e aggressivi alla banca centrale americana, la Federal Reserve (Fed), e al suo presidente Jerome Powell.

**QUANDO SUONANO
SIRENE D'ALLARME**

La Fed è un'istituzione indipendente. La sua politica monetaria dovrebbe essere “apolitica” – almeno in teoria. Il suo mandato è limitato a due obietti-

vi: la stabilità dei prezzi e la prosperità economica degli Stati Uniti. Quando però un presidente – come sta facendo Donald Trump – cerca di piegare la banca centrale ai propri scopi politici, nei mercati finanziari iniziano a suonare le sirene d'allarme.

A colpire non è solo la frequenza degli attacchi, ma soprattutto la loro durezza: Trump non risparmia critiche al presidente della Fed, Jerome Powell – un repubblicano da lui stesso nominato.

Lo ha definito, davanti alle telecamere, “la persona più stupida e distruttiva”. Oppure lo ha soprannominato “Signor sempre in ritardo”, perché Powell continua a resistere alle richieste presidenziali di tagliare in modo rapido e deciso i tassi d'interesse. Non sorprende quindi che Trump spinga con insistenza per un ricambio all'interno del potente consiglio della Fed.

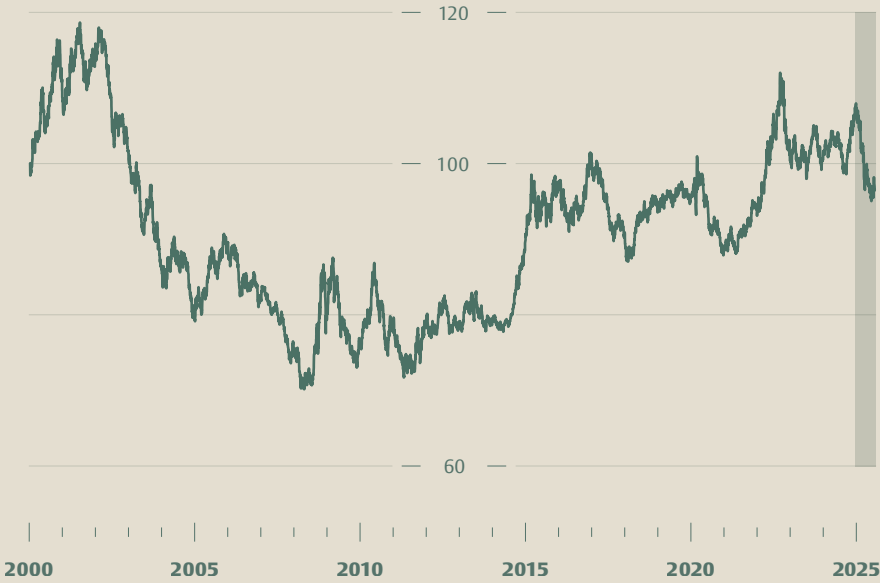


Grafico 1

**La valuta di riferimento mondiale
diventa una questione politica**

Indice del dollaro: andamento del valore del dollaro USA rispetto a un paniere di 6 valute (indicizzato al 1° gennaio 2000 = 100)

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

Fonte: Bloomberg, Flossbach von Storch,
dati al 15 agosto 2025

POLTRONE PER I FEDELISSIMI

L'obiettivo di Trump è chiaro: assegnare il maggior numero possibile di incarichi a persone a lui fedeli, favorevoli a una politica monetaria espansiva. Ma non è così semplice. La nomina del presidente della Fed, da sola, non basta. Le decisioni sui tassi d'interesse vengono prese da dodici membri con diritto di voto, e Trump può sostituirne al massimo due entro la fine del suo mandato. Se avesse mano completamente libera in materia, è probabile che il dollaro sarebbe sceso ancora più drasticamente di quanto non abbia già fatto.

Ma, conoscendo Trump, questo non lo scoraggia dal cercare comunque di esercitare la massima influenza possibile sulla politica monetaria americana. A questo scopo serve anche la discussione pubblica sul possibile successore di Powell – con l'eventualità di una nomina anticipata già entro quest'anno. Un tempismo insolitamente precoce, ma carico di significato.

Così si rischierebbe di avere una sorta di presidente ombra, in grado di orientare le aspettative dei mercati sulla politica monetaria futura molto prima del passaggio ufficiale delle consegne, riducendo l'attuale governatore della banca centrale a una semplice “anatra zoppa”.

**ALLA FINE,
CONTA QUALCOS'ALTRO ...**

Trump, se potesse, si prenderebbe volentieri il posto alla guida della Fed. ➔

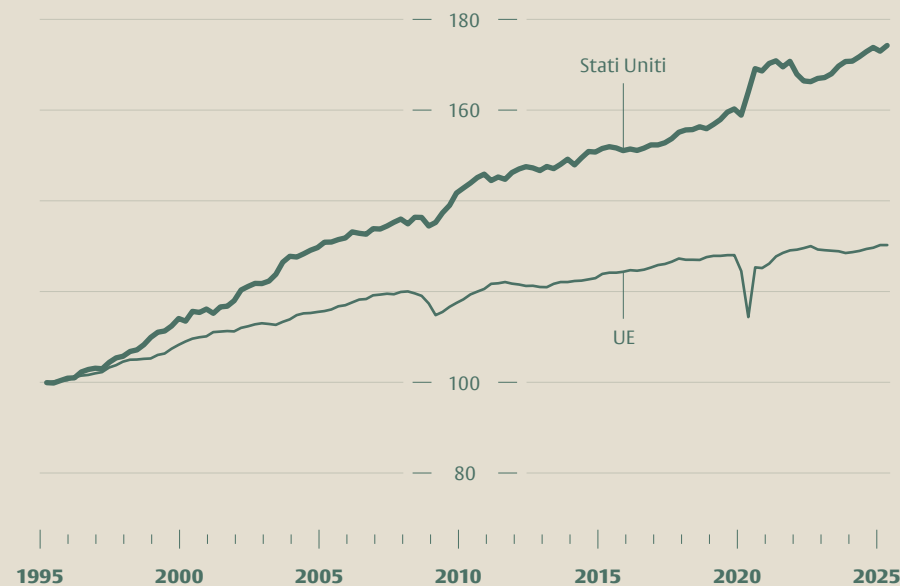


Grafico 2
Gli americani sono più produttivi
 Output per lavoratore
 (indicizzata al 100 = 1995)

Fonte: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics,
 Flossbach von Storch,
 dati al 15 agosto 2025

Poiché questo gli è precluso, farà di tutto per aumentare passo dopo passo la propria influenza sulla banca centrale statunitense. Ma questo non aiuta certo a rafforzare la fiducia nel dollaro.

Alla fine, però, è la prosperità economica di un paese a determinare il valore della sua moneta. E sotto questo aspetto, gli Stati Uniti hanno ancora molto da offrire. L'economia cresce in modo robusto, il mercato del lavoro resta sorprendentemente stabile. Gli americani rappresentano solo il 4% della popolazione mondiale, ma producono oltre un quarto del PIL globale e circa un terzo degli utili aziendali mondiali. Secondo le stime della Commissione europea, le aziende statunitensi rappresentano il 42% della spesa globale in ricerca e sviluppo. Per quanto riguarda lo sviluppo software, la quota sale addirittura al 70%.

Questo è uno dei principali motivi dell'elevata produttività degli Stati Uniti, aumentata negli ultimi vent'anni molto più che in Europa (si veda Grafico 2). Dopo la crisi finanziaria del 2008, la crescita della produttività ha subito un'ulteriore accelerazione. Alla base ci sono investimenti massicci e un forte impulso innovativo nel settore high-tech. I grandi colossi tecnologici hanno conquistato una posizione di dominio a livello globale, e questo si riflette anche nel loro valore di mercato, cresciuto in modo impressionante. Alla fine del 2008, la capitalizzazione complessiva delle aziende incluse nello S&P 500 era di appena 8.000 miliardi di dollari. Di recente erano oltre 50 bilioni e quindi più di 6 volte tanto.

MANCANO ALTERNATIVE

Già negli anni Trenta dell'Ottocento, Alexis de Tocqueville descriveva gli Stati Uniti, nel suo celebre "Democracy in America", come un paese unico: fondato sulla democrazia, sull'individualismo e sull'uguaglianza delle opportunità; una nazione che, grazie a una combinazione particolare di libertà, religione e progresso economico, si distingueva nettamente dalle società europee.

Da decenni il dollaro è richiesto in tutto il mondo come riserva di valore. Il commercio delle principali materie prime si svolge in gran parte in valuta statunitense. E nessun'altra economia possiede un mercato dei capitali così ampio e profondo come quello americano.

Per questo, anche stavolta, parlare della "fine del dollaro" è prematuro.

Per questo, anche stavolta,
 parlare della "fine del dollaro" è prematuro.
 Soprattutto perché – semplicemente –
 mancano delle vere alternative.

Soprattutto perché – semplicemente – mancano delle vere alternative. L'euro? Inadeguato per concezione. Il franco svizzero o la corona norvegese? Valute solide, ma troppo poco liquide. Il renminbi cinese? Manca la certezza del diritto per gli investitori internazionali. Il mondo ha e continuerà ad avere bisogno del dollaro.

Eppure, se l'economia statunitense dovesse indebolirsi e l'inflazione restare al di sopra del target del 2%, un presidente della Fed allineato a Trump potrebbe trascurare la stabilità dei prezzi per mettersi al servizio del governo. Se ciò accadesse, la fase di debolezza del dollaro sarebbe destinata a proseguire.

In prospettiva: il ruolo del dollaro come valuta di riserva globale non è in pericolo. Ma la sua importanza potrebbe diminuire. Gli investitori – noi compresi – potrebbero giungere

alla conclusione che, in futuro, a differenza del passato, basterà una quota ampiamente inferiore di dollari da mantenere in un portafoglio globale ben diversificato.

