

La forte crescita e l'inflazione sostenuta chiamano tassi alti



In sintesi

All'inizio dell'autunno la crescita mondiale ha accelerato ancora il ritmo.

Tutte le maggiori aree economiche partecipano all'accelerazione, sebbene con diverse velocità. La corallità interessa anche i macrosettori manifatturiero e terziario.

Il più forte aumento della produzione è accompagnato dall'incremento degli ordini totali più robusto dal febbraio 2022, mentre il progresso delle commesse dall'estero è al top dal luglio 2021.

È in corso un megaciclo di investimenti in AI, energia rinnovabile, infrastrutture, difesa, contrasto al cambiamento climatico, robotizzazione e attività nello spazio.

Anche l'inflazione è tornata ad accelerare, spinta da materie prime energetiche (petrolio e gas) e alimentari. Si intravedono segni di travaso ai prezzi core.

Forza della crescita e risalita dell'inflazione sono foriere di più alti tassi che sono giustificati anche da politiche monetarie più restrittive, grandi emissioni obbligazionarie, elevati e crescenti debiti pubblici, incertezza ai massimi.

I manager incontrati nel periodico viaggio a New York (220 miliardi di dollari gestiti) restano positivi ma hanno ridotto l'esposizione verso la filiera AI e diversificato in altri settori.

Autori



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Angelo Marotta

Director, Belgrave
Capital Management

Scritto da:
Luca Paolazzi

Crescita ai massimi dal 2023

L'economia galoppa, l'inflazione sale, ma le Borse e i tassi a lunga calano. C'è una **logica in questa follia**? Andiamo con ordine esaminando prima il quadro economico e poi la reazione dei mercati.

La **crescita mondiale** all'inizio dell'autunno viaggia a ritmi che non si vedevano dalla primavera del 2023 nel suo complesso e in molte delle sue parti, geografiche e settoriali, sebbene **restino divari**, il principale dei quali è tra **le velocità USA ed europea**. Entrambe hanno aumentato il ritmo di espansione della produzione, assieme a **India e Cina**, mentre il **Giappone** ha un po' frenato, pur restando su un buon passo e con solide prospettive per i consumi (i salari reali e l'occupazione salgono) e l'export (è grande fornitore di strumenti per l'AI; Grafico 1).

