

Guerra, crescita alta e disoccupazione bassa rialzano i tassi di interesse



In sintesi

Il cambiamento di scenario ha spinto su il costo del denaro in due ondate.

Con il nuovo rialzo il caro-materie prime sta diventando durevole e ciò aumenta il rischio di trasferimento ai prezzi finali.

La crescita economica è più robusta del previsto e accelera, facendo venir meno il bisogno di politiche monetarie che la sostengano.

Il basso tasso di disoccupazione libera le Banche centrali di concentrarsi sul contenimento dell'inflazione.

Gli alti debiti pubblici e quelli per gli investimenti in AI erano noti da tempo e non sono stati determinanti nell'incrementare i tassi di interesse.

Negli USA l'aumento del PIL va molto ai profitti e poco alle retribuzioni, ma i consumatori beneficiano delle più alte quotazioni azionarie.

Profitti record e salari sotto pressione: l'Intelligenza Artificiale e il crescente potere di mercato delle imprese stanno ampliando il divario tra remunerazione del capitale e del lavoro, con implicazioni rilevanti per consumi e crescita futura.

Autori



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Chiara Casale

Economista
Ceresio Investors

Scritto da:
Luca Paolazzi

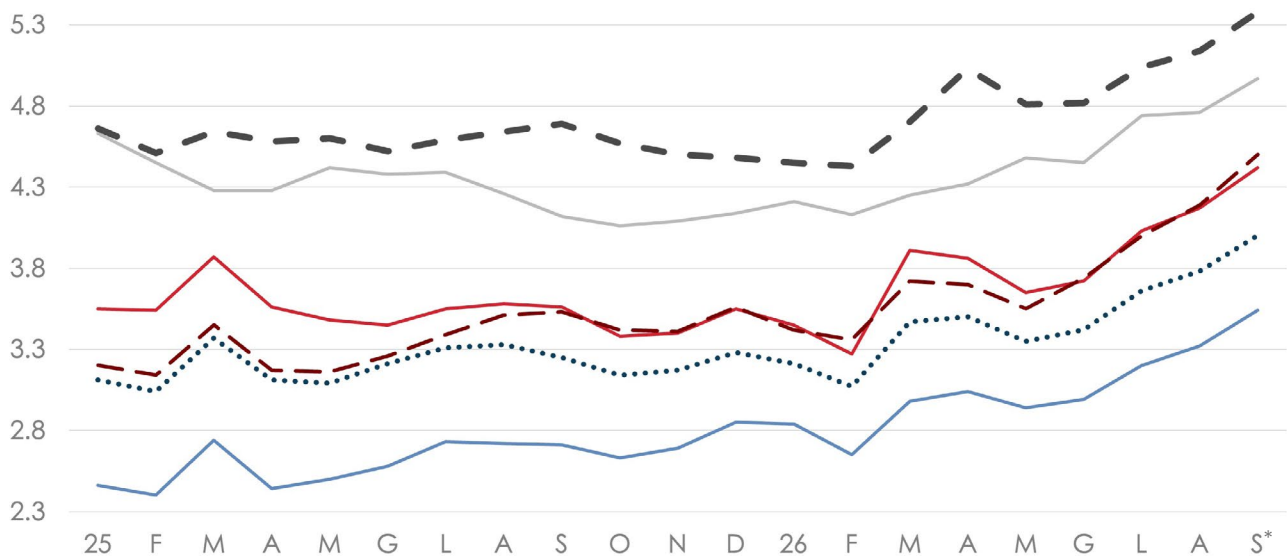
Chi ha ucciso i tassi bassi?

La congiura sui tassi. Come gli "uomini d'onore" che hanno assassinato Cesare, le variabili dello scenario economico globale hanno inflitto colpi mortali **al basso costo del denaro**, che nel 2026 è **aumentato in due ondate**: marzo-aprile e luglio-settembre (Grafico 1)

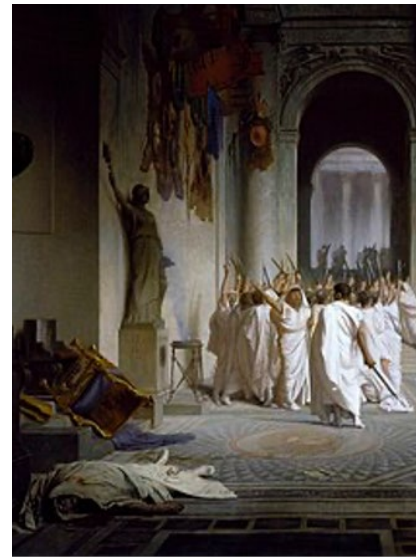
Gr. 1

La corale salita dei tassi
(Rendimenti % titoli sovrani a 10 anni)
* 14 settembre