Già da tempo paesi come la Cina stanno cercando di gestire le loro riserve valutarie in modo meno dipendente dal dollaro – sebbene per ragioni più geostrategiche che finanziarie. Un segnale evidente è stato, tra l'altro, il forte aumento del prezzo dell'oro negli ultimi anni.



Il Dr. Bert Flossbach è fondatore e proprietario di Flossbach von Storch SE.





→ **Con il piede
sul freno
della crescita**

Che l'aumento dei dazi non favorisca la crescita economica è storicamente dimostrato. Un esempio emblematico è la legge doganale Smoot-Hawley del 1930: sulla homepage del Senato americano viene definita come uno degli atti legislativi più disastrosi nella storia del Congresso.

All'epoca, l'obiettivo era aiutare gli agricoltori in difficoltà. Alla fine, i dazi medi aumentarono di circa 20 punti percentuali. I principali partner commerciali degli Stati Uniti reagirono con dazi di ritorsione aggressivi e restrizioni all'importazione di merci americane. Le esportazioni USA verso i paesi che adottarono contromisure calarono fino al 33%. Particolarmente grave fu il fatto che la flessione colpì proprio i prodotti d'esportazione americani di maggior valore – come automobili e prodotti agricoli – ossia quelli che la legge avrebbe dovuto tutelare.

Un deficit commerciale statunitense nelle merci è ormai una costante da decenni (si veda Grafico 3). E dazi più elevati non cambiano molto questa realtà. Al contrario, gli Stati Uniti registrano un ampio surplus nella bilancia dei servizi, trainato in larga parte dai grandi gruppi tecnologici nazionali. Ed è proprio su questo punto che i partner commerciali degli USA – in particolare l'Unione Europea – potrebbero rispondere con la stessa logica di Trump: imponendo dazi sui servizi statunitensi. Tuttavia, una mossa simile verrebbe sicuramente interpretata da Trump come una provocazione e potrebbe spingerlo ad adottare nuove contromisure.

Quanto l'escalation dei dazi influenzerà realmente la crescita economica degli Stati Uniti e dell'economia globale è difficile da prevedere. Anche perché nessuno sa ancora con certezza quali dazi, su quali prodotti e da quali paesi verranno effettivamente applicati. Inoltre, resta da vedere se gli accordi recentemente siglati da Trump avranno davvero un effetto duraturo. Una cosa però è quasi certa: Trump continuerà a usare il suo strumento preferito – i dazi – ogni volta che lo riterrà opportuno o conveniente. ♦

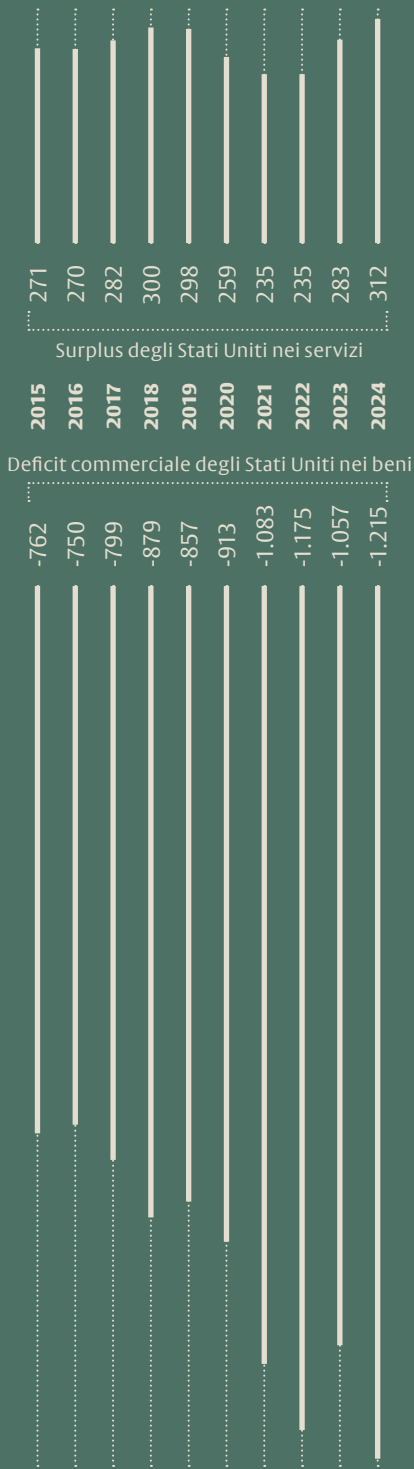


Grafico 3
Squilibri storici
Deficit commerciale degli
Stati Uniti e surplus nei servizi

Fonte: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, dati al 15 agosto 2025

Di che pasta è fatta la Fed?

Negli ultimi mesi si sono ripresentate più volte le preoccupazioni sull'indipendenza della banca centrale americana. Con ragione? Uno sguardo alla resilienza della banca centrale più potente del mondo.

di Julian Marx



Karoline Leavitt, portavoce del presidente americano Donald Trump, ha solo 28 anni, ma è ormai abituata a trattare con i media. Ogni settimana affronta le domande dei giornalisti nella sala stampa della Casa Bianca. Come portavoce del presidente, porta spesso con sé appunti da leggere davanti alle telecamere. Normalmente, però, quei fogli non attirano l'attenzione delle telecamere.

Ma il 30 giugno 2025 è stato diverso. Leavitt ha mostrato ben visibile un foglio alla stampa: sopra erano elencati i tassi d'interesse di riferimento di 44 aree valutarie, ordinati dal più basso al più alto – e accanto, alcune righe scritte a mano, con grafia piuttosto incerta, direttamente dal presidente degli Stati Uniti rivolte al governatore della Federal Reserve (Fed), Jerome Powell:

“Jerome, ci sei costato un patrimonio: devi tagliare i tassi in modo deciso!”,
si leggeva nella nota (liberamente tradotta).
Un messaggio inequivocabile.

Secondo Trump, gli Stati Uniti dovrebbero trovarsi in cima alla lista, con tassi d'interesse inferiori al 2%. A suo disappunto, però, gli USA figuravano in fondo all'elenco, con un tasso di riferimento del 4,5%. Una nuova scena surreale si aggiunge così al teatro della politica monetaria americana. Già nei mesi precedenti, Trump aveva tentato più volte di esercitare pressioni politiche sulla Fed, ma senza successo.

Il timore però resta: un'ingerenza politica potrebbe mettere in discussione l'indipendenza della banca centrale americana. E non sarebbe la prima volta, nella storia della Fed, che la politica monetaria si adatta alle esigenze di un presidente.

UN PASSATO SENZA GLORIA

È la storia di due uomini: uno temeva per la sua rielezione alla presidenza degli Stati Uniti, l'altro avrebbe dovuto aiutarlo a vincerla. Stiamo parlando di Richard Nixon, 37° presidente degli Stati Uniti (in carica dal 1969 al 1974), e di Arthur Burns, che Nixon riuscì a nominare come presidente della Federal Reserve nel 1969. Burns era considerato un esperto di cicli economici. Ma il motivo della sua nomina potrebbe essere stato anche un altro.

Nixon stimava Burns da precedenti incontri anche per la sua lealtà repubblicana. Nel marzo 1960, infatti, Burns – allora ancora un economista esterno – telefonò a Nixon, all'epoca vicepresidente, per avvertirlo che l'economia rischiava di rallenta-

re prima delle elezioni di novembre. Si dice che Burns avrebbe insistito con forza perché si facesse tutto il possibile per evitare tale scenario. Invano. Il candidato Nixon non riuscì a convincere il presidente uscente Eisenhower ad adottare una politica fiscale più espansiva. Alla fine, Nixon attribuì la sua sconfitta elettorale del 1960 al leggero aumento del tasso di disoccupazione negli Stati Uniti.

Una sconfitta che lo segnò profondamente – e che non voleva più rivivere. Undici anni dopo, quando era ormai lui stesso presidente, la disoccupazione salì dal 5% a circa il 6% nel corso del 1971. Nixon si mostrò fortemente preoccupato. E da quel momento, i tentativi di influenzare la politica monetaria americana divennero sempre più evidenti, come dimostrano alcune registrazioni audio dell'epoca.

Quando il presidente della Federal Reserve, Burns, fece visita al presidente degli Stati Uniti il 10 ottobre 1971 nello Studio Ovale, Nixon fu chiaro: “Non voglio sparire così presto dalla scena”, disse, alludendo con tutta probabilità al rischio di poter perdere le imminenti elezioni per la rielezione. Ne seguirono numerosi colloqui, nei quali Nixon insistette per una politica monetaria più espansiva. Burns avrebbe dovuto compiacerlo.

Nixon aveva puntato fin dall'inizio a minare l'indipendenza della banca centrale americana, proprio come aveva lasciato intendere già nell'ottobre 1969, poco dopo la nomina di Burns alla guida della Fed:

**“So che esiste il mito della Fed autonoma”, disse Nixon.
“Ma il mio rapporto con la Fed sarà diverso da quello con
Bill Martin (il presidente precedente). Lui interveniva sempre con
sei mesi di ritardo. Conto su di te, Arthur, per scongiurare
una recessione.”**

Il resto è storia. Nixon vinse le elezioni presidenziali del novembre 1972 con una vittoria schiacciante, ottenendo quasi il 61% dei voti espressi. Nel frattempo, negli anni '70, la politica monetaria statunitense si trovò ad affrontare la cosiddetta “Grande Inflazione”: tassi d'inflazione molto elevati, dovuti agli shock petroliferi e a una politica monetaria e fiscale eccessivamente espansiva.