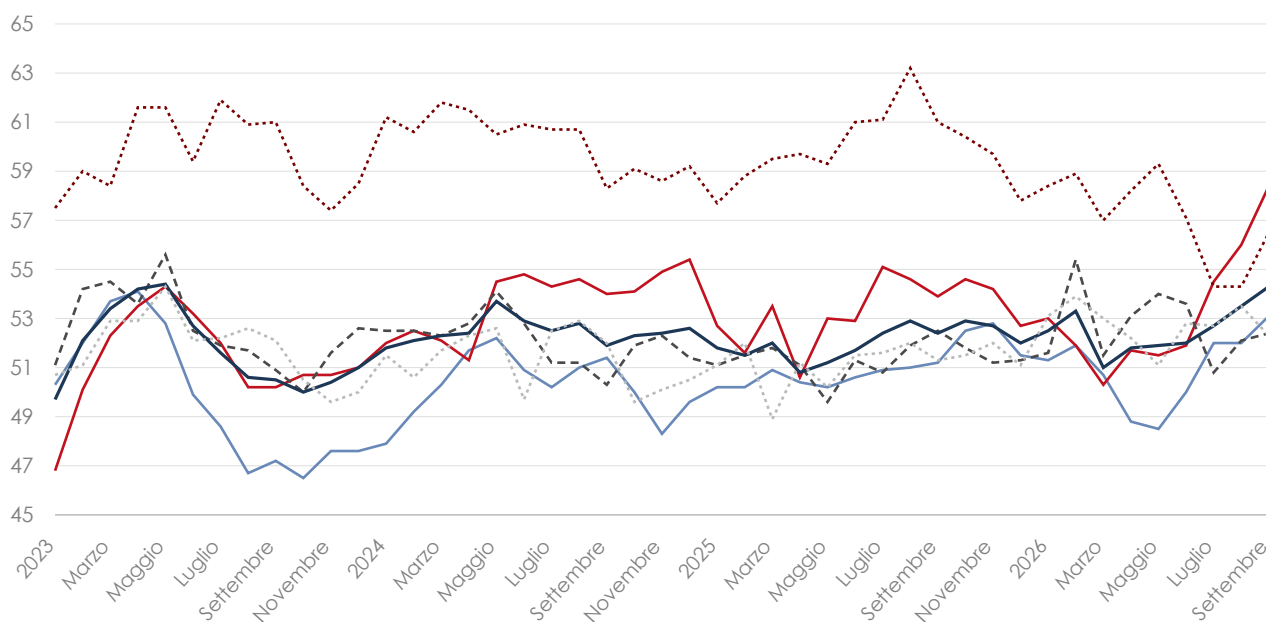
Gr. 1

La crescita mondiale accelera (PMI composito manifattura-servizi, output*)