— Germania Spagna
— Italia - - - - - Francia
— USA - - - - - UK



In un caso la mano è stata armata da **decisioni militari avventate**. In un altro si è unito un attore che sembrava sparito dalla scena. Per capire il come e il perché di quel che sta accadendo sui **mercati obbligazionari** e tra i **banchieri centrali** occorre fare un passo indietro, così da separare nelle spiegazioni il grano dei veri elementi di novità, che hanno mutato lo scenario, dal loglio di temi triti e ritriti continuamente pestati nel mortaio di analisi banalizzanti.



Jean-Léon Gérôme, *La Mort de César*, 1867

Le tre variabili chiave

Di grano sono certamente fatti **tre elementi esplicativi**: il ritorno del prezzo di petrolio e altre materie prime e derivati sugli alti livelli di aprile, che stanno spingendo all'insù l'inflazione effettiva e attesa; la persistenza della bassa disoccupazione, pur nella penuria di nuovi occupati; il ritorno in pompa magna della robusta crescita, che appariva essere finita dietro le quinte. Ma andiamo con ordine, partendo con un flashback.

Svanite le attese di febbraio

A febbraio di quest'anno, ossia prima della guerra imprevedibile degli USA contro l'Iran, le analisi degli economisti e **le aspettative** di mercato convergevano nell'indicare una **riduzione del costo del denaro** da parte della FED di mezzo punto percentuale che avrebbe tirato giù tutta la curva dei rendimenti. La BCE avrebbe tenuto fermi i tassi di riferimento di fronte a una dinamica fiacca presente e attesa del PIL e a un'inflazione che era e si sarebbe mantenuta al 2%; anzi, c'era chi aveva, con molto coraggio ma poco convincente analisi, affermato che l'inflazione sarebbe caduta e la BCE avrebbe dovuto tagliare di 25 punti base.

La guerra USA-Iran e il prezzo del petrolio

In questo contesto è piombato, come un devastante meteorite, l'ennesimo **shock di natura geopolitica**: la guerra degli USA all'Iran ha sparigliato le carte sui tassi, rinviando a data da destinarsi i possibili tagli FED e mettendo sul chi va là la BCE. I tassi di mercato hanno riflesso il cambio di aspettative sui tassi ufficiali. Lo shock è andato avanti come una doccia scozzese, alternando annunci di tregua e nuovi scontri armati, fino alla condizione attuale in cui i contendenti si dicono pronti a **intensificare e allargare il conflitto**.

L'Iran lo ha già fatto per mano degli Houti e di sciiti irakeni che stanno ostacolando il transito via Mar Rosso e quindi Canale di Suez e costretto l'Arabia Saudita a chiudere l'oleodotto che tagliava la penisola per evitare lo Stretto di Hormuz. Sul piano politico e diplomatico difficilmente ci saranno vere novità dal lato USA prima delle votazioni di metà mandato che si terranno il 3 novembre; perché sarebbero **elettoralmente insostenibili** il fallimento degli obiettivi militari (cambio di regime, denuclearizzazione, smantellamento dell'arsenale balistico, etc) e la conquista da parte di Teheran del potere di imporre un pedaggio per il passaggio nello Stretto.