Se però Burns adottò quella linea accomodante soprattutto per via delle pressioni politiche, oppure anche per convinzione personale, forse non sarà mai chiarito in modo definitivo. Ciò che resta è un retrogusto amaro. →

In definitiva,
non è affatto semplice
strumentalizzare
la Federal Reserve a fini
politici. Nemmeno
per un presidente
degli Stati Uniti.

PRESENTE CRITICO

Quanto più amaro potrà diventare questo retrogusto con Donald Trump presidente, resta ancora da vedere. A rendere la situazione potenzialmente esplosiva è il fatto che Trump potrà nominare un nuovo presidente della Fed, poiché il mandato quadriennale di Jerome Powell scadrà a maggio 2026. Il rischio è che Trump scelga un presidente della banca centrale la cui lealtà sia rivolta principalmente alla sua persona e al suo desiderio di tassi d'interesse bassi, più che al doppio mandato istituzionale della Fed.

È quindi probabile che il dibattito – anche polemico – sulla possibile strumentalizzazione del prossimo presidente della Fed prosegua ancora per un po'. Ma il vero banco di prova inizierà l'anno prossimo. Resta comunque aperta una domanda cruciale: fin dove potrebbe davvero spingersi l'influenza di un presidente della Fed “fuori rotta”?

IL TESTIMONE PASSA DI MANO

Ad ogni modo, le decisioni sui tassi d'interesse non vengono prese nel chiuso dell'ufficio del presidente della banca centrale. Al contrario, si tratta di decisioni prese a maggioranza da un comitato di dodici membri, il cosiddetto Federal Open Market Committee (FOMC). E la composizione di questo comitato non è controllabile da un singolo presidente degli Stati Uniti. Infatti, solo sette dei dodici membri con diritto di voto nel FOMC sono nominati dal presidente degli Stati Uniti. Questi sette membri costituiscono il “Board of Governors”, l'organo direttivo del Federal Reserve System, con sede a Washington, D.C.

Gli altri cinque membri del FOMC provengono invece dalle dodici Federal Reserve Bank regionali, che svolgono funzioni operative – come la vigilanza bancaria – nei rispettivi distretti, e che, insieme al Board of Governors, compongono il sistema della Fed. Il presidente della Federal Reserve Bank di New York ha un seggio permanente nel FOMC, mentre gli altri quattro posti vengono assegnati a rotazione ai presidenti delle altre undici banche regionali. E su queste nomine il presidente degli Stati Uniti non ha alcun potere diretto.

Anche per quanto riguarda i sette membri del Board of Governors nominabili dal presidente USA, il margine di manovra è piuttosto limitato. Questo perché un mandato completo nel Board dura ben 14 anni. Inoltre, le nomine al Board sono scaglionate: ogni due anni scade il mandato di un governatore. Ed è proprio questa struttura a scadenze sfalsate che garantisce una parte importante

dell'indipendenza politica della Fed. Un presidente, infatti, non può sfruttare i suoi quattro anni di mandato per rimpiazzare l'intero Board con membri allineati alla sua agenda politica. Durante il resto dell'attuale mandato di Trump, scadranno solo due mandati nel Board of Governors: quello di Adriana Kugler, nel gennaio 2026, che però si è già dimessa all'inizio di agosto liberando anticipatamente la propria carica, e quello dell'attuale presidente Jerome Powell, previsto per gennaio 2028. Questo sistema di mandati scaglionati assicura quindi stabilità e continuità all'interno del nel Board of Governors.

DI PASTA DURA

In definitiva, non è affatto semplice strumentalizzare la Federal Reserve a fini politici. Nemmeno per un presidente degli Stati Uniti. La prossima nomina di un nuovo presidente della banca centrale non deve necessariamente tradursi in una politica monetaria allineata ai voleri di Trump. Dopotutto, insieme al capo della Fed, ci sono altri undici membri con diritto di voto che non possono essere facilmente destituiti da Trump.

Certo, un presidente della Fed “fuori rotta” potrebbe comunque generare notevole instabilità all'interno della più potente banca centrale del mondo. Ma questo non dovrebbe mettere in discussione l'indipendenza dell'intera istituzione. Affinché sia davvero così, è però fondamentale una condizione: l'integrità delle persone coinvolte. I membri della Federal Reserve statunitense hanno solitamente alle spalle lunghe e brillanti carriere: sono figure solide, al culmine del loro percorso professionale.

Se Donald Trump dovesse davvero tentare di limitare ulteriormente la loro indipendenza, saranno loro a trovarsi in prima linea, a decidere del destino di un'istituzione con oltre cento anni di storia.

Non resta che sperare che i membri del FOMC siano fatti di “pasta dura, non di zucchero”, e che non vogliano passare alla storia come fece Arthur Burns. Se sarà così, allora il frastuono di Donald Trump non dovrebbe riuscire a scalfire l'indipendenza della Federal Reserve. ♦

Julian Marx è analista presso Flossbach von Storch SE.

L'EURO COME VALUTA DI RISERVA INTERNAZIONALE

Ancora alla fine dello scorso anno, giornalisti finanziari e analisti bancari esaltavano l'idea dell'“eccezionalismo americano”, nel tentativo di conferire maggiore legittimità alla straordinaria performance dei mercati azionari statunitensi. All'inizio di quest'anno, abbiamo fatto notare che il riferimento al termine coniato dall'aristocratico francese Alexis de Tocqueville è giustificato non tanto per l'andamento della Borsa, quanto per la dinamica dell'economia americana.

di Thomas Mayer

L'economia degli Stati Uniti da tempo colpisce per l'elevato tasso di crescita della produttività, soprattutto rispetto all'Europa e al Giappone. All'epoca scrivevamo: "Prima o poi, assisteremo a una correzione degli aumenti dei prezzi azionari degli ultimi anni. Trarne però la conclusione che l'eccezionalismo americano' sia finito, e ipotizzare un futuro simile a quello del Giappone dopo lo scoppio della 'bolla economica' dei primi anni '90, sarebbe sbagliato."

Dalla fase di debolezza del mercato azionario USA iniziata nei primi mesi del 2025, gli stessi osservatori che poco tempo prima ne celebravano la forza, oggi ne decretano il declino: la correzione dei mercati azionari, il calo delle obbligazioni e la debolezza del dollaro vengono letti come segnali della fine del dominio finanziario statunitense. È vero: nella storia si sono verificati spesso cambiamenti geopolitici, accompagnati da sconvolgimenti negli equilibri finanziari globali – dall'Impero Romano all'Impero Britannico. Tuttavia, è prematuro proclamare la fine del predominio del dollaro. Per quanto gli Stati Uniti mostrino oggi debolezze evidenti – rese particolarmente visibili sotto l'amministrazione di Donald Trump - non esiste al momento un'alternativa realistica al dollaro come valuta di riserva internazionale. La sterlina britannica non è che l'ombra di sé stessa rispetto al XIX secolo, lo yen giapponese è la moneta di una nazione in declino demografico, lo yuan cinese soffre della mancanza di garanzie giuridiche.

Un'alternativa spesso invocata è l'euro. Ma, nella sua forma attuale, resta una moneta incompiuta. La sua piena realizzazione sembra ostacolata dall'incapacità dei popoli europei di compiere l'unificazione politica

necessaria per creare una vera unione fiscale e bancaria. Tuttavia, un'unione politica diventa davvero necessaria per completare un'unione monetaria solo quando la valuta è pensata come moneta statale, cioè come denaro fiat basato sul credito. Nelle prossime righe intendo mostrare che l'euro potrebbe essere completato, a patto che venga ripensato nella sua struttura di base. Solo così potrà soddisfare i requisiti essenziali per diventare una vera valuta di riserva a livello internazionale.

COSA SERVE A UNA VALUTA DI RISERVA

Il concetto di valuta di riserva nasce nell'epoca dei tassi di cambio fissi. Quando un paese registrava un deficit nella bilancia dei pagamenti (sia quella commerciale che quella dei capitali), occorreavano riserve valutarie per finanziare tale disavanzo. In assenza di riserve sufficienti, c'era il rischio di una svalutazione della propria moneta – e, nei casi peggiori, anche il pericolo di insolvenza sovrana, soprattutto se il debito era denominato in valuta estera, se la svalutazione veniva rinviata troppo a lungo o se non riusciva a ristabilire rapidamente l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti. Con l'introduzione dei tassi di cambio flessibili (o "fluttuanti") dopo il collasso del sistema di Bretton Woods nei primi anni '70, sembrava che le riserve valutarie non fossero più necessarie. Ben presto, però, si comprese che i mercati valutari non sempre garantivano in modo ordinato il riequilibrio delle bilance dei pagamenti: talvolta sviluppavano dinamiche autonome, che i governi cercavano di contrastare attraverso interventi diretti. Per farlo, continuavano ad aver bisogno di una valuta di riserva.

Ma che cosa serve, in concreto, perché una valuta possa diventare una valuta di riserva? Deve possedere, a livello internazionale, le tre funzioni classiche che il denaro svolge a livello nazionale: (1) **essere accettata come mezzo di transazione globale**, (2) **fungere da riserva di valore** e (3) **servire come unità di conto**. Queste tre caratteristiche, solitamente elencate in modo separato, sono in realtà interconnesse: perché una valuta sia utilizzata come mezzo di scambio, deve già essere adottata come unità di conto e – per poter essere disponibile al momento della transazione – deve poter essere conservata. Allo stesso modo, l'uso come unità di conto presuppone che la valuta venga effettivamente impiegata nelle transazioni. E la funzione di riserva di valore è irrilevante se la valuta non è accettata né come mezzo di scambio né come unità di conto. D'altra parte, le funzioni di mezzo di scambio e di unità di conto non possono svilupparsi se manca la possibilità di conservare il valore.