*>50 espansione, <50 contrazione

Fonte: elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit

— Eurozona — USA
— Cina — Globale
— India — Giappone



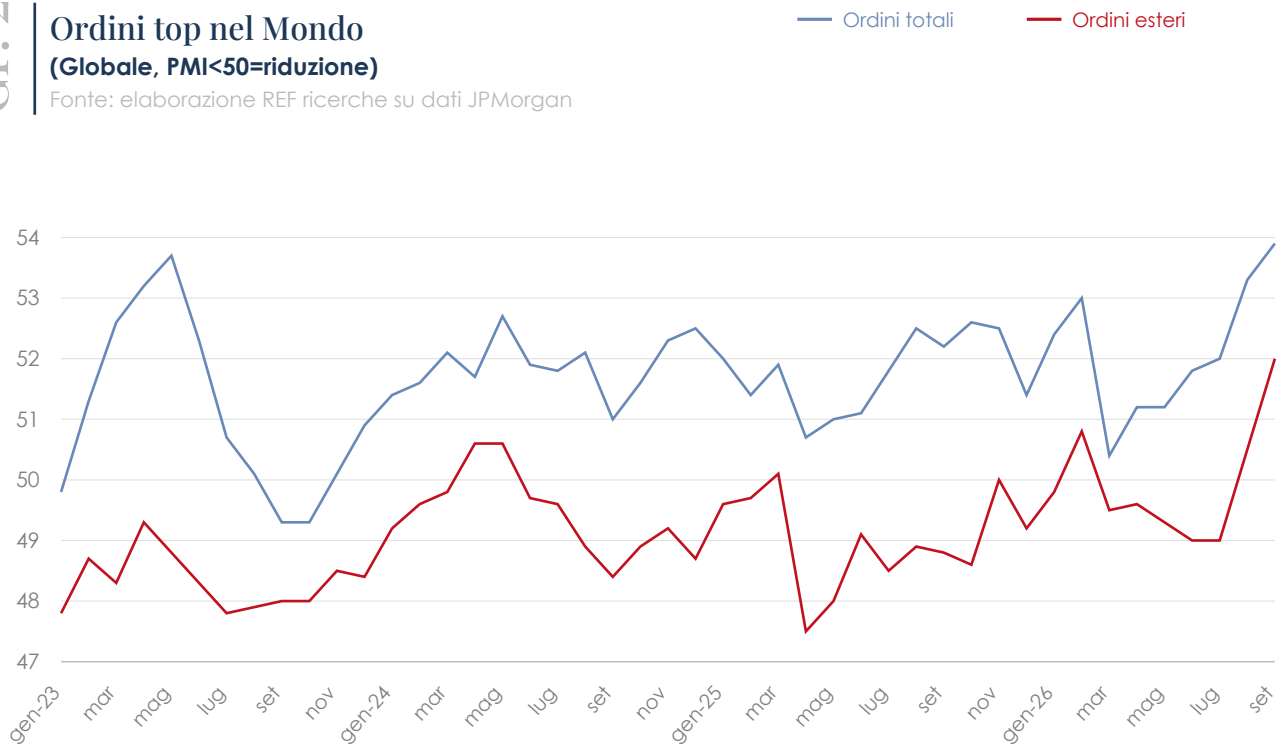
Balzo degli ordini, anche esteri

Se giriamo lo sguardo dall'output agli **ordini**, che sono produzione futura, le prospettive sono **perfino migliori**. Infatti, l'incremento delle commesse totali è al **picco dal febbraio 2022** e quelle del terziario dall'aprile 2023. Ci saremmo aspettati, dato il rincaro del costo del denaro e l'erosione del potere d'acquisto per il maggior prezzo delle materie prime, una frenata della domanda interna e, per via delle più alte tariffe del trasporto, un affievolimento degli scambi internazionali. Invece, entrambi sono saliti di più e particolarmente degna di nota è la **dinamica dell'export**, al **top dal luglio 2021**, con manufatti e servizi che avanzano appaiati come due ciclisti nella volata per la vittoria (Grafico 2). Anche qui l'insieme risulta, come effetto sulla crescita, superiore alla somma delle singole parti, perché gli impulsi espansivi si rimpallano dall'uno all'altro settore.

Gr. 2

Ordini top nel Mondo (Globale, PMI<50=riduzione)

Fonte: elaborazione REF ricerche su dati JPMorgan



I molti filoni del megaciclo degli investimenti

Cosa muove controvento (ossia contro l'azione dei fattori frenanti appena indicati) l'economia globale? Il **boom di investimenti in vari segmenti e megatrend**: senz'altro per e nell'**AI**, che spiega la metà e più della crescita americana e che dà forza alla domanda interna e all'export di molti altri Paesi; nella **difesa**, che per pudore qualcuno chiama sicurezza (ma questa è anche quella interna), ossia il riarmo che vuol dire uomini e mezzi di terra, di aria e di mare (ci ricorda qualcuno tornato popolare in Italia; ma come classifichiamo lo spazio celeste?) e munizioni e sistemi d'arma e che viene in aiuto alla riconversione di settori in difficoltà, come l'automotive (la Francia ha da poco ordinato 7.000 camion militari alla Daimler Truck); nell'**energia**, visto che anche per ragioni strategico-militari l'Europa deve affrancarsi dai combustibili fossili; nel contrasto al **cambiamento climatico** e ai suoi effetti; nei rimedi alla **glaciazione demografica**, che sul lato della scarsità di lavoratori vuol dire robotica.

Dagli investimenti all'occupazione e ai consumi

Più investimenti vogliono dire **più domanda**, più occupazione, più consumi, che sono fatti soprattutto di servizi.

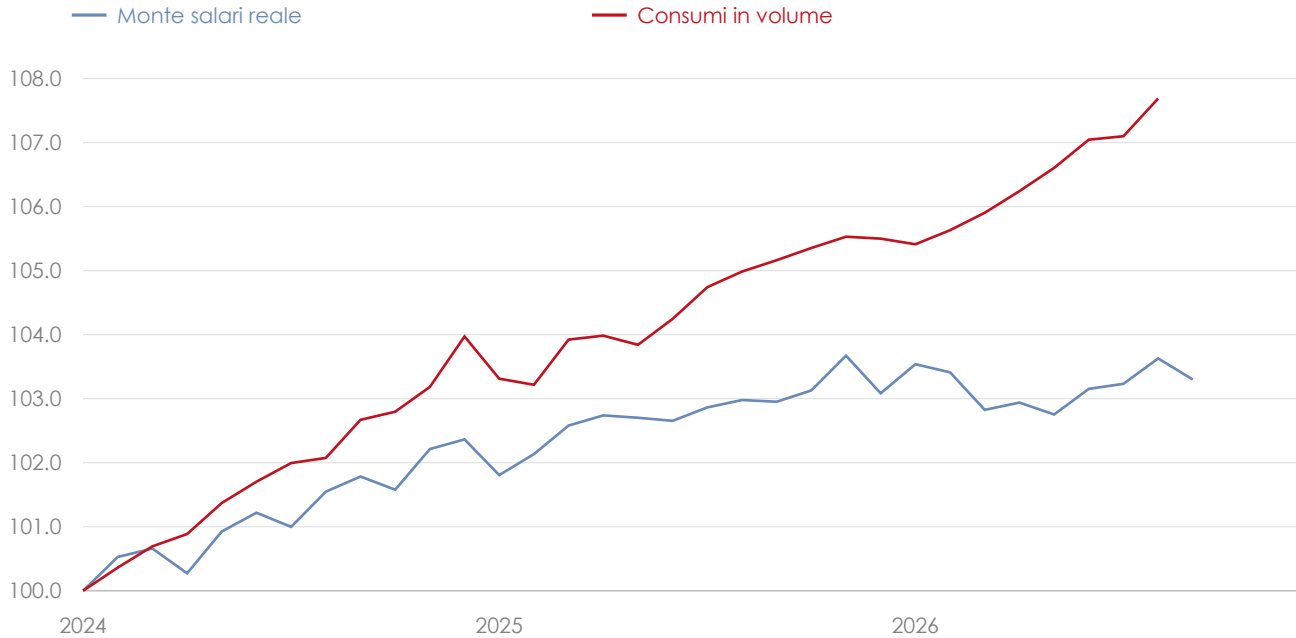
Riguardo ai **consumi**, vale la pena menzionare l'ampia revisione dei dati di reddito, spesa e risparmio negli **Stati Uniti**, una revisione che lascia in tasca alle famiglie un **tesoretto assai più ampio** di quello stimato in precedenza, e quindi più potere d'acquisto, e ciò contribuisce a spiegare e a rendere per ora sostenibile l'ulteriore allargamento della forbice tra acquisti e monte salari reali (Grafico 3).

