

L'inflazione abbassa la testa e i tassi caleranno ma con molta prudenza



In sintesi

Quel che rimane della tregua Iran-USA è la navigabilità dello Stretto di Hormuz, con rotazione della domanda tra i settori e i Paesi e con riduzione dell'inflazione.

Nel manifatturiero la riapertura dello Stretto riduce il fabbisogno di scorte prudenziali e quindi frena l'attività generata da tale domanda.

Nei servizi ripartono i viaggi turistici di lunga distanza, con beneficio soprattutto per alcune mete europee. In generale, marcia l'Asia, fornitrice delle componenti per la rivoluzione AI, mentre rallentano gli USA, per via di consumi più fiacchi.

La novità principale è che l'inflazione ha già iniziato a diminuire in giugno e ancora di più lo farà in estate grazie a domanda delle famiglie debole, salari calmi, margini pressati dalla concorrenza e politiche guardinghe.

Le Banche centrali hanno irrigidito la postura monetaria, più con parole che con opere. Ciò ha fatto salire ancora i tassi lunghi, che scenderanno grazie alle notizie sui prezzi al consumo, tirati giù anche da probabili sconti.

Nonostante la volatilità di mercato, l'aumento della spesa militare europea continua a sostenere una prospettiva di crescita pluriennale per il settore.

Autore



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



George Lee

Portfolio Manager,
Belgrave Capital
Management

Scritto da:
Luca Paolazzi

Tra una tregua e una guerra

Una tregua e una guerra senza frontiere. La tregua è quella a lungo cercata e infine ottenuta da Mr. Trump con l'Iran. La guerra, invece, è stata dichiarata da Mr. Warsh alla persistente inflazione USA. I due hanno agito a pochi giorni, anzi a poche ore, l'uno dall'altro e hanno cambiato, almeno nel breve periodo, lo scenario economico e finanziario. Vediamo come, partendo dalla scelta del più alto in grado dei due uomini.

L'alta posta in palio

Il cul de sac in cui gli USA sono stati tirati da Israele nello scatenare un confronto bellico con il satanico regime islamico di Teheran rischiava di trascinare l'economia mondiale in una dura recessione. Questione di poco tempo ancora e gli effetti della chiusura dello Stretto di Hormuz si sarebbero fatti sentire per carenza e onerosità dell'energia, determinando blocco di attività produttive e repressione di domanda. Quel tempo si sarebbe probabilmente materializzato in autunno, quando negli USA si voterà per rinnovare tutti i rappresentanti (deputati si direbbe in Italia) e un terzo dei senatori.

Perdere quelle elezioni di ampia misura avrebbe conseguenze catastrofiche per il Presidente americano, riducendone la libertà di azione e perfino ponendolo in stato di accusa da parte del Congresso (evento possibile ma improbabile). Questo spiega la voglia e la fretta di Mr. Trump di arrivare alla tregua, con riapertura dello Stretto. Tanta voglia e tanta fretta da: insultare Netanyahu che continuava imperterrito a bombardare il Libano, dando così all'Iran motivo per non firmare l'intesa; anticipare di due giorni la sigla di quell'intesa (dal venerdì 19 annunciato a mercoledì 17); dichiarare che le trattative per la pace finale continuano anche se i due contendenti hanno ripreso a darsi sberle missilistiche.

La brevità dello shock

Il vero shock bellico-energetico si sta dimostrando il più breve della storia, essendo l'impennata delle quotazioni di greggio e derivati durata appena tre mesi; posto che non si torni alla bellicosità precedente, per le ragioni su esposte, e con la risalita recente che ci ricorda quanto precario sia il quadro. Tanto che, se si volesse girare un film, si potrebbe titolarlo *Ha ballato una sola primavera*, parafrasando la bellissima opera cinematografica del 1951 diretta da Arne Mattsson (l'"Hitchcock svedese" lo battezzò il ben più celebre Alfred).

I mercati, consci della posta in gioco e della trumpiana tachitudine (neologismo qui coniato dall'acronimo aggettivante TACO affibbiato al Presidente americano), avevano iniziato a scontare tale esito all'inizio di aprile, mandando su le azioni e giù tassi e quotazioni petrolifere.