Il dollaro statunitense fu la valuta di riserva nel sistema di cambio fisso di Bretton Woods, nato nel 1944. In quel sistema, il dollaro ricopriva il ruolo di moneta di riferimento (o ancoraggio), alla quale le altre valute erano agganciate. Grazie al peso economico degli Stati Uniti nel mondo occidentale del dopoguerra, il dollaro divenne l'erede naturale della sterlina britannica come valuta globale per le transazioni, come unità di conto internazionale e come riserva di valore.

Con la fine del sistema di Bretton Woods e la liberalizzazione dei mercati dei capitali, i mercati finanziari globali conobbero una forte espansione. Il dollaro acquisì ulteriore importanza come mezzo di transazione sui mercati finanziari internazionali, assumendo

il ruolo di veicolo globale di liquidità. Parallelamente, i titoli di Stato americani si affermarono come "bene rifugio" a livello mondiale. I loro rendimenti sono tuttora considerati punto di riferimento per la valutazione di tutti gli altri strumenti finanziari nel mondo.

COME L'EURO POTREBBE DIVENTARE UNA VALUTA DI RISERVA INTERNAZIONALE

Rispetto al dollaro statunitense, l'euro soffre principalmente di tre debolezze strutturali. Innanzitutto, possiede una qualità creditizia uniforme solo sotto forma di contante emesso dalla Banca Centrale Europea (BCE). La qualità dei depositi bancari creati attraverso il credito, invece, dipende dalla capacità finanziaria dello Stato che, in ultima istanza, ne garantisce la solvibilità. Questa garanzia risulta più solida in Germania - grazie a finanze pubbliche ancora relativamente sane - che in paesi come l'Italia o la Grecia, dove i rischi percepiti sono maggiori.

In secondo luogo, molte transazioni internazionali coinvolgono comunque il sistema del dollaro USA, poiché le banche americane svolgono un ruolo centrale come banche corrispondenti nella rete Swift per i pagamenti globali. Di conseguenza, anche i pagamenti in euro transfrontalieri risultano spesso difficili da eseguire senza il coinvolgimento di istituzioni statunitensi. Questa dinamica è emersa chiaramente quando alcuni paesi europei hanno tentato di aggirare le sanzioni americane imposte durante il primo mandato di Donald Trump contro il commercio con l'Iran. Fu allora creato un sistema di pagamento alternativo, indipendente dagli USA, chiamato INSTEX (Instrument in Support of Trade Exchanges). Tuttavia, la sua

Per poter essere considerata valuta di riserva, una moneta deve essere essere accettata come mezzo di transazione globale, fungere da riserva di valore e servire come unità di conto.



Il primo passo verso un euro digitale interamente costituito da moneta della banca centrale al 100% consisterebbe nella creazione di depositi bancari in euro completamente garantiti da moneta della BCE.



implementazione si è rivelata complessa e burocraticamente onerosa, ostacolandone l'operatività. Inoltre, molte imprese europee temevano ritorsioni e sanzioni da parte americana nel caso ne avessero fatto uso, e per questo lo evitarono. Nella pratica, quindi, INSTEX si è rivelato inefficace.

Terzo, all'interno della zona euro manca un asset sicuro su scala globale in cui "parcheggiare" la liquidità denominata in euro. A livello europeo, i titoli di Stato tedeschi (Bund) sono considerati un bene rifugio, ma il loro volume di mercato è limitato, sebbene superiore in sicurezza a quello – numericamente più vasto – dei titoli italiani. Tuttavia, per assolvere la funzione di bene rifugio globale, il mercato dei Bund è troppo piccolo: il suo valore complessivo rappresenta appena un undicesimo di quello del mercato dei Treasury statunitensi.

Le proposte per creare un asset europeo sicuro denominato in euro non mancano. Da tempo si discute dei cosiddetti "Eurobond", titoli emessi con garanzia congiunta degli Stati dell'area euro². Oppure si propone di rendere strutturale l'emissione di titoli dell'UE, come avvenuto (formalmente in via eccezionale) con il fondo NextGenerationEU. Tuttavia, la Germania e altri paesi fiscalmente solidi si oppongono a queste soluzioni, non volendo farsi carico del rischio di insolvenza degli Stati più indebitati.

Per aggirare questo ostacolo, l'economista statunitense Markus Brunnermeier e altri studiosi hanno proposto la creazione di titoli strutturati chiamati "ESBies".³ Ispirandosi al modello delle collateralized debt obligation, si tratterebbe di raggruppare obbligazioni sovrane dei paesi dell'Eurozona e di emet-

tere due tranches di titoli garantite da questo portafoglio comune: una tranche senior, con priorità nei rimborsi e quindi a basso rischio e una tranche junior, che funge da cuscinetto e comporta un rischio maggiore (offrendo di conseguenza anche un rendimento più elevato). Finora, però, neanche questo progetto è stato realizzato, a causa del timore da parte dei paesi più forti di dover comunque intervenire nel caso in cui le perdite superassero la capacità della tranche junior di assorbirle. Inoltre, la gestione tecnica di questi strumenti sarebbe complessa e potrebbe richiedere la creazione di una nuova autorità europea.

Tuttavia, l'introduzione dell'euro digitale apre una nuova possibilità per superare questi ostacoli. Un euro digitale potrebbe essere reso disponibile a tutti gli utenti come denaro della banca centrale trasferibile elettronicamente, le transazioni potrebbero essere eseguite senza dipendere dai sistemi di pagamento collegati agli USA e la Banca Centrale Europea potrebbe emettere direttamente un "asset sicuro" in euro.

L'EURO DIGITALE COME „MONETA DI PIENO DIRITTO“

In precedenti pubblicazioni ho già descritto in dettaglio la proposta di strutturare l'euro digitale come moneta piena⁴. Il primo passo verso un euro digitale interamente costituito da moneta della banca centrale al 100% consisterebbe nella creazione di depositi bancari in euro completamente garantiti da moneta della BCE. La moneta centrale necessaria a coprire tali depositi sarebbe a sua volta garantita da titoli di Stato, secondo il principio proposto nel celebre Chicago Plan del 16 marzo 1933. Tra il 2015 e il 2022, la

Banca Centrale Europea ha acquistato in larga scala titoli pubblici e privati per aumentare la massa monetaria e, così facendo, stimolare l'inflazione – almeno secondo la sua stessa dichiarazione d'intenti. Al contrario, il deposito sicuro qui proposto sostituirebbe i depositi esistenti senza aumentare la massa monetaria.

Infatti, se i titolari di depositi bancari trasferissero i propri fondi su questo nuovo tipo di deposito garantito, la somma complessiva dei depositi – e quindi la massa monetaria – resterebbe invariata⁵. Per creare la riserva necessaria alla garanzia, le banche potrebbero utilizzare le riserve in eccesso accumulate a seguito degli acquisti di titoli effettuati dalla BCE. In alternativa, potrebbero ottenere riserve aggiuntive vendendo titoli di Stato già presenti nei loro bilanci alla BCE; oppure, se non ne possiedono, acquistandoli sul mercato in cambio di altri attivi in loro possesso. Se necessario, la BCE potrebbe anche accettare altri crediti bancari (non titoli di Stato) in cambio di riserve, sostituendoli con titoli pubblici quando tali crediti giungono a scadenza. In questo modo si otterrebbe un deposito sicuro, e con esso un attivo bancario sicuro quanto il contante, senza la necessità di un sistema pubblico di garanzia dei depositi. Il secondo passo consisterebbe nel convertire questo deposito sicuro in euro digitale, trasferibile elettronicamente tramite tecnologia Distributed Ledger (DLT)⁶.

Qualsiasi futura espansione della massa monetaria avverrebbe esclusivamente tramite ulteriori acquisti di titoli di Stato da parte della BCE. Questi acquisti dovrebbero essere decisi in modo indipendente da pressioni politiche e con una prospettiva di lungo

termine. La crescita della massa monetaria dell'euro digitale potrebbe essere orientata, secondo il modello della "k-percent rule" di Milton Friedman, al tasso di crescita di lungo periodo del prodotto interno lordo reale dell'area euro (cioè al suo potenziale di crescita), come stimato da un'organizzazione internazionale specifica (ad esempio, l'OCSE). Eventuali variazioni del tasso di crescita potenziale superiori a 0,5 punti percentuali in un senso o nell'altro potrebbero portare a un adeguamento dell'algoritmo, attraverso una cosiddetta "hard fork", a condizione che i partecipanti alla rete, i cosiddetti "nodi", raggiungano un consenso sull'adattamento (si veda sotto). In tal modo, la moneta non sarebbe più uno strumento della politica economica discrezionale. Data la natura destabilizzante che la politica monetaria ha spesso avuto nel sistema basato sul credito fiat, questa evoluzione non dovrebbe essere considerata uno svantaggio.

Con l'introduzione dell'euro digitale come moneta piena, l'unione monetaria potrebbe dirsi completata anche senza unione fiscale e bancaria, poiché sia il contante che la moneta elettronica diventerebbero passività dirette della BCE, e quindi avrebbero una qualità creditizia uniforme in tutta la zona euro.

UN SISTEMA DI PAGAMENTO INDIPENDENTE DAGLI STATI UNITI

L'euro digitale verrebbe trasferito tramite una tecnologia Distributed Ledger (DLT) in modalità "peer-to-peer", consentendo così l'esecuzione di pagamenti nazionali e internazionali al di fuori del sistema tradizionale, che dipende dagli Stati Uniti, e garantendo verifica decentralizzata e privata delle

Con l'introduzione dell'euro digitale come moneta piena, l'unione monetaria potrebbe dirsi completata anche senza unione fiscale e bancaria.