Gr. 3

USA: la forbice salari-spesa

(Indici gen. 2024=100, deflazionati con PCE price index)

Fonte: elaborazioni REF Ricerche su dati US BLS



Ricordiamo che i **salari** (compreso tutto ciò che forma il compenso totale per il lavoro) rappresentano il **60% del reddito complessivo delle famiglie americane**, quota che è solo leggermente calata negli ultimi anni, mentre la più alta quota di redditi da investimenti (interessi e dividendi) e trasferimenti pubblici dà conto di meno di un terzo della forbice sopra indicata.

Il petrolio spinge di nuovo insù l'inflazione

Se passiamo dalle quantità ai prezzi, la fotografia è decisamente meno rosea. Le **speranze di un rapido rientro dell'inflazione** per la ritirata delle quotazioni del petrolio e delle altre materie prime non hanno ballato nemmeno una sola estate, per parafrasare il titolo di un magnifico film di Arne Mattsson (1951). Anzi, dobbiamo constatare che **il prezzo del greggio** è tornato vicino ai massimi di aprile, per l'incattivirsi della guerra nei due teatri (Iran e Ucraina), che rarefa l'offerta, e per l'arrivo dell'**inverno boreale**, che riguarda 7,2 degli 8 miliardi di abitanti del Pianeta, che assieme alla più alta crescita sostiene la domanda, in presenza di scorte assai basse.



Così l'incremento del **costo della vita** è di nuovo sostenuto e si inizia a intravedere qualche **segno di travaso** dall'energia e dagli alimentari (il cui indice FAO corre) **ai prezzi core** (Grafico 4). Peraltro, le ultime statistiche non incorporano ancora le ricadute della più **recente impennata del petrolio** e di altre materie prime. D'altronde, se la domanda tira è più facile per le **imprese difendere i margini** e trasferire il balzo delle bollette energetiche alla clientela, e se scarseggia la manodopera (i tassi di disoccupazione sono bassi) anche **i lavoratori chiederanno retribuzioni più elevate** per recuperare un po' di terreno sui prezzi.