Manifattura e servizi invertono la marcia...

Le conseguenze economiche della riapertura dello Stretto sono numerose ed estese e hanno già iniziato a manifestarsi in giugno, nonostante la tregua sia arrivata a metà del mese superata. Conseguenze sotto forma di riavvolgimento dell'impatto sull'economia reale e sui prezzi al consumo.

L'attività delle imprese manifatturiere aveva beneficiato della politica precauzionale di accumulo delle scorte, attuata per evitare carenze e rincari degli input, e tra febbraio e maggio aveva accelerato. Già il mese scorso, invece, ha cominciato a frenare perché molte aziende hanno iniziato a svuotare i magazzini, con ripercussioni sui listini che approfondiamo sotto. All'opposto, in quegli stessi tre mesi i servizi, zavorrati da trasporti e turismo, sono stati penalizzati ed erano bruscamente andati indietro; adesso hanno ripreso a marciare in avanti (Grafico 1).

Gr.1

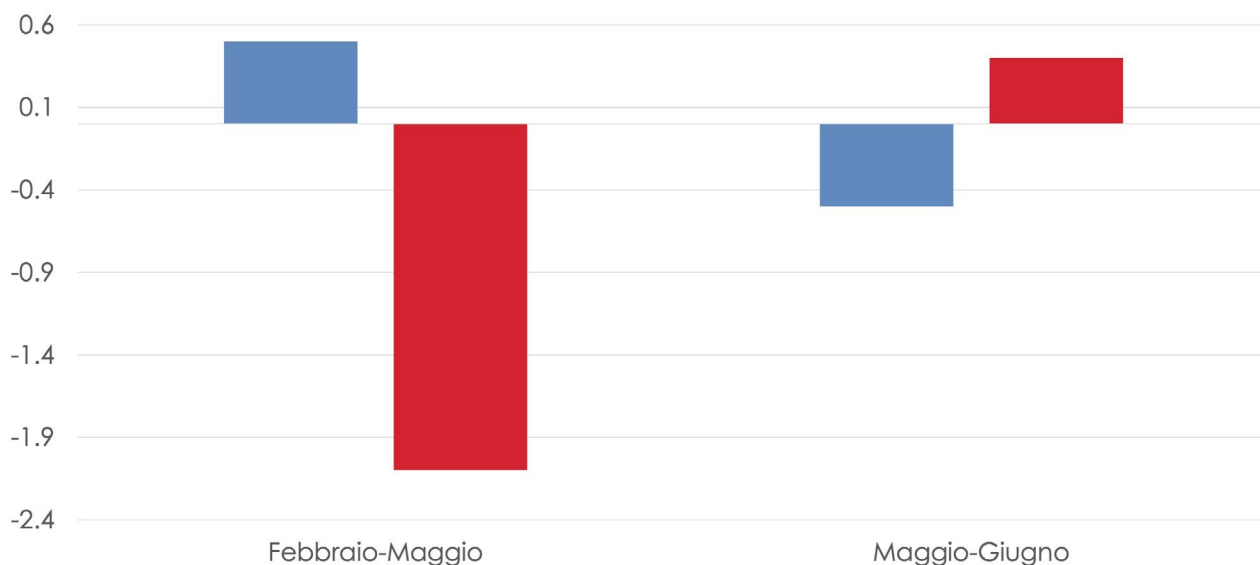
La rotazione dei settori...

(Economia globale, output, var. assoluta dell'indicatore PMI)

