

L'economia tiene. Crepe nei cambi e nei tassi lunghi



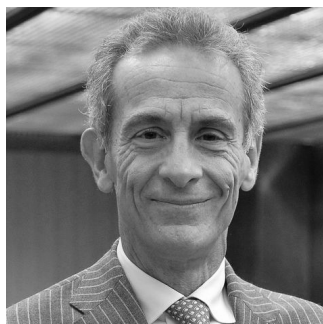
OSSERVATORIO

GIUGNO 2025

IN SINTESI

- I quattro pilastri della nuova politica economica USA (dazi, taglio di tasse, riduzione di immigrati, meno regole) creano turbolenza e confusione.
- Consumi e occupati americani tengono. Ma il numero di nuovi jobs è stato rivisto molto al ribasso.
- Gli effetti dei maggiori dazi sui prezzi statunitensi non si sono visti per il gioco d'anticipo negli ordini e nelle scorte.
- Nel resto del mondo ci sono segnali di rallentamento, in attesa che le misure espansive cinesi e tedesche prendano piede. L'India galoppa e l'Italia migliora rispetto ai partner europei.
- Il dollaro si indebolisce e gli alti tassi a lunga indicano timori per il crescente debito pubblico statunitense.
- La Fed è costretta a rimanere alla finestra, la BCE potrebbe tagliare ancora, così come altre Banche centrali, grazie all'inflazione in ritirata. Borse ai massimi ed estremamente volatili.
- La recessione è entrata e uscita dai radar degli economisti con una rapidità senza precedenti. Le riflessioni di Chiara Casale, Economista Ceresio Investors, in merito alla rapidità dei cambiamenti in corso nel contesto economico attuale.

AUTORE

**Luca Paolazzi**

Economista e Advisor
Ceresio Investors

THE NEVER ENDING STORY

Tutto è bene ciò che finisce bene. Osservando come stanno andando le **trattative commerciali** per disinnescare la mina dei dazi trumpiani e di come sta reagendo l'**economia statunitense** sembra che l'ormai famoso "Liberation Day" abbia causato un grande spavento e nulla più.

Ma cosa è davvero finito della **politica economica USA**? Perché non c'è stato solo il macigno delle **tariffe doganali** lanciato nello stagno delle relazioni economiche internazionali, che ha creato un disordine globale da cui la nuova geografia di scambi e localizzazioni emergerà tra un bel po' e non sappiamo se sarà migliore dell'attuale.

Oltre a quel macigno (qualcuno ritiene che si rivelerà al più come un grosso sasso: tifiamo perché abbia ragione), c'è la **nuova voragine** scavata nei conti federali dall'OBBBA (One Big Beautiful Bill Act, si veda la [Newsletter XXX](#)) e ci sono le **deportazioni di immigrati**, con tanto di dispiegamento di Marines (ossia l'élite delle forze armate) per contenere le proteste e le rivolte. Poi c'è la **deregolamentazione**, di cui poco si sa, se non che taglia le unghie alle autorità indipendenti che dovrebbero garantire concorrenza e trasparenza. E in cima alle quali c'è la FED...