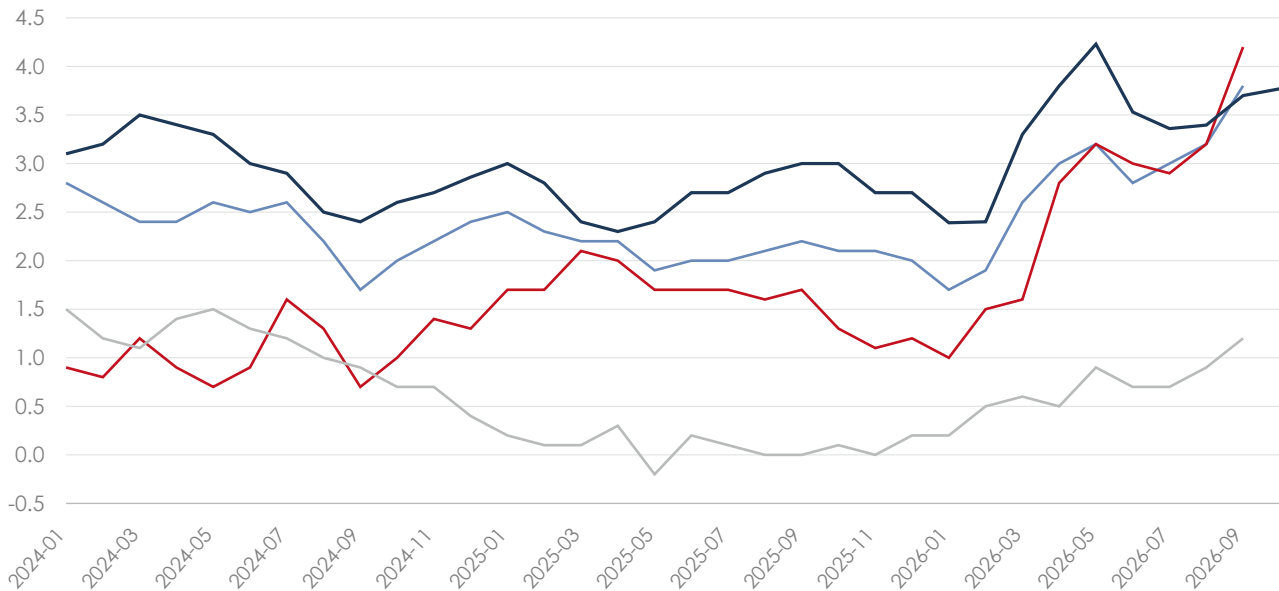
Gr. 4

La risalita dell'inflazione (Var. % annua dei prezzi al consumo totali)

USA, ottobre stima FED Cleveland

Fonte: elaborazione REF su dati Eurostat, US BLS

— Eurozona — Italia
— Svizzera — Stati Uniti



L'insolita reazione dei mercati

Quando la crescita è robusta e l'inflazione accelera **i mercati reagiscono** di solito in due modi: spingono **in alto tassi e azioni** o **in alto i tassi e in basso le azioni**. Invece, come anticipato all'inizio, nell'ultima settimana hanno fatto **scendere sia i tassi sia le azioni**, con una correlazione in tale direzione che si giustifica se si teme che ci sarà **recessione**. Ma la recessione, essendoci in campo le forze descritte sopra, è **fuori dai radar** di tutti gli analisti.