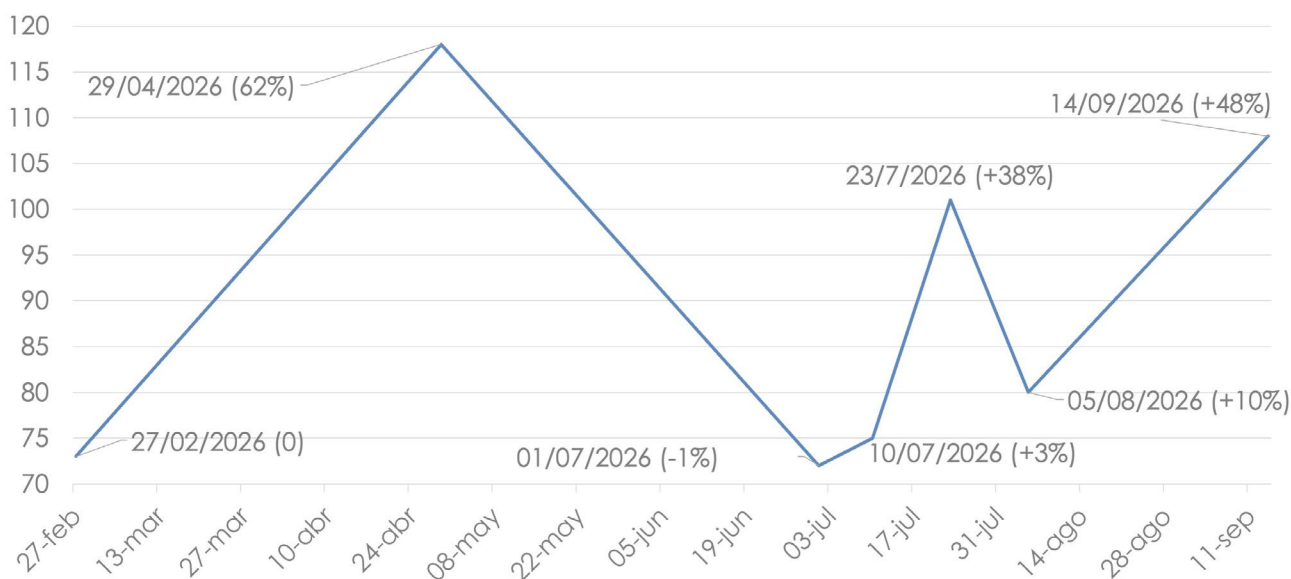
La scomparsa dall'orizzonte di una soluzione politico-diplomatica ha mandato **il prezzo del petrolio e dei suoi derivati, compreso il gas**, a valori nuovamente pericolosi per la stabilità monetaria (Grafico 2). Alla dimensione del suo rialzo hanno molto contribuito i successi ucraini nel colpire raffinerie e altre infrastrutture in territorio russo, localizzate perfino nell'Artico (a oltre tremila chilometri dal fronte bellico).

Gr. 2

La parabola del petrolio

(Brent, US\$ per barile, in parentesi var. % sul 27/2)

Fonte: Elaborazione REF su dati Reuters



Il rialzo causato dalle vicende delle due guerre è la **prima causa genuina** che spinge all'insù i tassi. Infatti, finché i rincari di queste cruciali materie prime fossero rimasti confinati in un arco di tempo ragionevolmente contenuto, allora il loro **trasferimento a valle** lungo le filiere sarebbe stato frenato e limitato per incoraggiare gli acquisti di clienti già penalizzati nel potere d'acquisto dall'aumento delle bollette energetiche. Invece, quel rialzo sta durando troppo a lungo e ciò aumenta il rischio del suo trasferimento sui listini, con riflessi sulle reazioni di mercati e Banche centrali.

Ordini e produzione hanno trovato nuovo vigore

Il secondo fattore congiurante i più alti tassi, anche perché incoraggia le imprese a difendere i margini colpiti dal caro-commodity, è la **crescita degli ordini e della produzione**. Cioè dell'attore che sembrava sparito di scena. Per l'andamento fiacco osservato in parte del 2025 e perché tutti si aspettavano che la sfiducia dei consumatori, la loro perdita di reddito reale causata dai più alti prezzi, le politiche economiche neutrali se non leggermente restrittive e la debolezza del mercato del lavoro avrebbero frenato le economie nel 2026, soprattutto europee e asiatiche più dipendenti dall'importazione di commodity energetiche. Invece i dati ci hanno consegnato una **sorprendente tenuta e perfino l'accelerazione** della crescita nella prima metà del 2026 e durante l'estate, stando agli indicatori qualitativi (Grafico 3).

Gr. 3

La crescita è tornata

(Manifatturiero+servizi globale, PMI<50=riduzione)

Fonte Elaborazione REF su dati JPMorgan

— Ordini Totali

— Output



Naturalmente, questo fattore di rincaro del denaro è "buono" (tu quoque...), in contrapposizione a quello "cattivo" della maggiore inflazione. Nondimeno **dà spago alle Banche centrali** per tirare le redini monetarie, perché smettono di preoccuparsi troppo delle conseguenze sull'economia reale delle loro decisioni; lo hanno affermato esplicitamente sia Christine Lagarde sia Kevin Warsh, presidenti di BCE e FED.