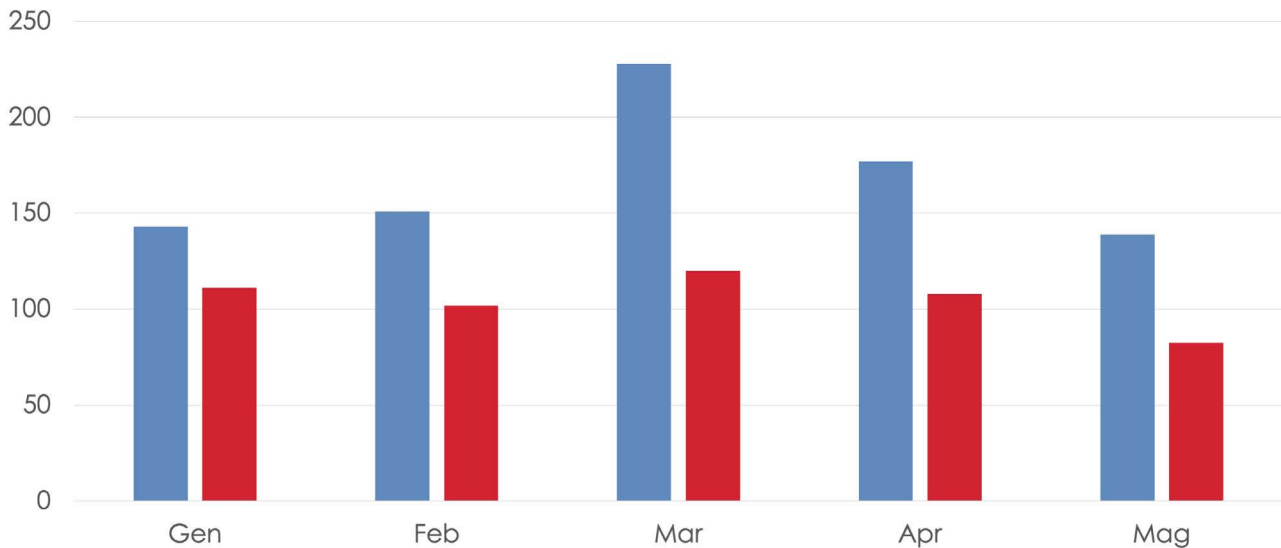
Tutto questo avrà **effetti** sull'andamento del sistema economico, ed è esclusivamente per questo che qui interessa se ne parli. Così come avrà conseguenze il moltiplicarsi dei fronti di **guerra guerreggiata**: questa volta Iran e Israele fanno sul serio (altro che *facite 'a faccia feroce*), con il rischio di chiusura dello **Stretto di Hormuz** per il quale passa più di un quarto del petrolio estratto nel mondo. Quest'ultima potrebbe essere la mossa estrema di un regime che venderà cara la sua eventuale fine.

Finora, però, davvero appare come se nulla fosse accaduto, guardando attraverso le lenti delle **statistiche congiunturali americane**. I consumi delle famiglie tengono, il **monte salari** reale sale, il mercato del lavoro rimane tirato, i **prezzi al consumo** si stanno raffreddando. In realtà, **qualche crepa** inizia a emergere: il **tasso di risparmio** è ai massimi da un anno, risposta naturale alla discesa della fiducia, seppure rimbalzata. Facendo la media tra il primo trimestre (-0,2% annualizzato) e la stima per il secondo (+3,8%) viene fuori che il PIL ha frenato all'1,8%, un punto in meno del 2024. I **posti di lavoro** creati sono ancora abbondanti ma la revisione verso il basso delle variazioni mensili 2025 è stata massiccia (Grafico 1).

Gr.1

Occupazione meno robusta
(2025, occupati dipen. non agricoli, var. mensili in '000)
Per aprile e maggio "Rivisto" stimato
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati US BLS

■ Iniziale
■ Rivisto



La narrazione che "tutto va bene, Madama la Marchesa", che tanto ha ringalluzzito i mercati azionari, molto deve alla prima uscita dei report sull'**andamento occupazionale**. Se invece delle stime iniziali gli investitori si fossero trovati di fronte a quelle finali le quotazioni delle azioni sarebbero ora ben più basse. Il punto da sottolineare è che l'indebolimento c'è e che potrebbe rivelarsi appieno in estate, quando sarà finito l'**ottovolante dell'import**, delle scorte e dell'anticipo degli acquisti e quando la **tempesta politica interna** potrebbe alzarsi di tono e scaldare un'estate che già si preannuncia torrida. L'ammannimento del Senatore Alex Padilla pare tratto dal film *Civil War*; per non parlare dell'assassinio in Minnesota della maggiore rappresentante democratica e di suo marito e del ferimento di un altro rappresentante e di sua moglie da parte di un finto poliziotto.