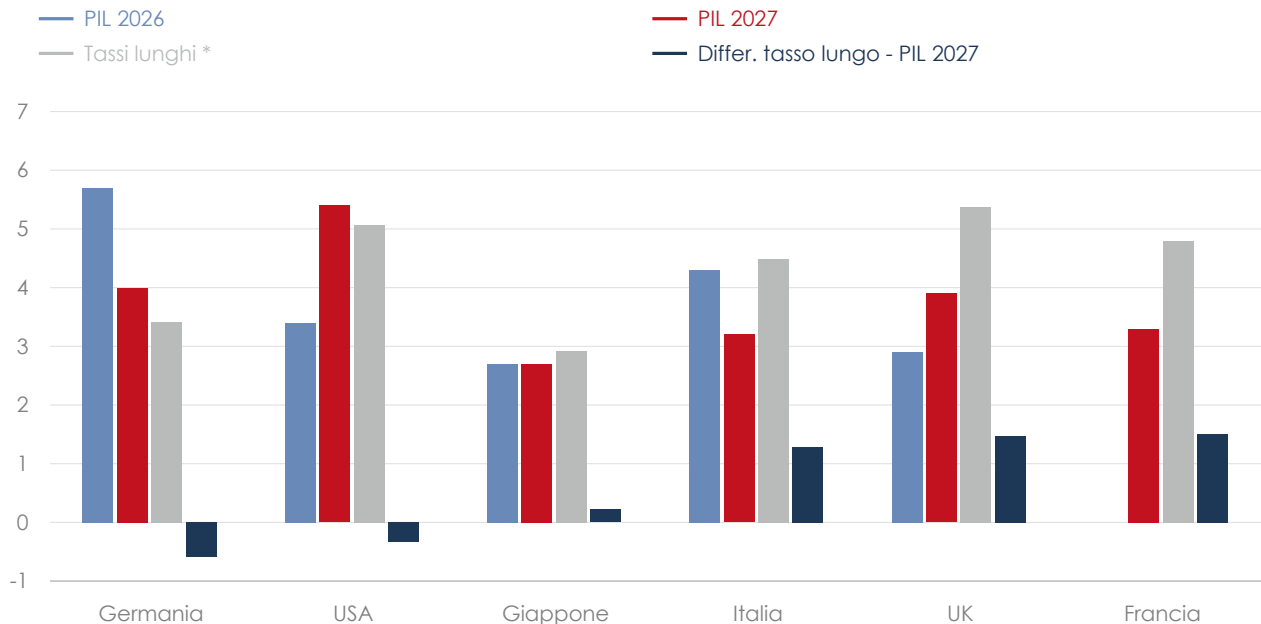
Allora forse i tassi a lunga sono saliti troppo prima, oltrepassando il tasso di crescita nominale dell'economia, e quindi diventando eccessivamente restrittivi? È vero che sono andati su rapidamente, raggiungendo valori che non si vedevano da vent'anni o di più (a seconda delle scadenze). Tuttavia, il **confronto tra i tassi decennali e la variazione del PIL nominale** ci dice che i tassi a lunga sono ancora bassi in **Germania** e in **USA**, sono "giusti" in **Giappone**, mentre sono alti in **Italia, UK e Francia** (Grafico 5).

Gr. 5

Tassi bassi e tassi alti

(Var. % PIL nominale e tasso sui titoli sovrani a 10 anni)

* 16/10/26. Fonte: REF su dati FMI, Bloomberg



Ancora all'opera le forze dei più alti tassi

Questo confronto è solo uno dei **tanti elementi** che concorrono a determinare il livello e la variazione del costo del denaro. Come più volte è stato scritto e detto, esso sale a causa: delle **grandi emissioni obbligazionarie** private; dell'incremento dell'**inflazione** e della conseguente stretta verbale e fattuale delle **Banche centrali**; dei timori legati all'alto e crescente **debito pubblico** USA e di altri Paesi; del **premio al rischio** per compensare la più grande incertezza. Nessuna di tali condizioni-spiegazioni è venuta meno ancora.

A proposito dei debiti pubblici, in **USA**, chiunque vinca le elezioni del 3 novembre (midterm, si veda la Newsletter XXXV) peggiorerà il deficit federale, che ha già superato i 1.900 miliardi di dollari (di cui più della metà per spesa per interessi). Mentre in **Francia** la disciplina di bilancio è considerata poco sciovinista.

A proposito della situazione francese, è stato chiesto a **Mario Draghi** se essa fosse una minaccia per l'euro come accadde con la crisi del 2010-11 e se la BCE possa intervenire come fece allora. L'ex Presidente, che pronunciò nel luglio 2012 le memorabili parole *whatever it takes*, ha spiegato che le

condizioni presenti sono assai diverse: allora il mercato del credito era inceppato e c'era la deflazione; ciò esigeva una risoluta e risolutrice azione della BCE, mentre oggi la BCE deve contrastare l'**aumentata inflazione**. In più, si può aggiungere, tutti i PIIGS fecero i compiti a casa (l'Italia varò una manovra da cinque punti di PIL distribuiti nel triennio 2012-14). Attualmente la Francia è in procedura per deficit eccessivo e un intervento della BCE potrebbe causare un **incidente istituzionale con Bruxelles**, mentre se la Francia varasse misure di aggiustamento tale intervento diverrebbe superfluo. Quindi, per dirla con Enrico di Navarra, l'euro val bene una manovra di bilancio a Parigi.