Fonte: Elaborazione REF su dati S&P Global

Manifattura

Servizi



...e Francia, Italia e Spagna migliorano

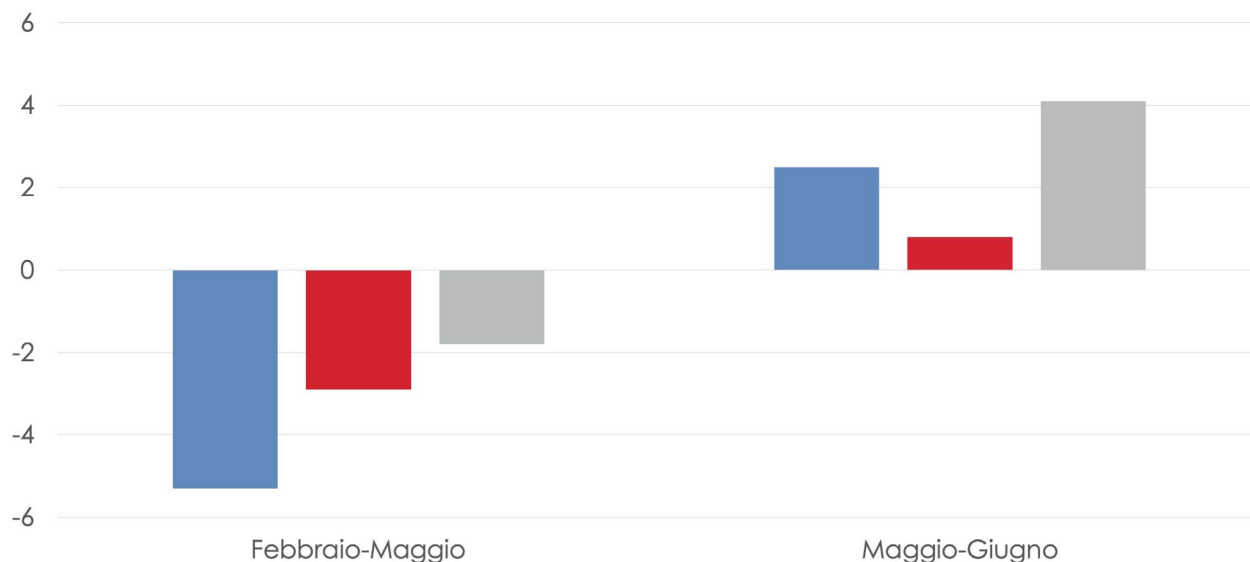
La flessione dell'attività dei servizi aveva colpito in particolare quei Paesi europei che sono le mete più gettonate dai turisti che arrivano da lontano, specie dall'Asia, ossia Francia, Italia e Spagna, che dopo la tregua hanno registrato progressi significativi nel terziario (Grafico 2).

Gr. 2

Nei servizi produzione yo-yo (Servizi, output, var. assoluta dell'indicatore PMI)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global

■ Francia
■ Italia
■ Spagna



La rotazione coinvolge anche altri Paesi non europei, con le più forti oscillazioni dal segno <-> al segno <+> nella variazione dell'indicatore composito dell'attività in Australia, Giappone e Brasile, mentre l'India sperimenta l'opposto cambio di segno (da <+> a <->). Per Cina e USA, per ora, quella rotazione non ha mutato granché.

Sugli Stati Uniti, però, merita sottolineare una conferma e una novità, entrambe che muovono in direzione di un rallentamento. La conferma è arrivata con i dati di occupazione di giugno, che si sono rivelati molto deboli e in linea con quanto rilevato nella scorsa edizione dell'Osservatorio, quando si era affermato che le statistiche che mostravano in maggio l'irrobustimento del mercato del lavoro americano erano state "pompate" dall'automatica revisione della correzione stagionale. La novità è nelle stime di crescita del PIL per il secondo trimestre, le quali erano arrivate fino al +4,3% annualizzato a metà maggio e ora sono all'1,3%; evidentemente la locomotiva a stelle e strisce ha perso molto slancio.