I TASSI LUNGHI USA RESTANO ALTI

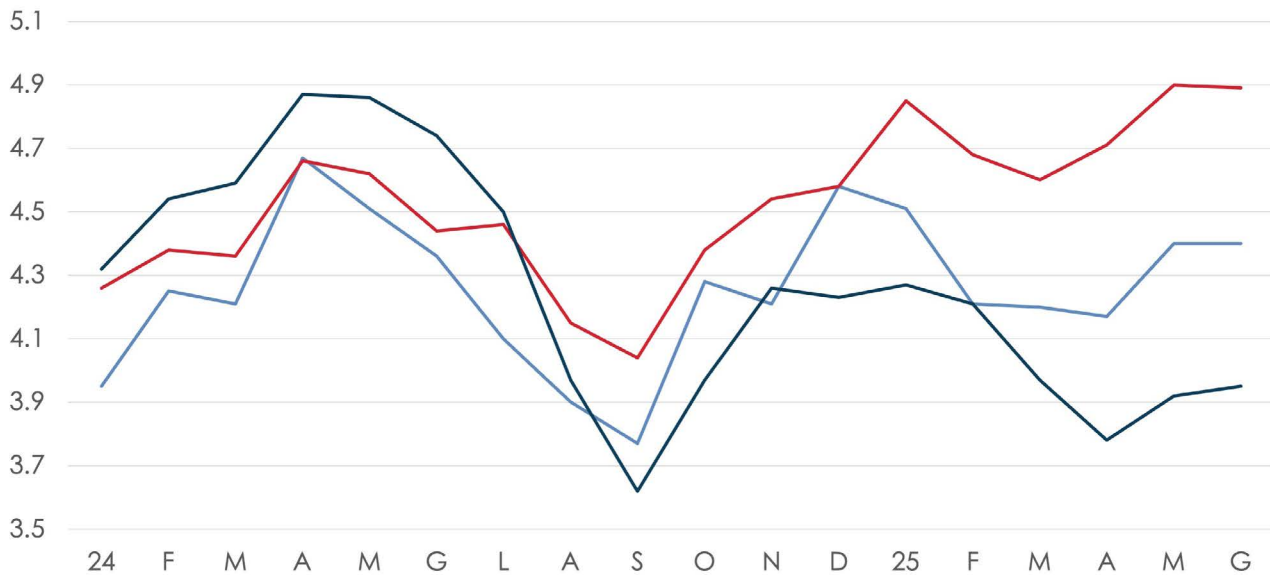
Un chiaro campanello d'allarme è nell'**andamento dei tassi a lunga** sul debito pubblico federale, che è proiettato dal Congressional Budget Office e dal The Budget Lab at Yale tra il 170% e il 193% del PIL nel 2055, a seconda delle ipotesi sugli effetti dell'OBBBA e del gettito dei dazi. Oggi è al 124%. I tassi sui titoli trentennali erano già saliti ben prima del declassamento di Moody's, che ha tolto la AAA come avevano già fatto S&P e Fitch (Grafico 2).

Gr. 2

I tassi pagati dal Tesoro USA (Rendimenti %)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati Reuters

— 10 anni
— 30 anni
— 2 anni



Ciò è accaduto perché i mercati credono nelle **promesse dell'AI di aumento della produttività** e quindi in una nuova stagione di alta crescita? Potrebbe essere e ciò troverebbe coincidenza con i rialzi di Wall Street. Peccato che l'ascesa massima dei tassi sui titoli trentennali si è avuta quando si temeva la recessione da super-dazi. O perché gli investitori hanno paura che l'inflazione non cali quanto dovrebbe? In realtà, i dati sull'inflazione sono stati ottimi, anche se è vero che la ripercussione delle più alte tasse sull'import deve ancora arrivare.

Si potrebbe obiettare che la questione dell'**alto debito federale** era nei radar degli investitori da molto tempo e quindi non può essere una notizia scatenante l'attuale rialzo dei rendimenti. Infatti, ciò che ha fatto saltare la convenzione che gli USA sarebbero stati sempre affidabili prenditori è la **confusione** generata dalle mosse di Trump che ha reso meno credibile la politica economica a stelle e strisce. Ha voglia il Segretario al Tesoro, Scott Bessent, a sbracciarsi per fare da pompiere e affermare che è tutto sotto controllo e che l'OBBBA non aumenterà il debito.

L'aumento del costo del debito pubblico USA è un potente squillo di tromba e un fragoroso rullare di tamburi, come quelli della *Fanfare for the Common Man* di Aaron Copland. Solo che a Washington pochi hanno orecchie per ascoltare perché tradirebbero le **insostenibili promesse elettorali** e tra meno di un anno e mezzo si torna a votare per il Congresso.