L'elenco dei soliti timori sull'AI

Se questo è il quadro, perché i tassi sono scesi assieme alle azioni? La spiegazione va cercata fuori dai fondamentali e **dentro le logiche interne ai mercati finanziari**. Siamo ricaduti in una **fase di dubbi** sull'AI. Non tanto sull'utilità e le potenzialità dell'ultima tecnologia (seppure i timori siano aumentati in relazione alla sua controllabilità), quanto sui **ritorni degli enormi investimenti**, sulle **strozzature** lungo le filiere che possono ostacolare la messa a terra di quegli investimenti, sulla **concorrenza cinese** a più basso costo, sulla **feroce selezione** che premierà pochi vincitori, sugli **eccessi speculativi** di alcuni intermediari, e chi più ne ha più ne aggiunga.



Nessuno degli elementi di questo elenco è nuovo, semplicemente gli **investitori avanzano in una terra incognita** o, se si preferisce, camminano su una corda tesa tra due grattacieli, come fece nel 1974 Philippe Petit tra le Twin Towers a New York. È normale che ogni tanto vengano le vertigini e allora gli investitori vendono le azioni legate all'AI. Salvo ricomprarle quando i bilanci societari li rassicurino. In questi casi, i **bond governativi tornano a essere rifugi "sicuri"** per i portafogli e i tassi calano.

La realtà di un'inflazione e di una crescita che resteranno alte a lungo **comanda tassi** più alti degli attuali in USA. Sempre che le due guerre non terminino presto. Un esito che ha una probabilità di gran lunga inferiore a quella del deragliamento finanziario della rivoluzione AI. Almeno per un bel po' di tempo ancora.

Scritto da:
Angelo Marotta

Views from the managers

Durante il nostro più recente viaggio di ricerca a New York, abbiamo incontrato 23 gestori responsabili della gestione di oltre 220 miliardi di dollari di asset complessivi, rappresentativi di strategie long-short, long-only e macro.

Ceresio Investors si avvale da oltre 60 anni di una rete di gestori indipendenti, selezionati con cura per la loro capacità di generare performance solide e costanti nel tempo e nei quali investiamo anzitutto il nostro stesso capitale. Presenti nei principali mercati finanziari a livello globale, questi gestori sono oggetto di un dialogo costante e vengono incontrati personalmente dai nostri azionisti e dal senior management nel corso di specifici viaggi di ricerca.

Sotto la calma

A prima vista il quadro appare rassicurante. La maggior parte dei gestori che abbiamo incontrato si aspetta che crescita economica e utili societari rimangano solidi, con una crescita statunitense nominale vicina al 7,5%, e ritiene che l'inflazione finirà per restare sotto controllo: sia lo sviluppo dell'intelligenza artificiale sia la guerra esercitano pressioni al rialzo sui prezzi, ma nessuno dei due effetti è considerato destinato a durare. Al di sotto dell'andamento degli indici aggregati, tuttavia, il mercato azionario racconta una storia diversa. La maggior parte dei titoli delle società quotate ha registrato cali con l'aumento dei rendimenti obbligazionari, l'ampiezza della flessione è inferiore ai minimi toccati durante il Covid e la volatilità dei singoli titoli è circa il doppio rispetto a dieci anni fa. La calma è la media di comportamenti molto diversi tra loro.

Il mercato obbligazionario detta il ritmo

Se c'è una variabile che spiega questa divergenza è il tratto lungo della curva dei rendimenti. Dalla fine di agosto il rendimento del Treasury decennale è passato dalla fascia del 4% medio a oltre il 5%. Ci si aspetta che i Repubblicani perdano la maggioranza in entrambe le Camere del Congresso, ma nessuno dei due partiti è disposto a contenere la spesa federale; di conseguenza, lo stimolo di bilancio continuerà indipendentemente dall'esito delle elezioni di medio termine negli Stati Uniti. A ciò si aggiunge un ciclo di investimenti legato all'intelligenza artificiale sempre più finanziato tramite debito, e il premio a termine sembra destinato a rimanere elevato. Gli investitori si sono concentrati su quel ristretto gruppo di aziende che appaiono poco sensibili ai tassi di interesse, lasciando indietro gran parte del mercato.