L'inflazione ha iniziato a calare

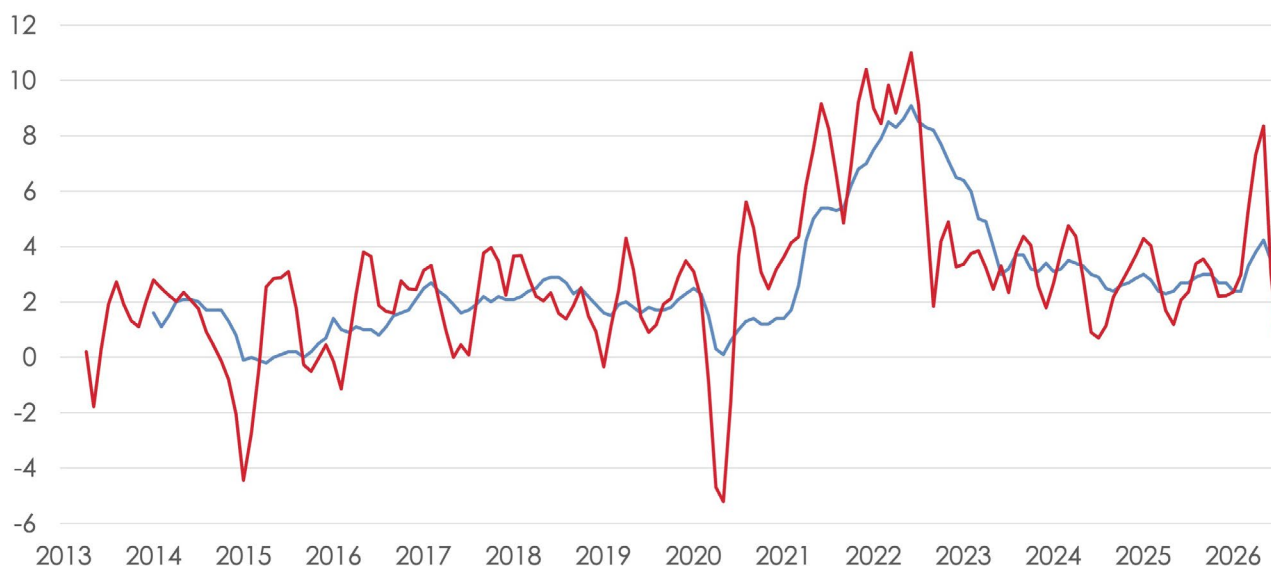
Comunque, nello scenario economico il mutamento più evidente e notevole, e inatteso per rapidità e misura, riguarda la dinamica dei prezzi al consumo. Infatti, in giugno l'inflazione ha cominciato a calare nell'Eurozona e negli USA (Grafico 3) ed è attesa diminuire in UK, oltre a essere scesa in Cina (che non fa molto testo giacché è in condizioni quasi deflazionistiche).

Gr. 3

L'effetto guerra sull'inflazione USA (Indice totale dei prezzi al consumo)

Fonte Elaborazione REF su dati US BLS e FED Cleveland

— Var. % su 12 mesi
— Var. % su 3 mesi annualiz., dati destag.



Per forza, si dirà, con il prezzo del petrolio sceso del 26% dal picco di 118 dollari (qualità Brent) del 29 aprile agli 87 del 12 giugno e poi fin sotto i 70 (per poi risalire a 86 il 14 luglio per il nuovo braccio di ferro tra Iran e USA). Sì e no, perché quella discesa fatica a traslarsi in pari flessioni di alcuni derivati e perché è diminuita anche l'inflazione core (ossia al netto di energetici e alimentari). E ancora più diminuirà in estate, per una serie di ragioni.

La prima ragione è che i consumi delle famiglie sono tutt'altro che esuberanti, intimiditi dalla grande incertezza causata dalle politiche statunitensi (guerra dei dazi nel 2025, guerra all'Iran nel 2026) e frenati da politiche di bilancio e monetarie che sono al più neutrali se non restrittive (nel 2021-22 erano invece iperespansive). La seconda ragione è che i salari sono in rallentamento e hanno perso potere d'acquisto, essendosi normalizzato il mercato del lavoro, come mostrano i posti vacanti (Grafico 4).