SEGNALI DI RALLENTAMENTO GLOBALE

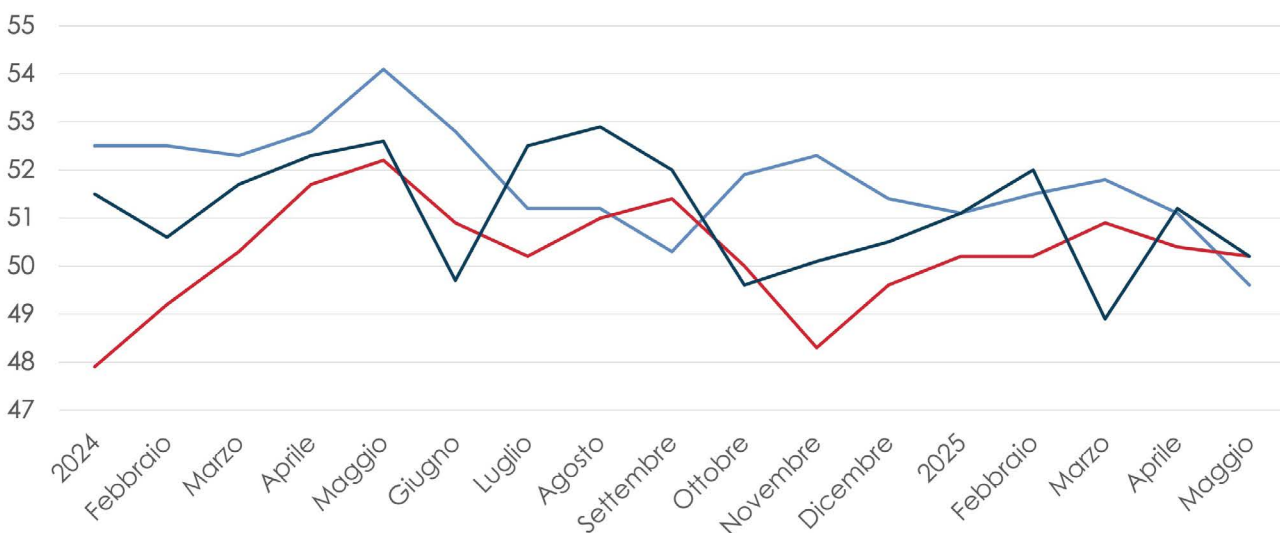
Se il verdetto sullo stato di salute di breve periodo dell'economia USA rimane sospeso, in attesa che si depositi un po' del polverone daziario, si può affermare che il resto del Mondo sta vivendo un rallentamento (Grafico 3).

Gr. 3

In rallentamento
(PMI output manifattura+servizi, >50=espansione)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global

— Cina
— Eurozona
— Giappone



Il **manifatturiero**, infatti, risente del venir meno degli ordini USA piazzati in anticipo per evitare i maggiori dazi; una sorta di domanda rubata al domani. E dappertutto la **nebbia dell'incertezza** è fitta e rende difficile realizzare gli investimenti o programmare spese. Mentre i venti di guerra spingono a rinunciare a **viaggi di lunga gittata**, posto che gli USA sono stati cancellati come meta desiderabile (una vacanza che può finire in un centro di detenzione per immigrati attrae poco, così come trovarsi in mezzo a manifestazioni e scontri) e le altre rotte aeree non devono sorvolare il Medio Oriente né la Russia. Tuttavia, la **Cina** ha varato nuove misure espansive e la **Germania** metterà a terra una massiccia spesa pubblica in investimenti per difesa e non.

In questo quadro grigio spiccano il gigante **India** e la piccola **Italia**. L'India continua a espandersi a grande ritmo, beneficiando della sua terzietà rispetto allo schieramento anti-Russia e anti-Cina e a quello pro-Russia e pro-Cina, attirando investimenti nell'ottica del *friendshoring* e guadagnando quote negli scambi internazionali a discapito dei due opposti contendenti. I dati congiunturali italiani hanno positivamente sorpreso sia nel manifatturiero sia nei servizi: chissà che il nuovo Papa americano non abbia ulteriormente aumentato l'attrattiva turistica del Bel Paese, assieme al Giubileo.