Disoccupazione ai minimi

La terza variabile che ha congiurato al rialzo, dando ragione ai banchieri centrali nel concentrarsi sull'obiettivo dei prezzi, è la condizione del mercato del lavoro nel suo indicatore principe: il **tasso di disoccupazione**. Variabile di nome, costante di fatto. Perché è rimasto praticamente fermo sia negli USA sia nell'Eurozona. Solo un anno fa l'allora Presidente della FED, Jerome Powell, sottolineava il conflitto tra gli obiettivi di massima occupazione e di stabilità dei prezzi, conflitto ora risolto grazie alla conservazione di un basso numero di disoccupati, che negli Stati Uniti è testimoniato anche dalle stabili domande di sussidi per i senza lavoro su valori minimi.

Gli alti debiti americani

Accanto a questi veri artefici dell'assassinio dei bassi tassi sono stati indicati come congiurati, in una sorta di associazione a delinquere, anche gli **alti debiti pubblici**. Alti e crescenti in Paesi-cardine per la stabilità monetaria e valutaria, come gli USA e la Germania. Cardine ma non garanti; in specie gli statunitensi non lo sono e non lo sono stati, sebbene avrebbero dovuto esserlo, per il ruolo di prima economia ed emittente della moneta di riserva. Il termine "deficit gemelli", riferito alla compresenza del segno meno nel saldo dei conti pubblici e nel saldo dei conti con l'estero, è stato confezionato nella prima metà degli anni 80 proprio su misura per gli Stati Uniti. Ma lo stato della finanza pubblica e delle passività nette estere statunitensi di allora appaiono rosee rispetto a quelle attuali e dai deficit gemelli ormai si è passati ai **debiti gemelli** (Grafico 4).

Gr. 4

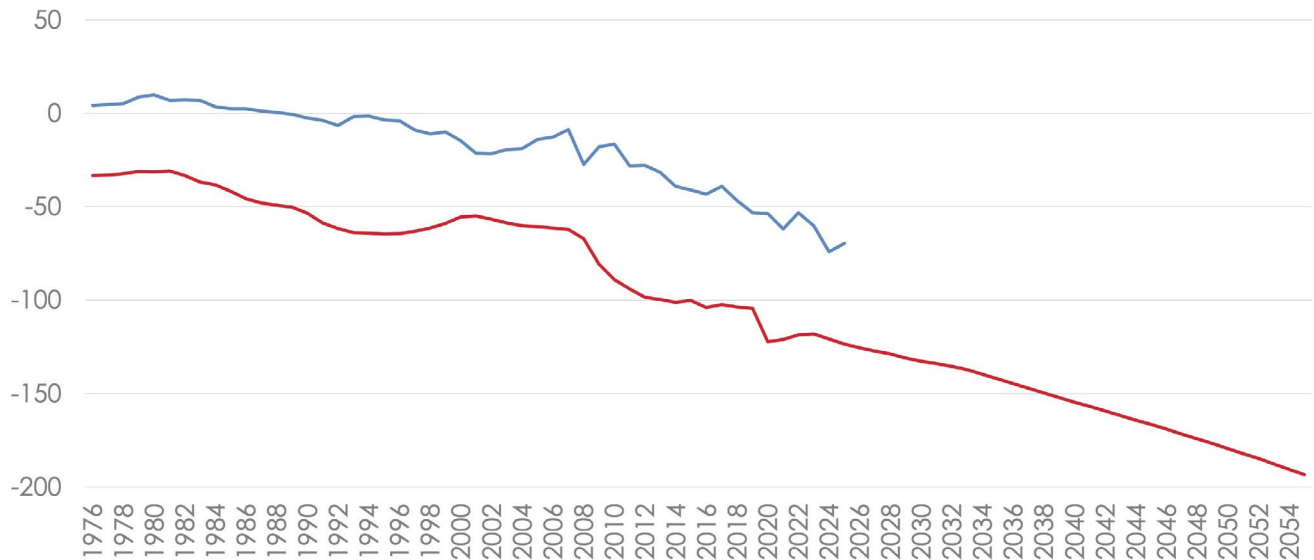
I debiti gemelli americani

(Dati in % del PIL, fine periodo)

Fonte: Elaborazione REF Ricerche su dati BEA e YBL

— Posizione netta sull'estero

— Debito pubblico, segno invertito



L'evoluzione dei due debiti è quasi parallela, con quello pubblico che rispecchia lo stimolo alla domanda interna in eccesso rispetto all'offerta, cosicché si è riversato in deficit e quindi debito esteri.