Gr. 4

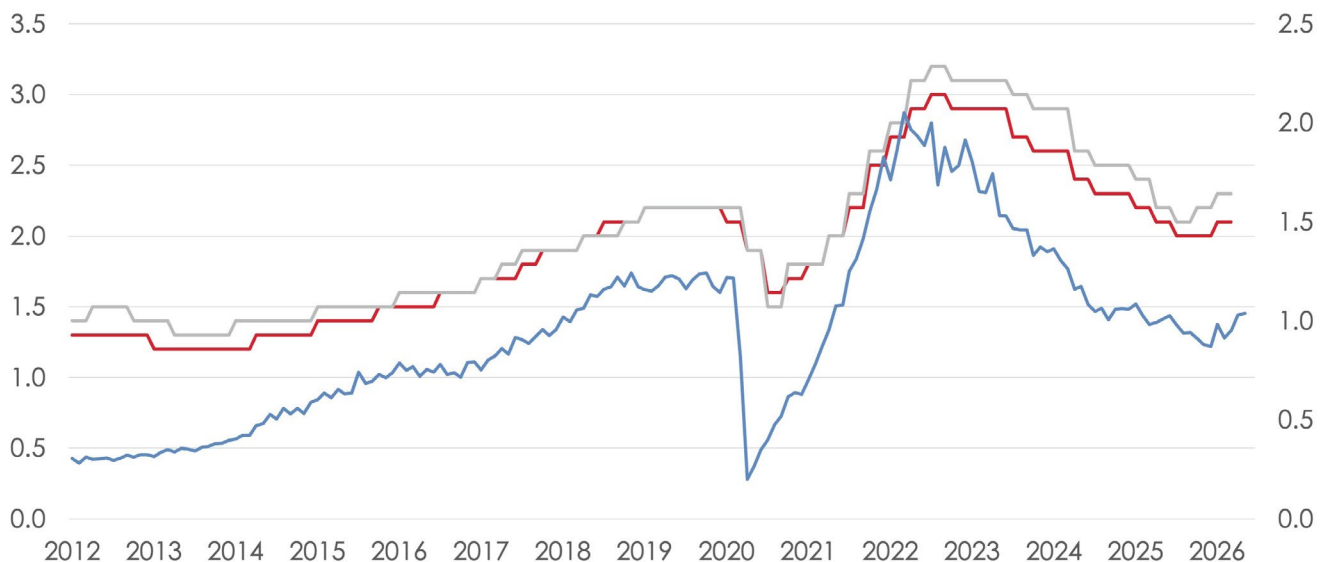
Lavoro: posti vacanti non più record

(Rapporto assoluto* e %**)

*Tra posti vacanti e disoccupati in USA **Tra posti vacanti e somma di posti occupati e vacanti in EU e EUR

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati US BLS e EUROSTAT

— USA (dx)
— UE
— Euroarea



In arrivo sconti nei listini

La terza ragione è che con grande probabilità le imprese praticheranno sconti. Infatti, come detto sopra le aziende manifatturiere hanno riempito i magazzini di materie prime, semilavorati e prodotti finiti, per cautelarsi contro le ricadute del prolungamento del conflitto nel Golfo Persico. Ora che questo rischio ad alto potenziale dirompente sta scemando, quelle scorte si riveleranno eccessive e andranno smaltite per ridurre il capitale circolante impegnato; anzi, lo smaltimento è già partito.

Nei servizi le compagnie aeree (grazie alla diminuzione del jet fuel: -45% dai massimi) e le catene alberghiere (che hanno meno presenze di ospiti asiatici del solito) offriranno tariffe più basse per consentire alla stagione turistica di decollare anche nel segmento dei lunghi viaggi. Cosicché, sommando tutte queste tre ragioni, osserveremo in estate variazioni mensili negative dei prezzi al consumo e rapide marce indietro in quelle tendenziali.

Eppure i tassi sono saliti: l'effetto Warsh

Nonostante l'ampia riduzione del prezzo del petrolio e dei suoi derivati (sebbene questi ultimi fatichino di più a calare), i segnali evidenti di raffreddamento dei prezzi al consumo, alcune dichiarazioni distensive dei banchieri centrali riuniti al simposio annuale nella portoghese Sintra e la performance debole nella creazione di nuovi posti di lavoro in USA, i tassi a lungo termine hanno continuato a salire, sia quelli nominali sia quelli reali. Ci sono due spiegazioni di questa viscosità, la prima è strutturale e la seconda congiunturale. Partiamo da quest'ultima, che chiama in causa il secondo uomo citato all'inizio.