L'INFLAZIONE SI VA RAFFREDDANDO

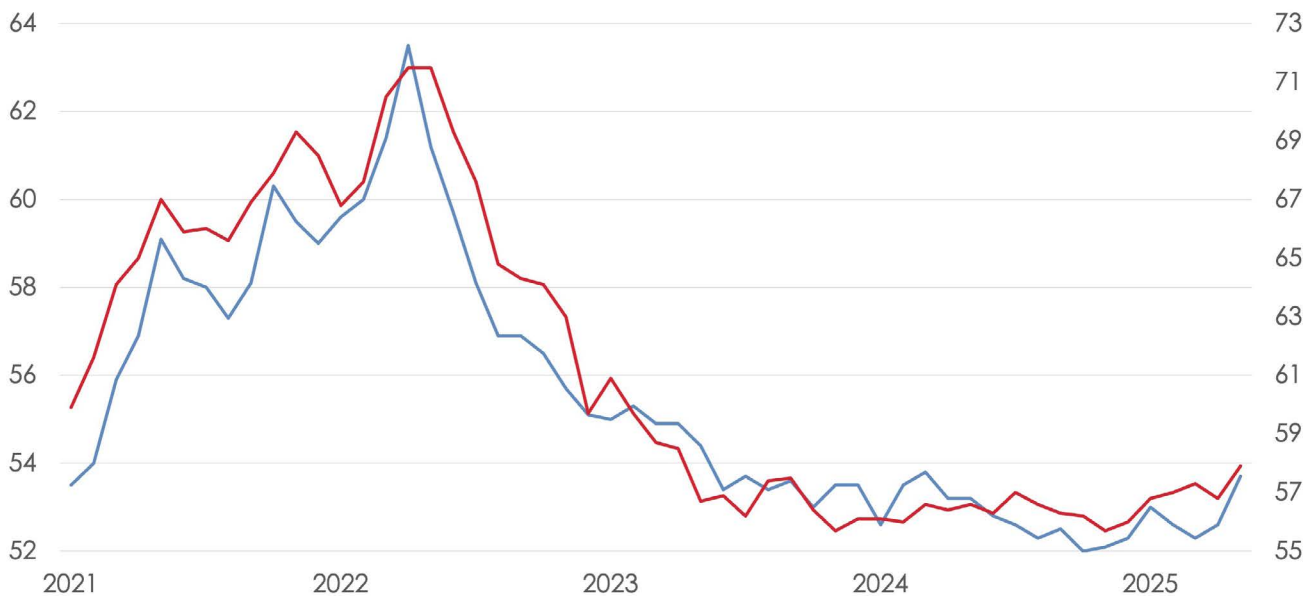
L'ultimo tassello del puzzle è l'**inflazione**. Che è **in discesa** ovunque, seppure con prospettive diverse. La dinamica dei prezzi al consumo ha continuato a raffreddarsi in maggio. Perfino più delle attese, soprattutto negli Stati Uniti, dove si attendevano i primi **segni dei rincari da dazi**. In effetti, questi segni si vedono solo nelle indagini presso le imprese. A livello globale la componente PMI dei prezzi pagati (input) e fatti pagare (output) è ai massimi da due anni (Grafico 4). Massimamente spinta all'insù da quanto vissuto proprio dalle imprese statunitensi.

Gr. 4

Tornano a salire i listini
(PMI, componente prezzi, >50=aumento)

Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati S&P Global

— Prezzi output
— Prezzi input



Tuttavia, siamo ben **lontani dalle condizioni del 2021-22**, sia per l'intensità sia per il contesto. Allora, c'erano strozzature diffuse nelle catene del valore globali, politiche economiche super espansive e una grandissima difficoltà a trovare lavoratori. Ora, sebbene il mercato del lavoro rimanga del venditore un po' ovunque, i **salari** hanno molto rallentato, la politica monetaria sta allentando una postura che è restrittiva e quella di bilancio non preme sull'acceleratore e in alcuni casi (Italia) tira il freno. L'unico fattore destabilizzante i prezzi in senso inflattivo sono i dazi. Ma ciò vale per gli USA, mentre altrove rischiano di creare eccesso di offerta e quindi deflazione.

La probabile **divaricazione tra le dinamiche dei prezzi** impone atteggiamenti altrettanto divaricanti tra le **Banche centrali**: la FED deve attendere per essere certa di rendere temporaneo l'atteso balzo inflazionistico daziario, la BCE deve sostenere la domanda in attesa che la politica di bilancio compia il suo giro, e altrettanto devono fare la Bank of England, la Banca Nazionale Svizzera e la Zhōngguó Rénmín Yínháng (in ideogrammi cinesi: 中国人民银行). Mentre la giapponese Nichigin (日銀) è costretta ad attendere per aumentare i tassi quanto vorrebbe, mentre li hanno abbassati Russia (dal 21% al 20%) e India (dal 6% al 5,5%).