L'euro potrebbe essere utilizzato come mezzo di scambio elettronico sia all'interno della zona euro che a livello globale.

→ transazioni. Per minimizzare i costi di transazione e massimizzare la velocità, i pagamenti potrebbero essere organizzati su una DLT “permissioned”, ossia con accesso riservato a soggetti autorizzati. A svolgere il ruolo di “nodi”, cioè di verificatori e validatori delle transazioni, potrebbero essere attori privati accreditati dalla BCE, come banche o società informatiche. In questo modo, l'euro potrebbe essere utilizzato come mezzo di scambio elettronico sia all'interno della zona euro che a livello globale.

UN'ATTIVITÀ SICURA EMESSA DALLA BCE

L'idea degli “ESBies” elaborata da Markus Brunnermeier e coautori non ha finora trovato ampio consenso, soprattutto a causa dei dubbi sulla capacità della tranche junior di fornire una protezione sufficiente in caso di default. Inoltre, è apparso difficile raggiungere un accordo tra tutte le istituzioni coinvolte in merito alla gestione di questo strumento strutturato, il che richiederebbe probabilmente la creazione di una nuova istituzione europea, approvata da tutti gli Stati membri. D'altra parte, attribuire alla BCE il compito di emettere un'attività sicura denominata in euro sarebbe probabilmente un'operazione più semplice dal punto di vista istituzionale.

Nel 2021, Dirk Meyer e Arne Hansen hanno analizzato in un articolo la prassi delle emissioni obbligazionarie da parte delle banche centrali. Secondo il loro studio, “le obbligazioni emesse da banche centrali sono storicamente uno strumento piuttosto diffuso”⁷. Su 57 banche centrali analizzate, il 41% le ha effettivamente utilizzate per vari motivi, nel 33% dei casi erano permesse ma non usate,

mentre il 26% non le prevedeva affatto. Dopo aver esaminato il quadro giuridico europeo, Meyer e Hansen concludono che “anche la BCE dispone già di questo strumento, ai sensi della propria direttiva (UE) 2015/510 sull'attuazione del quadro operativo di politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2014/60).” Le obbligazioni BCE sono liberamente negoziabili, ma la loro emissione è soggetta a requisiti stringenti, in particolare sulle controparti autorizzate. La scadenza è limitata a meno di 12 mesi, e la taglia minima è di 100.000 euro, il che restringe l'accesso ai soli investitori istituzionali (art. 39, par. 1). Tuttavia, la limitazione della durata non costituisce necessariamente un ostacolo all'uso di tali titoli come “attività sicura”, poiché la scadenza potrebbe essere estesa tramite contratti swap⁸.

Meyer e Hansen propongono l'emissione di obbligazioni BCE per riassorbire la liquidità creata con la politica del quantitative easing. In questo contesto, però, si tratterebbe di creare un'attività sicura europea. Se la BCE emettesse obbligazioni proprie, garantite da titoli di Stato detenuti nel proprio attivo, sorgerebbe il sospetto di finanziamento monetario dei governi. Tuttavia, se l'euro digitale fosse strutturato come “moneta piena”, con regole quantitative chiare per la sua emissione, si potrebbe separare l'emissione monetaria da quella obbligazionaria. In questo caso, lo scopo dell'emissione obbligazionaria sarebbe la creazione di un bene rifugio sicuro, e il volume emesso dipenderebbe unicamente dalla domanda di riserve valutarie in euro digitale. Né l'emissione delle obbligazioni, né quella del denaro digitale dovrebbero mai essere condizionate dai fabbisogni di finanziamento degli Stati membri dell'Eurozona.

CONCLUSIONE

Attualmente, l'euro non rappresenta un'alternativa al dollaro statunitense come valuta di riserva internazionale. Poiché non è possibile detenere euro in forma di investimento sicuro e in volumi sufficienti, il suo utilizzo come mezzo di transazione – e di conseguenza anche come unità di conto – risulta limitato. Si potrebbe ovviare a questo problema emettendo obbligazioni della BCE.

Concettualmente, tali titoli sarebbero simili agli ESBies (European Safe Bond). La “tranche junior” sarebbe coperta dal capitale proprio della BCE e non ci si dovrebbe preoccupare di un eventuale default della “tranche senior”, in quanto una banca centrale può operare anche con un patrimonio netto negativo. Tuttavia, la fiducia in una valuta e nelle obbligazioni emesse da un soggetto con patrimonio negativo sarebbe, in generale, piuttosto scarsa. Questo dovrebbe spingere la BCE a essere selettiva nella scelta delle obbligazioni degli Stati membri da utilizzare come collaterale per la moneta e per i titoli emessi. Invece di acquistare obbligazioni seguendo la regola della “chiave di capitale” – come avvenuto con la politica di quantitative easing – servirebbe una selezione basata sulla qualità creditizia. Questo fornirebbe anche agli Stati dell'Eurozona un incentivo a rafforzare la propria affidabilità finanziaria attraverso politiche di bilancio solide. ♦

Il professor Thomas Mayer è il direttore fondatore del Flossbach von Storch Research Institute.

- 1 Thomas Mayer, “Der amerikanische Exzeptionalismus” Flossbach von Storch Research Institute, MAKRO 09/01/2025, pag. 10.
- 2 Si veda, ad esempio, “Now is the time to reopen the Eurozone bond debate”, Financial Times, 27 maggio 2025.
- 3 Markus K. Brunnermeier, Sam Langfield, Marco Pagano, Ricardo Reis, Stijn Van Nieuwerburgh, Dimitri Vayanos, ESBies: Safety in the tranches. ESRB: Working Paper Series No. 2016/21.
- 4 Thomas Mayer, “The digital euro: An opportunity likely to be missed” Flossbach von Storch Research Institute, Macroeconomics 12.09.2023.
- 5 Per una descrizione dettagliata, si veda Mayer (2023).
- 6 In una tecnologia a “Distributed Ledger” (DLT), la verifica delle transazioni viene effettuata da diverse entità indipendenti tra loro. La più nota è la blockchain di Bitcoin, dove in linea di principio chiunque può qualificarsi per il ruolo di verificatore attraverso un meccanismo competitivo. Un'alternativa è rappresentata da una DLT “permissioned”, in cui è un'autorità centrale a selezionare i verificatori. A differenza della DLT, nel sistema “Central Ledger” tutte le verifiche sono effettuate da un'unica autorità centrale. Poiché nella DLT i verificatori operano in modo indipendente, questo approccio tende a godere di maggiore fiducia da parte degli utenti rispetto al modello centralizzato (CLT).
- 7 Dirk Meyer / Arne Hansen: *Inflationsabwehr durch EZB-Schuldverschreibungen?* Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 15/2021, pag. 19.
- 8 In uno swap di estensione della durata, due controparti si scambiano obbligazioni con scadenze diverse. Una parte riceve un titolo a più lunga scadenza in cambio di uno a breve termine. Per evitare che lo scambio comporti un peggioramento della qualità creditizia, il fabbisogno di obbligazioni a lunga scadenza potrebbe essere soddisfatto attraverso swap con titoli di Stato tedeschi di durata equivalente. Per rispondere a tale domanda, lo Stato tedesco potrebbe optare prevalentemente per l'emissione di obbligazioni a lungo termine.



Nonostante il caos doganale, le guerre in Ucraina e in Medio Oriente, le borse mondiali continuano a salire. Il motivo? Le aspettative riposte nell'intelligenza artificiale (IA) sembrano non avere limiti.

LA DOMANDA CRUCIALE

di Bert Flossbach

In prima linea nel boom degli investimenti nell'intelligenza artificiale ci sono quattro colossi americani: Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta. Solo quest'anno, investiranno oltre 300 miliardi di dollari in nuovi data center, per costruire la capacità di calcolo e archiviazione necessaria. Secondo le stime della Bank of America, entro il 2030 questi investimenti raggiungeranno a livello globale circa mille miliardi di dollari, di cui l'84% legato all'IA.

La domanda cruciale è: come possono essere monetizzati questi investimenti? E quanto delle aspettative future è già incluso nei prezzi delle azioni di oggi?

È nella natura delle cose che le nuove tecnologie ricevano un grande credito iniziale, soprattutto quando si tratta di innovazioni dirompenti come l'intelligenza artificiale. Quanto denaro si potrà realmente guadagnare, passa inizialmente in secondo piano. Dal punto di vista dell'azienda, la preoccupazione principale è che uno dei suoi concorrenti possa dominare il mercato.

QUAL È IL RISCHIO MAGGIORE?

I grandi colossi dell'IA possono permettersi il rischio di investire troppo. Anzi, devono farlo, per non rischiare di restare indietro nella corsa all'innovazione.

Per quanto sia certo il progresso dell'IA, il potenziale di guadagno associato è ancora indefinito. L'aspetto più tangibile è la crescita della domanda di archiviazione e potenza di calcolo nel cloud. Microsoft ha recentemente parlato di tassi di crescita del 175% nel suo business legato all'IA, il che equivarrebbe a un fatturato annualizzato di 13 miliardi di dollari. Sembra molto, ma rappresenta meno del 5% del fatturato complessivo dell'azienda. Nel caso di OpenAI (ChatGPT), il fatturato annualizzato si aggira intorno ai 10 miliardi di dollari. In entrambi i casi, è probabile che i costi superino ancora i ricavi.

Quanto possa essere oneroso questo modello di business lo mostra un recente annuncio aziendale: OpenAI prevede di ➔

affittare da Oracle, a partire dal 2028, una capacità aggiuntiva di data center pari a circa 4,5 gigawatt – l'equivalente della produzione di quattro reattori nucleari e del fabbisogno energetico di circa tre milioni di famiglie americane. Il costo stimato? Trenta miliardi di dollari all'anno.