Kevin Warsh ha debuttato il 17 giugno (ossia lo stesso esatto giorno della firma digitale della tregua Iran-USA) come Presidente della FED e l'ha fatto dichiarando guerra aperta all'inflazione. Oltre che al gender politically correct: nella trascrizione della conferenza stampa è tornata la parola Chairman (Presidente maschio), dopo più di dodici anni in cui era stato usato il termine neutro Chair.

Formalmente Warsh ha ribadito che il mandato della Banca centrale americana è duale: stabilità dei prezzi e massima occupazione. Non poteva fare altrimenti, perché quel dualismo discende direttamente dal dettato del Congresso. Di fatto, sia nelle parole usate nella conferenza stampa (per esempio: <Con piacere vi riferisco che i membri del FOMC sono univoci e unanimi: questo Comitato garantirà la stabilità dei prezzi>) sia nella scelta dell'oggetto delle cinque commissioni che ha insediato, l'obiettivo della massima occupazione è sfumato nello sfondo fino a scomparire (quasi).

Se per la FED conta solo l'inflazione

Questa scomparsa cambia completamente la reazione di mercati di fronte all'uscita delle statistiche economiche, perché quelli che contano ora sono solo i dati sull'andamento dei prezzi, mentre quelli relativi all'occupazione sono diventati assai meno rilevanti. Perciò quando i nuovi posti di lavoro degli ultimi tre mesi sono passati dai 565mila riportati ai primi di giugno ai 334mila rilasciati il 2 luglio il mercato obbligazionario ha fatto spallucce e non ha sostanzialmente modificato il tasso decennale sui titoli del Tesoro; in passato li avrebbe spinti giù con decisione, anticipando una politica monetaria più da "colomba".

Ciò non significa che i tassi americani resteranno alti. Ma che per farli scendere occorrono numeri chiari di diminuzione dell'inflazione, numeri che stando alle ultime stime della stessa FED arriveranno in estate.

Si potrebbe obiettare che la "faccia feroce" di Warsh contro l'inflazione può spiegare i tassi statunitensi, mentre rispetto a prima della guerra il costo del denaro a dieci anni è aumentato un po' ovunque: +49 punti base sui Bund tedeschi, +50 sui T-bond USA, +53 sui Bonos spagnoli, +56 sugli OAT francesi, +58 sui JGB nipponici, +61 sui GILTs inglesi e +65 sui BTP italiani (dati rilevati alle ore 10 del 14 luglio). Non è una novità: comportamenti analoghi si sono avuti in passato di fronte ai "colpi d'ala dei tassi americani" (come li chiamò un banchiere centrale italiano nel 1994).

Tutte le banche centrali come un sol uomo

Affinché ciò avvenga, però, occorre che anche le altre Banche centrali abbiano un atteggiamento di irrigidimento verso l'allontanamento dell'inflazione dalla retta via, e questo irrigidimento c'è in Europa (BCE e Banca d'Inghilterra) come in Asia (Banca del Giappone) e oltre (Banca di Riserva dell'Australia). Nell'ultimo mese tutte si sono dette pronte ad aumentare i tassi se necessario a perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Insomma, sono diventate epigoni della famosa caricatura dell'esercito di Franceschiello, alias Francesco II di Borbone, ultimo sovrano del Regno delle Due Sicilie; esercito che durante le sfilate doveva sfoggiare il suo ardimento obbedendo agli ordini di "Facite a faccia feroce!", "Facite a faccia cchiù feroce!", "Facite a faccia ferocissima!" e, dopo essere passati di fronte alle autorità, "Facite a faccia e' fessi".

Di fatto, con le loro molte dichiarazioni e con le loro poche azioni (i rialzi dei tassi si contano sulle dita di una mano, e nemmeno tutte), hanno "parlato su" (*talked up*) i tassi, facendo fare al mercato la grossa parte del lavoro sporco di tirare le redini monetarie.

Tanti investimenti per molti anni...