DOLLARO IN SCIVOLATA

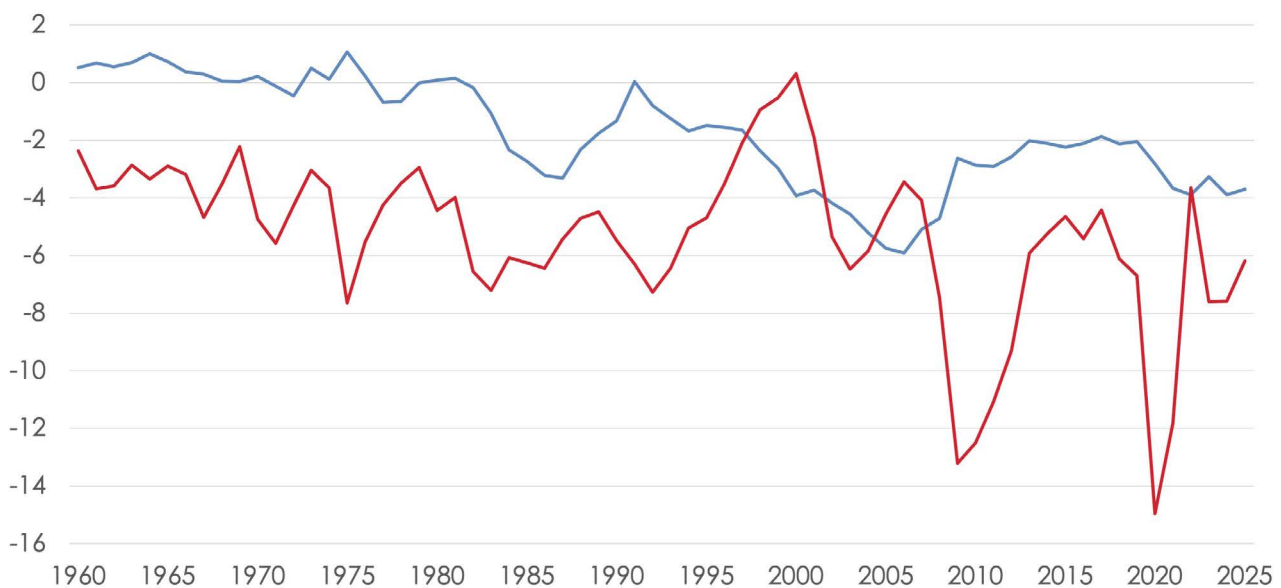
L'andamento dei tassi a breve dovrebbe rafforzare il **dollaro**, e invece la valuta verde tende a perdere terreno, tirata giù dalla massa gravitazionale della perdita di credibilità politica americana. A differenza del rialzo dei tassi a lunga, questa conseguenza è ben accettata a Washington, se non proprio voluta (a parole, la politica della moneta forte non è stata abbandonata). L'impone il buco nero nei **conti con l'estero USA**: "solo" 3,7% del PIL (il deficit pubblico è oltre il 6%; Grafico 5).

Gr. 5

Ultimo tango per i deficit gemelli? (USA, in % PIL)

Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati US BEA, FMI

— Saldo partite correnti
— Saldo conti pubblici





Allora la difficoltà da veri equilibristi sta nell'ingegnare una **scivolata controllata** del dollaro mentre i capitali corrono come api verso il miele degli **utili extra ordinari delle società tech** americane e il Tesoro USA ha bisogno di rinnovare un debito pubblico che avanza verso il 150% del PIL e oltre. Solo un **accordo politico internazionale**, stile Plaza, potrebbe riuscire nell'intento. Ci sono però non piccole differenze rispetto ai tempi del Plaza che apparivano turbolenti (sic!). La prima è che nel 1985 il dollaro era sopravvalutato del 40% e continuava ad apprezzarsi in bolla (sale perché ieri è salito e domani salirà) e bastò una puntura di spillo per farlo sgonfiare; oggi il cambio reale è di un 5% sopra la parità di potere d'acquisto (verso euro) e sta scendendo lentamente e quindi occorrerebbero **vendite concertate**. La seconda differenza è che per concertare tali vendite occorre afflato e fiducia tra i Paesi, mentre Mr. Trump ha seminato zizzania.

E **le Borse?** Schizzano! Insù. Ma sono sempre pronte a schizzare ingiù. Ossia sono **altamente volatili**: tanti e tali sono i rischi, da quelli militari a quelli sociali interni agli USA, da quelli sui tassi a quelli sulla crescita, che le azioni oscillano di qua e di là. Non consigliamo di cercare di cogliere l'attimo.