Meno chiaro è invece quanto aumenteranno effettivamente i ricavi pubblicitari e da abbonamenti grazie all'IA. Meta afferma che l'intelligenza artificiale può migliorare l'efficacia pubblicitaria dei suoi clienti aziendali, ma non fornisce dati concreti su come questo incida sulle entrate. I ricavi da abbonamenti – ad esempio per le versioni premium di ChatGPT – provengono principalmente da clienti aziendali. La maggior parte degli utenti privati, invece, si accontenta delle versioni gratuite.

DIFFONDERE OTTIMISMO ...

Non è affatto certo che il potenziale di fatturato dell'intelligenza artificiale sia sufficiente a ripagare gli investimenti colossali in atto. Le aziende che investono ingenti somme nell'IA devono trasmettere ottimismo per giustificare le loro scelte agli occhi degli azionisti. Questo alimenta aspettative elevate, ma accresce anche il rischio di delusioni – soprattutto in un mondo digitale intrinsecamente soggetto a cambiamenti dirompenti.

Per questo, ha senso investire in aziende appartenenti a diverse categorie della catena del valore digitale. I grandi gruppi tecnologici come Microsoft, Amazon, Meta, Alphabet o Apple possono essere considerati dei veri e propri “fornitori digitali”. Offrono rendimenti relativamente stabili, poiché sono ormai profondamente integrati nella vita quotidiana della maggior parte delle persone e delle imprese.

Una seconda categoria è costituita dagli specialisti: aziende che dominano un settore specifico, operano in modo redditizio e godono di barriere d'ingresso elevate nei confronti della concorrenza, attuale o potenziale. Esempi noti sono le piattaforme di prenotazione come Booking, Airbnb o Uber, i servizi di streaming come Netflix o Spotify, le imprese di

cybersicurezza come Palo Alto o Fortinet, ma anche fornitori affermati di software aziendali come SAP o Salesforce, società di consulenza IT come Accenture o Infosys e operatori finanziari come Visa o Mastercard.

Infine, vi è una terza categoria: quella dei fornitori di infrastrutture, elementi essenziali della catena del valore digitale. Si tratta per lo più di produttori di hardware cruciali per l'infrastruttura dell'IA – chip, data center, alimentazione elettrica, ecc. – tra cui anche aziende industriali più tradizionali come Schneider Electric, Legrand o Amphenol, per le quali l'IA rappresenta spesso un'attività accessoria ma in forte espansione. Anche costruttori di macchine come ASML o Applied Materials, che forniscono i produttori di chip, rientrano in questa categoria.

Tuttavia, il fatto che un'azienda tragga beneficio dal boom dell'intelligenza artificiale non significa automaticamente che rappresenti un buon investimento. Ciò che conta è capire quanta “futura crescita” sia già inclusa nei prezzi attuali delle azioni e quale sia il reale rapporto tra opportunità e rischi.

L'ESEMPIO EMBLEMATICO: NVIDIA

Non c'è azienda su cui si discuta tanto del rapporto tra opportunità e rischi quanto Nvidia, che con una capitalizzazione di mercato superiore ai quattro trilioni di dollari è l'impresa di maggior valore al mondo (dati al 31 luglio 2025). A seconda dello scenario che si realizzerà, il valore in Borsa nei prossimi anni potrebbe raddoppiare oppure dimezzarsi. Per arrivare a un valore astronomico di otto mila miliardi di dollari, servirebbe però una buona dose di immaginazione: o tutti gli investimenti previsti nel settore IA da qui al 2030 dovrebbero confluire nei libri ordini di Nvidia, oppure i grandi clienti dovrebbero destinare quasi tutti i loro profitti all'acquisto di chip Nvidia. Entrambe le ipotesi appaiono poco realistiche.

Al contrario, basterebbe un rallentamento significativo del boom degli investimenti per innescare un dimezzamento della valutazione. Un raffreddamento dell'euforia sull'IA non

implicherebbe però la fine del trend. Tuttavia, i forti movimenti di prezzo che caratterizzano i titoli beneficiari del boom IA richiedono agli investitori nervi saldi e spesso molta pazienza, soprattutto alla luce di alcuni segnali d'allarme che fanno pensare a un surriscaldamento temporaneo del settore. Tra questi rientrano gli sconti sui servizi IA a pagamento, le valutazioni eccessive di aziende e talenti del settore, nonché i prezzi elevati nelle acquisizioni.

I VESTITI DELL'IMPERATORE

Quando si analizzano gli utili pubblicati dalle aziende tecnologiche, è necessario guardare più da vicino. Molte di queste, infatti, escludono dai risultati ufficiali interi blocchi di costi significativi. Nel settore è prassi comune pagare una parte rilevante della retribuzione sotto forma di compensi azionari (“stock-based compensation” o SBC), solitamente tramite opzioni su azioni. Sebbene il costo di queste opzioni venga incluso nel conto economico ufficiale, viene spesso escluso nelle versioni “rettificate” degli utili.

L'idea alla base è quella di eliminare gli effetti non monetari, al fine di migliorare la comparabilità dei risultati. In linea di principio è una logica sensata, e per questo analisti e investitori si concentrano soprattutto sugli utili rettificati. Tuttavia, i compensi azionari non sono costi una tantum: si ripresentano ogni trimestre. In alcune aziende, rappresentano oltre il 10% del fatturato o anche la metà dell'utile. In certi casi, superano addirittura l'intero utile netto, il che significa che queste aziende stanno in realtà perdendo denaro, pur dichiarando un utile (rettificato).

È qui che occorre prestare attenzione: le azioni di parecchie aziende sono molto più care di quanto non sembri guardando solo gli utili rettificati. Nelle fasi di forte crescita, queste criticità vengono spesso ignorate. Ma quando il clima di mercato cambia e gli investitori iniziano a guardare meglio, può emergere la realtà: l'Imperatore, in fondo, non ha alcun vestito addosso. ♦

Tuttavia, il fatto che un'azienda tragga beneficio dal boom dell'intelligenza artificiale non significa automaticamente che rappresenti un buon investimento. Ciò che conta è capire quanta “futura crescita” sia già inclusa nei prezzi attuali delle azioni.

Preoccupazioni **SÌ** clima di crisi **NO**

Il gestore di portafoglio Michael Illig racconta le impressioni del suo ultimo viaggio negli Stati Uniti e spiega perché le aziende americane di qualità restano fondamentali per il suo portafoglio, nonostante le turbolenze sui dazi.

Signor Illig, di recente è stato negli Stati Uniti, ha partecipato a una conferenza del settore tecnologico e ha visitato alcune aziende.

Com'era l'atmosfera?

Tra le aziende e gli investitori americani l'umore era cauto, ma per nulla negativo. Nonostante tutti i riferimenti alle accresciute incertezze legate ai continui cambiamenti politici, quasi tutti i rappresentanti aziendali con cui ho parlato hanno descritto la domanda attuale come per lo più solida.

Ha visitato aziende statunitensi anche lo scorso dicembre, subito dopo l'elezione di Donald Trump come presidente. Com'è cambiato il sentiment da allora?

A dicembre era emersa chiaramente, in molte conversazioni, la frustrazione per la politica economica dei Democratici degli anni precedenti, considerata da molti troppo interventista e sempre più ideologica. Dopo l'elezione di Trump, la sua imprevedibilità era un tema costante, ma sembrava accettabile, vista la speranza in una direzione più favorevole all'economia. Per questo motivo, a dicembre si respirava un ottimismo quasi euforico, come se fosse iniziata una nuova fase. Questa volta, invece, il tono è cambiato: le dichiarazioni sono state più sobrie, anche se non si può parlare di un clima di crisi. Penso che per descrivere il sentiment attuale calzi bene un vecchio slogan inglese: "Keep calm and carry on" – mantenere la calma e andare avanti.

All'inizio di aprile Trump ha annunciato forti dazi sulle importazioni negli Stati Uniti, anche se la loro applicazione è stata inizialmente rinviata. Come viene percepita questa politica commerciale imprevedibile dalle aziende americane?

I dazi sono stati uno dei principali motivi alla base della maggiore incertezza che molte aziende hanno sottolineato. Tutte chiedevano più stabilità e possibilità di pianificazione – con l'eccezione forse di alcune società di consulenza e aziende software, che traggono beneficio dalla maggiore complessità e aiutano le imprese a gestirla. Tuttavia, la maggior parte degli interlocutori riteneva che, alla fine, i dazi effettivi sarebbero stati molto più contenuti rispetto alle tariffe di ritorsione ipotizzate ad aprile.

Secondo lei, alle aziende statunitensi conviene evitare di criticare apertamente la politica del governo?

Preferisco non fare speculazioni in merito. Vero è che, pubblicamente, non ho praticamente sentito alcuna critica diretta da parte dei dirigenti aziendali nei confronti del governo.

Ci sono stati anche commenti positivi su Trump e sulle sue politiche?

La prudenza delle aziende era evidente in entrambe le direzioni: la politica è stata in gran parte evitata come tema di discussione, salvo che per questioni concrete come i dazi o i tagli alla spesa pubblica. Opinioni forti sulla situazione politica le ho sentite soprattutto da alcuni autisti di Uber: taluni erano ferventi sostenitori di Trump e mi descrivevano le sue politiche come la soluzione anche per i problemi, secondo loro gravi, che affliggono l'Europa. Altri, invece, in particolare alcuni autisti di origine ispanica, si dicevano molto preoccupati per il clima generale. Pur essendo nel paese legalmente, temono cambiamenti che possano mettere a rischio il loro permesso di soggiorno. Queste conversazioni riflettono chiaramente la forte polarizzazione della società americana e del dibattito politico – evidente anche facendo zapping tra i diversi canali televisivi in hotel.