Per il futuro non ci sono previsioni sul debito estero, il cui andamento dipenderà non solo dall'accumularsi di ulteriori disavanzi nella bilancia corrente ma anche dal cambiamento di valore delle passività e delle attività sull'estero (in particolare dalle quotazioni borsistiche relative, visto che le une e le altre sono in gran parte formate da partecipazioni azionarie) e dal tasso di cambio con cui sono convertite in dollari. La **svalutazione del dollaro** farebbe aumentare il valore delle attività estere, chiudendo il gap con le passività.

Invece, ci sono previsioni sull'andamento del **debito federale**: in assenza di correttivi arriverà **al 193% del PIL nel 2054**, e dato il parallelismo dinamico con il debito estero, anche quest'ultimo salirà. Inoltre, l'aumento del debito pubblico farà salire il costo del suo finanziamento, ossia i tassi di interesse, sia perché creerà pressione sull'offerta di fondi sia perché aumenterà il rischio debitore. Non ci sono stime su quale sarà il rialzo dei tassi causato

dall'innalzamento del debito federale, ma solo da singoli provvedimenti finanziati in deficit, come l'ultima legge di bilancio voluta da Trump e da lui chiamata One Big Beautiful Bill Act: +1,4 punti percentuali per il rendimento sui titoli decennali entro il 2054. Un incremento significativo per quello che è un debito aggiuntivo che è una porzione dell'aumento che ci sarebbe comunque stato senza misure di restrizione della spesa e, soprattutto, di aumento delle imposte.

Tutti gli elementi arcinoti

Tuttavia, lo stato disastroso dei conti pubblici americani e l'aggravamento che l'OBBBA avrebbe provocato erano già noti più di un anno fa e non avevano impedito nove mesi or sono di attendersi riduzioni del costo del denaro nel corso del 2026. Così come noto era il **boom di investimenti in AI**, sebbene all'inizio si pensava che il cash flow delle imprese che li effettuano sarebbe stato sufficiente a coprirli, mentre dall'inizio di quest'anno si sono susseguiti annunci di raccolta di capitali via emissioni di azioni e obbligazioni. E altrettanto noto era il **mega piano di investimenti pubblici** in infrastrutture e difesa che la Germania ha varato nella primavera dello scorso anno, che spiega l'accelerazione della crescita tedesca e che porterà il debito pubblico germanico a salire al 73,7% del PIL nel 2031.

Quest'ultima previsione, elaborata dall'FMI, impallidisce rispetto a quelle per USA (142,1%), Francia (120,7%) o Italia (136,1%), ma intacca l'immagine del **rigore teutonico**, che aveva però causato l'intransitabilità per mancanza di manutenzione di 800 ponti, i disastrosi ritardi ferroviari e l'inaffidabilità delle comunicazioni.

Più risparmio domandato=più risparmio offerto

C'è sicuramente **più domanda di risparmio** dell'atteso, dunque. Ma al contempo anche l'offerta dello stesso risparmio sale, perché quegli investimenti diventano redditi dei produttori dei beni di investimento e di tutti quelli che partecipano a quella filiera e lungo tutto il sistema economico, attraverso la spesa di quei redditi.

Dunque, sia per ragioni di sequenza temporale sia per la relazione speciale tra domanda e **offerta di risparmio** (dove la domanda crea la sua offerta), debiti pubblici e richieste di finanziamenti per l'Al, fattori noti e previsti, non possono essere stati i catalizzatori dell'aumento inatteso dei tassi di interesse del 2026.