Che io mi ricordi (quindi almeno negli ultimi due decenni in cui ho lavorato come economista), non ho **mai assistito a cambiamenti tanto rapidi**, consensuali e contraddittori della narrativa economica, complice sicuramente l'andirivieni delle politiche dell'amministrazione trumpiana. L'esempio più evidente sta nelle oscillazioni della probabilità di recessione attesa per l'economia statunitense. Immediatamente dopo il "Liberation Day", le principali case di investimento sono corse a rivedere al ribasso le proprie previsioni di crescita, con report dai titoli molto espliciti (tra i più interessanti: "There will be blood" e "Countdown to recession"...)*. Riprese

dallo shock e con le successive ritrattazioni e contrattazioni sul fronte tariffario, le probabilità di recessione sono gradatamente ritornate sui propri passi, coerentemente con il rimbalzo borsistico. Con un po' in ritardo, si è aggiunto al gruppo anche il Fondo Monetario Internazionale che, a fine aprile, ha tagliato la crescita attesa per gli Stati Uniti nel 2025 dal 2.7%, previsto a fine gennaio, all'1.8%. Non ancora un valore da recessione, ma con questa sforbiciata il FMI ha riportato le proprie previsioni al livello da cui era partito più di un anno fa, ridimensionando significativamente un anno di "eccezionalismo americano". A dire il vero, il pessimismo sull'Europa non ha registrato alcuna inversione di tendenza, con il FMI che ha ulteriormente limato al ribasso le previsioni per il 2025 sull'Area (allo 0.8% dall'1%). Ciò che ne è uscito dimezzato è stato solo il gap di crescita tra US e EMU, con il primo che corre sempre più forte della seconda, ma non più al triplo della velocità, solo al doppio. Se le azzardate politiche di Trump determineranno o meno la fine del predominio USA su economia, mercati e politica internazionale non poteva, quindi, non essere uno dei temi chiave su cui si è focalizzato il dibattito tra alcuni dei maggiori gestori di hedge fund, partecipanti all'ultimo "**Investors' Forum**" di **Ceresio Investors**, tenutosi a Milano a fine maggio. Il dibattito è stato "acceso" ma le conclusioni si sono mantenute "ponderate". Il mondo si è trovato sovrappesato di Stati Uniti (a ragione, verrebbe da dire, considerando le brillanti prospettive di crescita universalmente attese ad inizio 2025), in un momento in cui la fiducia nel paese ha subito duri colpi dall'operato, decisamente sopra le righe, dell'amministrazione Trump. Questo ha determinato la rapida **ricerca di diversificazione fuori dai mercati US**, in cui selettivamente (e forse più tatticamente che strutturalmente) si è stati in grado di trovare opportunità di investimento interessanti (dalle banche europee, al tech cinese, ai paesi emergenti sud-americani, a titoli giapponesi e indiani). Una diversificazione, anche modesta, in uscita dal mercato statunitense è capace di generare un impatto significativo se confluisce su borse più piccole. Al di là di questo impatto immediato, la continua solidità che stanno mostrando i dati

AUTORE



Chiara Casale

Economista
Ceresio Investors

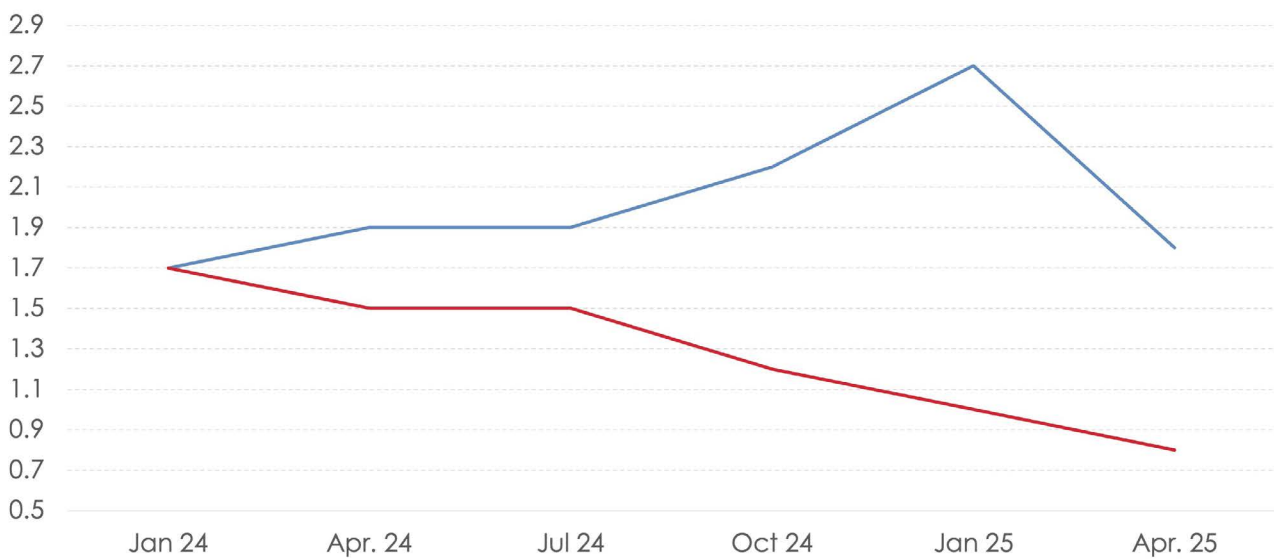
sui consumi americani, unitamente agli effetti espansivi della politica fiscale e di deregolamentazione perseguite da Trump, lascia aperta la possibilità di una ri-accelerazione dell'economia USA a fine 2025/2026, e induce a mantenere un **cauto ottimismo** di fondo sul paese, che non è dato (al momento) per spacciato.