Molti esperti guardano con scetticismo alla politica commerciale degli Stati Uniti. Alcuni prevedono persino una recessione, se i dazi venissero applicati come inizialmente annunciati. Come si sono espressi i rappresentanti delle aziende americane riguardo al contesto economico?

I partecipanti alla conferenza tecnologica erano ovviamente concentrati sul settore IT. Parole come "incertezza" e "prudenza" sono state ricorrenti, ma nessuno ha parlato di un calo serio degli investimenti tecnologici. Il messaggio più diffuso: i progetti di trasformazione digitale vanno avanti. Anzi, in alcuni casi, l'instabilità legata ai dazi e all'incertezza geopolitica ha addirittura aumentato la percezione dell'urgenza di innovare. C'è stato anche chi ha notato un'accelerazione della crescita in Europa – seppur partendo da livelli più bassi rispetto all'anno precedente. ➔

Durante il suo viaggio ha incontrato anche aziende del settore industriale.

Che impressione ha avuto lì?

In questo ambito si è parlato di un leggero rallentamento, ma nessuno dei miei interlocutori ha segnalato cali significativi ad aprile. Secondo quanto riferito dalle imprese, la preoccupazione che, dopo lo “shock daziario” di inizio aprile, aziende e consumatori potessero bloccare tutti gli investimenti non urgenti, finora non sembra essersi concretizzata.

Questo suona rassicurante. Ma non è rischioso, in un contesto così incerto, avere oltre metà del patrimonio del fondo investito negli Stati Uniti?

Se i dazi fossero introdotti esattamente come inizialmente annunciati - e successivamente sospesi - da Trump, le conseguenze economiche potrebbero in effetti essere pesanti. Riteniamo però che tale evoluzione sia poco probabile. Ci aspettiamo comunque dazi più alti rispetto al passato e uno scontro commerciale che proseguirà. Tutto ciò frenerà la crescita, ma non cancella da un momento all'altro la forza dell'economia americana né il successo delle sue aziende. Anche perché gli effetti non si limiterebbero agli Stati Uniti: Anche i paesi con un'elevata quota di export verso gli USA sentirebbero il contraccolpo.

Ma un aumento dei dazi non farebbe comunque salire i costi per le aziende americane presenti nel vostro portafoglio, con un impatto negativo sui profitti? Non sono prospettive incoraggianti, giusto?

È vero, si tratta di un evidente vento contrario e ci si aspetta che rallenti la crescita economica a livello globale. Tuttavia, è importante distinguere caso per caso le singole aziende. Quelle con una posizione competitiva solida – ad esempio perché offrono prodotti fondamentali e difficilmente sostituibili – hanno di solito un buon potere di determinazione dei prezzi. Siamo convinti che molte delle società nei nostri portafogli subirebbero l'impatto dei dazi in misura inferiore alla media. Inoltre, nella gestione del portafoglio cerchiamo in generale di mantenere un buon equilibrio ed evitiamo di esporci troppo a singoli rischi o dipendenze strutturali. La sede legale delle aziende, in questo contesto, ha un ruolo piuttosto marginale.

A fine maggio, circa il 60 % del patrimonio del fondo era investito negli Stati Uniti ...

Sì, ma se guardiamo al peso effettivo misurato in base alla quota di fatturato generata negli Stati Uniti dalle aziende in portafoglio, la percentuale si aggira piuttosto intorno al 45%. Molte delle aziende americane in cui investiamo operano infatti a livello globale, e diverse realizzano la maggior parte dei loro ricavi fuori dagli Stati Uniti. Inoltre, diamo molta importanza alla capacità di adattamento e alla solidità finanziaria delle nostre imprese. Non solo grazie alla loro forza competitiva, ma anche per elementi come bilanci solidi. Tutto ciò dovrebbe metterle in condizione di affrontare anche scenari più difficili – come una crisi economica profonda o dazi più elevati – senza rischi esistenziali.

“Non rischiare la sopravvivenza” può aiutare nei momenti estremi, ma non sembra comunque un obiettivo molto ambizioso.

Quello che ho descritto è solo un requisito minimo. Un'azienda di alta qualità deve naturalmente avere anche buone prospettive di crescita degli utili nel lungo periodo, e creare valore per i suoi azionisti. Ma perché ciò avvenga, è fondamentale che riesca ad attraversare eventuali momenti difficili senza danni strutturali. Che si tratti già delle attuali tensioni commerciali o dei conflitti geopolitici, o che si manifesti un'altra battuta d'arresto, una cosa è certa: la prossima crisi arriverà. Non possiamo evitarla e, secondo me, nemmeno prevederla. Ma possiamo essere preparati – ed è proprio questo che ci guida nella selezione delle aziende in cui investiamo.

Quindi la qualità dell'azienda serve a ridurre la vulnerabilità alle crisi. Ma in fasi difficili, come ad esempio lo scorso aprile, anche i titoli azionari di qualità tendono a scendere insieme al mercato. Come vive queste situazioni da gestore di portafoglio?

È vero, ovviamente nemmeno noi siamo immuni dai cali di mercato in questi periodi. Storicamente però, nelle fasi di crisi più marcate, i titoli che abbiamo in portafoglio hanno mostrato cali mediamente inferiori. Alla fine, ciò che conta davvero per noi non è la volatilità – cioè le oscillazioni a

breve termine. L'importante è che le fluttuazioni temporanee non si traducano in perdite permanenti di valore. E questo accade solo quando un'azienda subisce un danno reale alla sua struttura – cioè quando la sua capacità di generare utili viene compromessa in modo duraturo. La conoscenza approfondita che abbiamo delle aziende in portafoglio, unita alla nostra convinzione sulla loro resilienza, ci consente di affrontare con più serenità anche le fasi difficili. E questo ci aiuta molto anche a riconoscere e cogliere nuove opportunità quando si presentano.

Perché questa resilienza facilita l'individuazione di nuove opportunità? E ci sono state occasioni interessanti durante la recente correzione di mercato?

È più facile concentrarsi sulle opportunità se non si è costantemente impegnati a “spegnere incendi”. Se molte delle nostre aziende fossero andate in crisi, saremmo stati assorbiti dall'analisi dei danni e – se necessario – dalla vendita delle posizioni più compromesse. La solidità delle nostre società, invece, ci ha permesso di avere tempo e margine per cercare quei casi in cui, come si suol dire, “è stato buttato via anche il bambino con l'acqua sporca”. Cosa che succede spesso durante le fasi turbolente del mercato. Quando riteniamo che le prospettive sugli utili di un'azienda non siano sostanzialmente cambiate, ma il titolo è sceso molto, allora abbiamo una buona occasione per acquistare. Ed è proprio quello che è successo a inizio aprile: siamo stati relativamente attivi – per i nostri standard – abbiamo aumentato alcune posizioni già esistenti e avviato anche un nuovo investimento.

Insomma, tutta questa instabilità può certamente offrire delle opportunità. Grazie per la disponibilità!

Michael Illig è Portfolio Manager
in Flossbach von Storch SE.

“Queste crisi non si possono evitare e, a mio avviso, non si possono neppure prevedere. Ma ci si può preparare ad affrontarle, ed è esattamente ciò che cerchiamo quando selezioniamo un'azienda.”

Le casseforti si riempiono

di Julian Marx

Le banche centrali di tutto il mondo continuano a puntare sull'oro come riserva di valore. Le scorte crescono rapidamente e difficilmente questo trend cambierà nel breve termine.

Per la Bundesbank tedesca l'oro non è una moda passeggera. Il metallo prezioso giallo è da decenni un pilastro della sua politica monetaria. Già nel 1961 le riserve auree superarono per la prima volta la soglia delle 3.000 tonnellate. Da allora, questo livello è rimasto pressoché stabile.

Di conseguenza, i depositi risultano ben forniti: alla fine dello scorso anno, la Bundesbank custodiva circa 3.361 tonnellate d'oro nelle tre sedi di Francoforte, New York e Londra. Ciò fa della Bundesbank il secondo detentore di riserve auree al mondo tra banche centrali e istituzioni finanziarie internazionali. Circa il 51% dell'oro si trova a Francoforte, il 37% a New York e il restante 12% a Londra.

Questa suddivisione regionale non è casuale, ma rispecchia le due principali funzioni delle riserve auree: rafforzare la fiducia interna e garantire la possibilità di convertire rapidamente l'oro in valute estere sui mercati internazionali più liquidi. Negli ultimi anni entrambe le funzioni sembrano aver acquisito ancora più rilevanza agli occhi di molte banche centrali.

LA FIDUCIA VACILLA

Le riserve valutarie delle banche centrali sono tuttora dominate in larga parte dal "Greenback" – il dollaro statunitense. Escludendo l'oro, alla fine dello scorso anno circa il 58% delle riserve globali era denominato in dollari US. Una supremazia che non sorprende: nel 2024 oltre il 60% delle obbligazioni e dei prestiti in valuta estera è stato emesso in dollari. Il dominio del dollaro nel sistema finanziario internazionale è quindi ancora saldo e il suo ruolo di valuta di riferimento globale non sembra in pericolo immediato.

Tuttavia, il desiderio di una maggiore autonomia finanziaria si fa sempre più sentire in diverse regioni del mondo. Già

tre anni fa, il congelamento delle riserve valutarie russe in risposta alla guerra in Ucraina ha rappresentato un segnale d'allarme per molti rivali geopolitici degli Stati Uniti. A ciò si aggiunge il clima teso provocato dal conflitto commerciale acceso quest'anno dal presidente Donald Trump, che ha contribuito a erodere la fiducia verso gli Stati Uniti e le loro istituzioni. Anche le sue dichiarazioni provocatorie, come il desiderio di trasformare il Canada nel "51° Stato americano" hanno generato incertezza persino tra gli alleati storici. Tutti questi aspetti alimentano i dubbi sulla leadership incontrastata degli Stati Uniti e del dollaro.