Dove andranno i tassi? La risposta è in mano alla guerra

Rimarranno alti i tassi? Saliranno ancora? Ripiegheranno? La **variabile cruciale è l'inflazione** e, risalendo nella sequenza causale, il prezzo dell'energia e, dunque, le guerre, soprattutto quella nel Golfo Persico. Prima del voto, gli USA sono ingessati; può darsi che i Paesi che si affacciano su quel tratto di mare, così cruciale nella storia dell'umanità fin dall'antichità, tirino fuori dal cilindro il coniglio di un accordo che faccia passare un po' di navi (gabbando il blocco statunitense), e ciò calmerebbe il greggio. Ma per spegnere il focolaio inflattivo serve la totale apertura dello Stretto di Hormuz, che durerà tempo e fatica diplomatica per essere riconquistata.

Scritto da:
Chiara Casale

Quando la crescita premia il capitale più del lavoro

Già a fine maggio, dopo la pubblicazione dei risultati statunitensi di contabilità nazionale del primo trimestre, i giornali titolavano sul divario record tra utili aziendali e retribuzioni dei lavoratori: le seconde, in percentuale del reddito nazionale, erano ad un minimo storico, mentre i primi vicini ai massimi.

Con la pubblicazione dei dati del secondo trimestre, i record hanno dovuto essere aggiornati. Gli utili aziendali (pre-tassazione) hanno raggiunto i 4.800 mld di dollari pari al 18% del reddito nazionale, mentre le retribuzioni a 16.200 miliardi ne rappresentano il 60%, minimo dagli anni '50. I 400 miliardi di incremento dei profitti nel secondo trimestre non sono un riflesso del generalizzato aumento dei prezzi che sta interessando gli Stati Uniti ed il resto del mondo, ma un vero segnale di "pricing power" delle imprese USA (tecnologiche essenzialmente) che sono riuscite ad espandere i propri margini di profitto (al 13,2% medio, livello record dal dopoguerra).

Nel secondo trimestre, a fronte di costi unitari (del lavoro e non) invariati, l'aumento dei prezzi si è interamente riversato in un aumento dei profitti. Ampliando l'analisi all'ultimo anno, fatto 100 l'aumento del prezzo per unità di prodotto, il 20% è stato assorbito dai costi non da lavoro (tra cui l'aumento dei dazi e delle materie prime), il 4% è confluito nelle retribuzioni dei lavoratori e il resto in utili.

Con queste premesse, la domanda naturale è quanto sia sostenibile quest'impennata, ma soprattutto quanto sia sostenibile una distribuzione dei redditi sempre più squilibrata. Non ho ambizioni da Cassandra e non credo in un tragico epilogo del boom degli utili statunitensi, considerando l'attuale appetito, che pare insaziabile, per tutto ciò che concerne l'ecosistema AI. Finché la domanda di potenza di calcolo, semiconduttori, chip e memorie, data center e simili risulterà superiore all'offerta i margini di profitto non sono in serio pericolo. In un'ottica di più lungo periodo, però, una persistente politica di compressione dei salari, che attualmente salgono a ritmi inferiori all'inflazione, va a pregiudicare consumi e crescita economica. Già adesso le famiglie statunitensi si sono spinte al limite delle proprie possibilità, avendo eroso quasi completamente il tasso di risparmio ed esaurito il bonus dei tagli fiscali previsti dal "Big Beautiful Bill Act".