Titoli nei report rispettivamente di J.P. Morgan (Aprile 2025) e Goldman Sachs (Aprile 2025)

Gr. 6

Evoluzione delle previsioni di crescita del FMI per il 2025

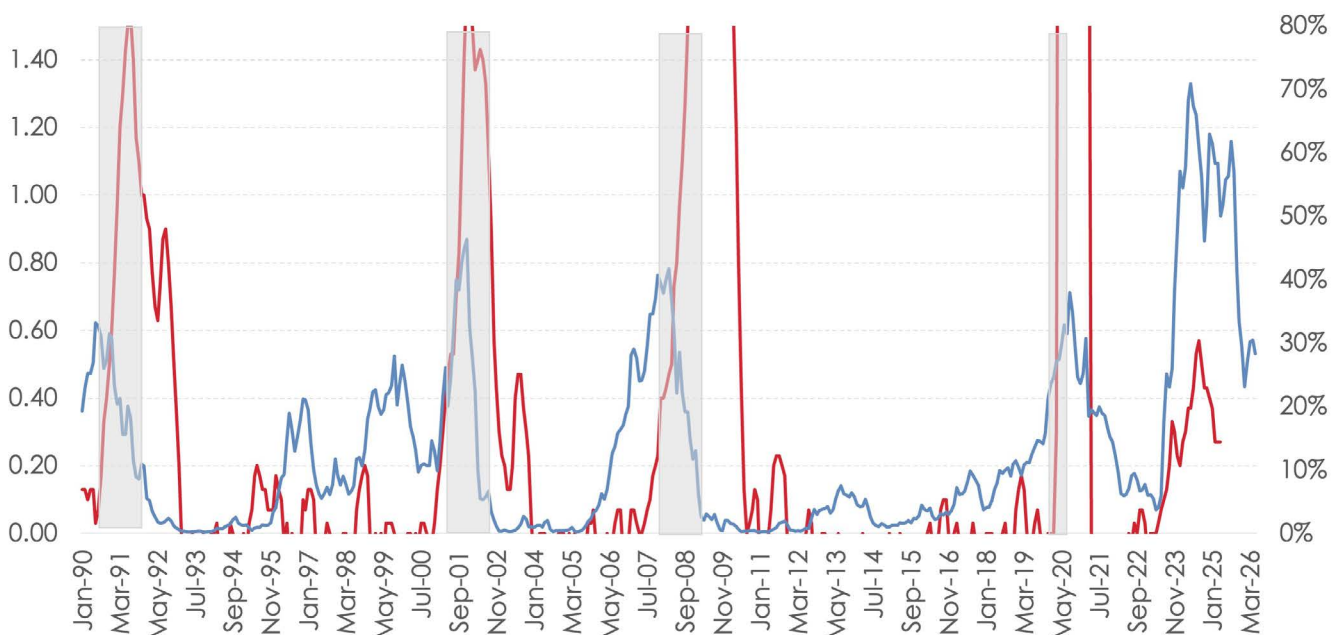
— USA
— Euro Area



Gr. 7

Indicatori di Probabilità di Recessione negli Stati Uniti

— FedNY Recession Prob. Index
— Sahm Rule



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 © 2025 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.