Per un rivale geopolitico come la Cina, queste crepe rappresentano un'occasione per rafforzare la propria influenza. Non a caso, la quota del renminbi nei commerci esteri cinesi è salita dal 26% nel 2023 al 38% nel 2024. Questo aumento riflette soprattutto l'uso crescente della valuta cinese nel commercio con la Russia, cresciuto fortemente dopo le sanzioni legate all'invasione dell'Ucraina.

Ma anche altre banche centrali stanno reagendo a questi sviluppi. Lo dimostra la "Central Bank Gold Reserves Survey", l'indagine annuale condotta dal World Gold Council (WGC) tra i funzionari delle banche centrali di tutto il mondo. Pubblicato nel giugno 2025, il sondaggio riflette una crescente diffidenza verso il dollaro (si veda Grafico 1).

Alla domanda "Quale percentuale delle riserve valutarie sarà denominata in dollari tra cinque anni?", il 73% dei partecipanti ha risposto che si aspetta una diminuzione del peso del dollaro. Il 28% degli intervistati si aspettava addirittura una quota notevolmente più bassa del dollaro nelle riserve valutarie – un aumento di 15 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Solo il 10% delle istituzioni interpellate ritiene invece che il dollaro US avrà avuto in futuro un peso maggiore nelle riserve valutarie globali. →



Guardando al futuro,
ci sono anche segnali
che la domanda di
oro da parte delle
banche centrali non crollerà
dall'oggi al domani.
Anzi, tutt'altro.

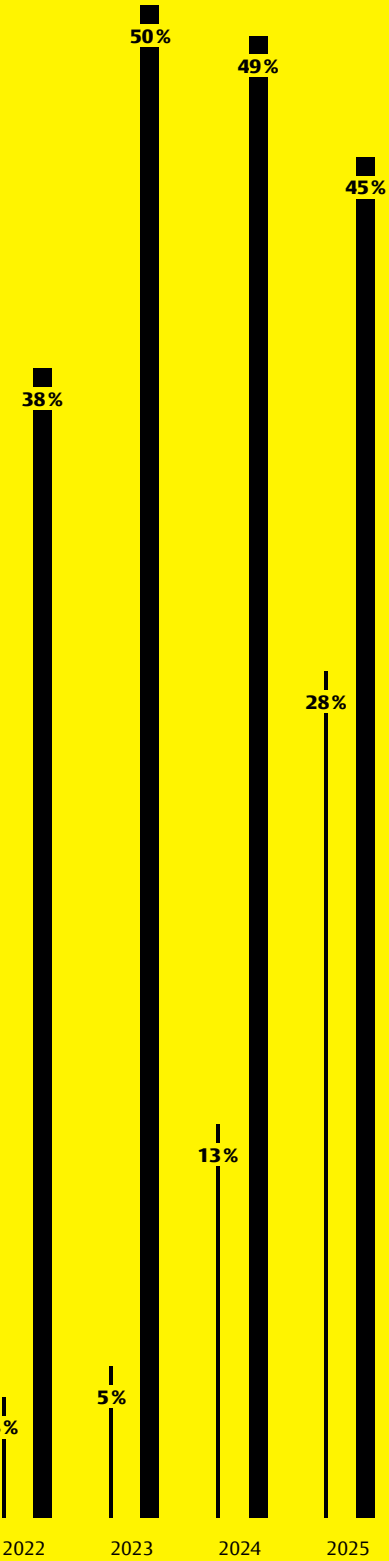
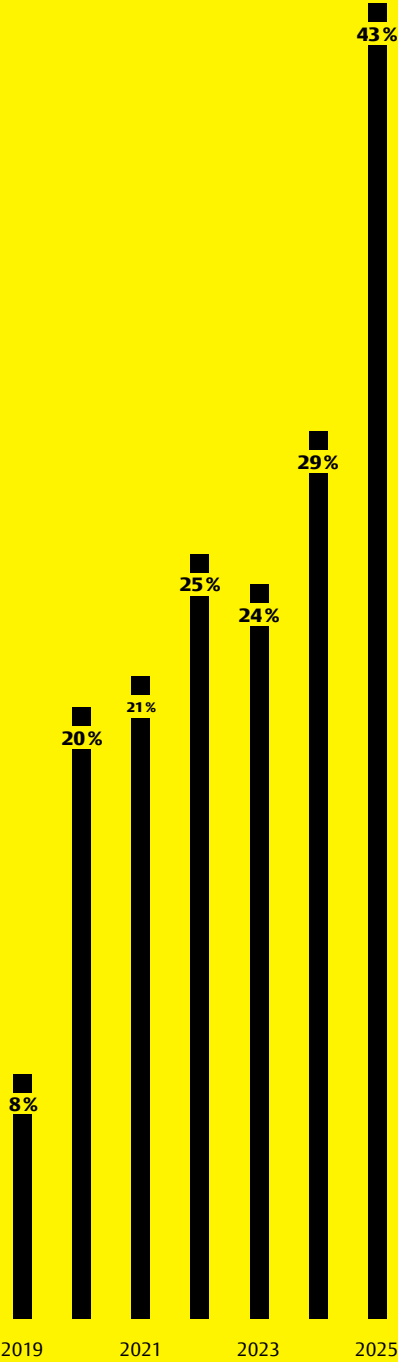


Grafico 1
Crescente diffidenza nei confronti del dollaro
“Quale percentuale delle riserve valutarie sarà denominata in dollari tra cinque anni?”

— Una proporzione significativamente inferiore
■ Una proporzione leggermente inferiore

Fonte: Central Bank Gold Reserves Survey del Consiglio mondiale dell'oro, Flossbach von Storch, dati a giugno 2025

Grafico 2
I compratori d'oro hanno preso il timone
“Come si evolveranno le vostre riserve auree nei prossimi 12 mesi?”



■ Percentuale di banche centrali che si aspettano che le loro riserve d'oro aumentino nei prossimi 12 mesi

UN'EPOCA “D'ORO”

Come si suol dire, “la sfortuna di uno è la fortuna di un altro”. Se negli ultimi anni sembra che la popolarità del dollaro stia scemando, la domanda di oro non accenna a diminuire. Dal 2022 al 2024 le banche centrali hanno acquistato ogni anno oltre 1.000 tonnellate nette di oro – più del doppio rispetto alla media del decennio precedente.

Tutto fa pensare che questa tendenza non si invertirà a breve, anzi. Secondo l'ultima indagine del WGC, le incertezze geopolitiche continueranno a sostenere la domanda di oro: il 77% dei gestori di riserve ufficiali cita la geopolitica come fattore cruciale nelle scelte di portafoglio, motivo per cui gli acquisti di oro sono destinati ad aumentare, alla luce dei numerosi focolai di crisi. Non sorprende, quindi, che il 43% degli intervistati abbia dichiarato l'intenzione di aumentare le proprie riserve auree nei prossimi 12 mesi – un record assoluto (si veda Grafico 2). Nessuno invece prevede di ridurle

Se l'attuale tendenza dovesse proseguire, nuovi record nelle riserve auree mondiali delle banche centrali e delle organizzazioni finanziarie internazionali sembrano ormai solo una questione di tempo. Il massimo storico del 1965 è già a portata di mano. All'epoca del sistema di Bretton Woods, quando l'oro poteva essere convertito in dollari statunitensi a un tasso fisso, le riserve auree complessive delle banche centrali ammontavano a circa 38.000 tonnellate. All'inizio di quest'anno, il totale delle riserve ufficiali era già salito a circa 36.300 tonnellate.

Il superamento del record, rimasto imbattuto per 60 anni, potrebbe dunque avvenire a breve, rafforzando ulteriormente il ruolo dell'oro come valuta di riserva. Va però ricordato che nel 1965 il prezzo ufficiale dell'oro fissato dallo stato negli USA era di circa 35 dollari l'oncia. Oggi, in termini nominali, è quasi cento volte tanto. ♦



Glossario

Breve spiegazione dei termini tecnici

Asset class – I prodotti finanziari con caratteristiche simili possono essere raggruppati in diverse categorie. Le classiche asset class sono, ad esempio, le azioni, le obbligazioni, gli immobili o i metalli preziosi.

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.

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 del paniere azionario di un paese, di una regione o anche di singoli settori e replica 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 finanziare 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 esser 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: 15 agosto 2025

IT 112 0825 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:
Dr. Bert Flossbach, Prof. Dr. Agnieszka Gehringer, Jens Hagen, Michael Illig, Dörte Jochims, Thomas Lehr, Julian Marx, Prof. Dr. Thomas Mayer, Christian Panster, Kurt von Storch

Design: Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen i Heller & C
Stampa: TheissenKopp GmbH

FOTOGRAFIE

Diritti d'autore: © Carolin Euskirchen, Illustrazione (pagina del titolo, p. 2); © Marc Comes, CHB-P (pag. 3); © Sarndy, Getty Images (pag. 5 in alto); © Generato dall'IA con Ideogram (pag. 5 in basso); © Sarndy, Getty Images (pagg. 6–13); © Carolin Euskirchen, Illustrazione (pagg. 14–21); © Tanarch, Getty Images; Markus Taubeneck, Illustrazione (pagg. 22–27); © Guirong Hao, Getty Images; Markus Taubeneck, Illustrazione (pagg. 28–35); © Frank Schemmann (pag. 40); © Generato dall'IA con Ideogram (pagg. 44–49); © Marc Comes, CHB-P (retro)

Contatto locale
Flossbach von Storch Invest S.A.
Succursale Italiana
Via Gerolamo Morone, 8
20121 Milano
www.flossbachvonstorch.it



Flossbach von Storch