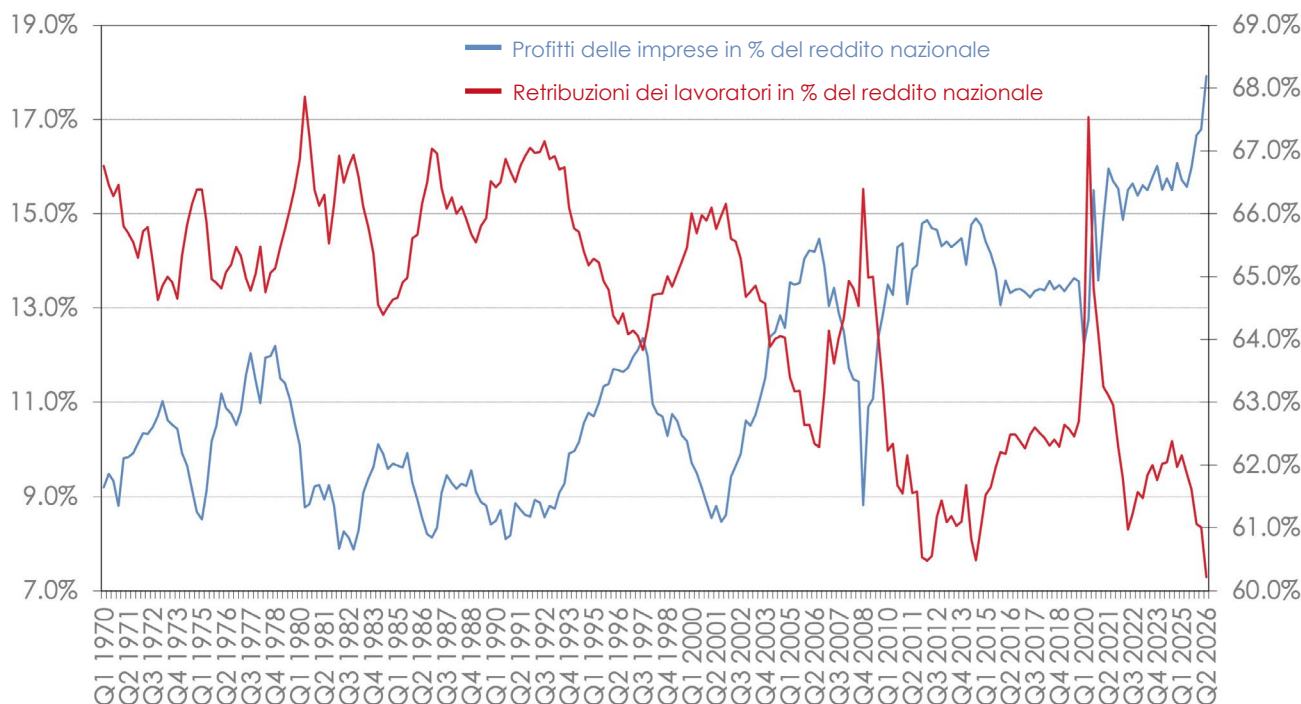
Ciò è ovviamente controproducente per la generazione futura di utili. Mancano inoltre alcuni presupposti per giustificare una tale extra-remunerazione del capitale. Non ci sono ancora indizi di un impatto macroscopico e generalizzato dell'IA sulla produttività e sulla crescita reale, variabili che hanno registrato tassi di crescita sì discrete (tra l'1,5% e il 2%), ma non paragonabili alla crescita nominale degli utili. Analogamente non ci sono ancora evidenze conclusive (al di fuori di specifici limitati settori) che l'IA stia riducendo drasticamente l'occupazione, sostituendosi in misura rilevante al fattore lavoro.

Per completare il quadro, non vanno tuttavia trascurate alcune ricadute positive di questa esplosione di utili sul resto dell'economia e della società. Per le famiglie americane il boom degli utili, pur non traducendosi in salari più elevati, ha sospinto i corsi azionari e con essi il valore di portafogli e fondi pensioni. Inoltre, prospetticamente, solidi margini di profitto offrono alle imprese una certa flessibilità nell'aumentare salari e occupazione, senza dover necessariamente esercitare ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi.

Gr. 5

Salari e profitti all'interno del reddito nazionale

Fonte Elaborazione Ceresio Investors su dati BEA (Bureau of Economic Analysis)



Gr. 6

Margini di profitto delle imprese USA

Profitti post-tassazione in % del PIL nominale
Fonte Elaborazione Ceresio Investors su dati BEA (Bureau of Economic Analysis)


Il presente documento è stato predisposto congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e da Banca del Ceresio SA. Banca del Ceresio SA fa parte del Gruppo Ceresio Investors, per tali intendendosi Banca del Ceresio SA, Belgrave Capital Management Ltd, Ceresio SIM S.p.A., Global Selection SGR S.p.A. ed Eurofinleading Fiduciaria S.p.A. (insieme "Ceresio Investors"). Il presente documento è coperto da copyright ed è pubblicato sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio S.A. I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo nell'attuale situazione congiunturale. Alcuni dati utilizzati provengono da varie fonti che si presumono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma l'accuratezza o la completezza dei dati non è garantita e non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette o conseguenti derivanti dal loro utilizzo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. È vietata in ogni caso la duplicazione, pubblicazione, estrazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

Copyright © 2026 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.



www.ceresioinvestors.com

Tel.: + 41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Lugano

Banca del Ceresio SA
Lagom Family Advisors SA

Milano

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Londra

Belgrave Capital
Management Ltd.