Intelligenza artificiale: dalla narrazione ai bilanci

Le imprese che producono i beni legati all'intelligenza artificiale restano presenti nella maggior parte dei portafogli, ma con pesi più contenuti. Dopo l'inversione registrata durante l'estate, il tema appare valutato in modo più equilibrato e c'è minore attesa di sorprese positive. Il dibattito si è spostato dalla domanda di servizi AI al finanziamento: i flussi di cassa degli hyperscaler non sono più sufficienti a sostenere gli investimenti necessari e il fabbisogno finanziario potrebbe crescere da circa 400 miliardi di dollari quest'anno a ben oltre 1.000 miliardi il prossimo, con la raccolta aggiuntiva che incontra investitori sempre più esigenti. Anche l'adozione dell'AI procede più lentamente dell'espansione della capacità installata, perché è frenata dall'inerzia organizzativa, dai margini ridotti e dal tempo necessario per riprogettare i processi aziendali. Le prossime opportunità, nella ricerca medica, nella cybersicurezza e negli assistenti personali, sono concrete, sebbene gli assistenti AI destinati ai consumatori non presentino ancora un modello di business sostenibile.

Un allargamento graduale

I gestori hanno iniziato a diversificare verso la sanità e l'immobiliare residenziale, settori in cui le valutazioni incorporano già anni di notizie negative. Il comparto residenziale rappresenta una scommessa su un futuro di tassi di interesse più bassi; la sanità è una scommessa sulla fine di una lunga fase di debolezza e sulle potenziali applicazioni dell'intelligenza artificiale. Una de-escalation del conflitto favorirebbe entrambi i settori.

La presente comunicazione è emessa da Banca del Ceresio SA ed è stata redatta congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e Belgrave Capital Management Ltd.. Belgrave Capital Management Ltd. è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA") nel Regno Unito e fa parte del Gruppo Ceresio Investors, composto da 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 protetto da copyright ed è pubblicato sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio S.A. I dati contenuti nel presente documento hanno scopo puramente informativo e non costituiscono una consulenza d'investimento, legale, fiscale o di altro tipo, né una sollecitazione, un invito, una ricerca d'investimento o altra raccomandazione, un'offerta al pubblico o la promozione di titoli, prodotti d'investimento o servizi e/o attività di consulenza d'investimento, e non devono essere interpretati come tali.

I dati qui contenuti, se presenti, si riferiscono al passato: i risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri, e il prezzo dei titoli o di altri prodotti finanziari può scendere come salire, e il rendimento può diminuire o aumentare a causa delle variazioni dei tassi di cambio. Non viene fornita alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita in merito alle informazioni contenute nella presente comunicazione e si esclude qualsiasi garanzia di accuratezza, completezza o idoneità a uno scopo particolare. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, che sono soggette a modifiche senza preavviso nel corso del tempo, possono non essere esaustive e sono quelle di, o ottenute dalla società che lo ha redatto o dalle sue società affiliate al momento della sua preparazione nella situazione economica attuale, e basate su opinioni, aspettative e/o proiezioni attuali, e non rappresentano le opinioni di Ceresio Investors Group.

Alcuni dei dati utilizzati si basano su fonti che si ritengono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma che non sono state verificate; pertanto 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, alla pubblicazione o all'utilizzo da parte di persone o entità in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe contrario a qualsiasi legge o regolamento pertinente o che assoggetterebbe Ceresio Investors Group a qualsiasi requisito normativo di tale giurisdizione, né è diretto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegale indirizzare tale documento. Si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

Non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni diretti o conseguenti derivanti da errori, imprecisioni o omissioni di informazioni contenute nel presente documento, né si assume alcuna responsabilità per l'aggiornamento o la correzione di eventuali imprecisioni emerse. Il presente documento può contenere informazioni proprietarie e riservate. La riproduzione, la duplicazione, la pubblicazione, l'estrazione, la trasmissione o altra divulgazione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma senza specifica autorizzazione scritta da parte di Ceresio Investors Group è severamente vietata.

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.