La spiegazione congiunturale basterebbe e avanzerebbe a dar conto dei rialzi dei tassi lunghi, ma val la pena di esaminare la spiegazione strutturale perché rivelerebbe la vera origine dell'innalzamento del costo del denaro. Questa spiegazione afferma che c'è e ci sarà un'alta domanda di finanziamento per gli importanti investimenti dettati dai tre megatrend, ossia la transizione energetica, la transizione digitale (con AI) e la difesa. Questa alta domanda c'è da tempo e proseguirà per molto tempo. Tuttavia, si aggiunge a ragione, c'è stata una novità significativa negli ultimi mesi.

Tale novità è costituita dalle mega-emissioni di debito e di azioni da parte delle grandi società che più investono in AI, le quali fino a quasi tutto lo scorso anno coprivano le loro enormi e crescenti immobilizzazioni con la cassa ricavata dai business tradizionali. Dunque, un'importante domanda di fondi si è aggiunta a quella già esistente.

...con poche tracce nei numeri

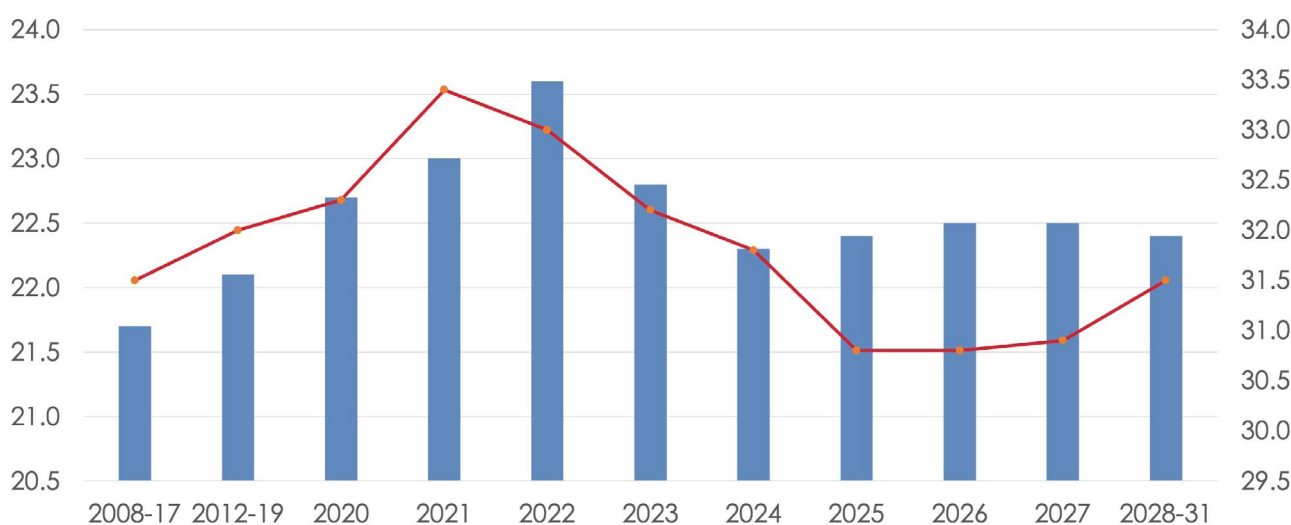
Tuttavia, la spiegazione strutturale trova scarse conferme nei numeri sul peso degli investimenti fissi lordi sul PIL, ossia sulle risorse generate ogni anno. Peso che nelle economie avanzate è salito di un decimo di punto percentuale nel 2025 rispetto al 2024 ed è stimato salire di un altro decimo quest'anno, per poi stabilizzarsi nel 2027 e calare di un decimo nel 2028-31. Nelle economie emergenti, che comprendono Cina e India e che pesano per più della metà del PIL globale (in parità di potere d'acquisto), il peso degli investimenti è calato di un punto percentuale tra 2024 e 2025, è atteso rimanere fermo nel 2026 e salire di un decimo nel 2027 (Grafico 5).

Gr. 5

Investimenti poco mossi (Investimenti fissi lordi in % del PIL)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati e previsioni FMI

■ Economie avanzate
— Economie emergenti (dx)



È vero che questi sono numeri ex-post, mentre l'aumento della richiesta di fondi per gli investimenti è ex-ante, cosicché l'incremento dei tassi funziona da calibro che seleziona quelli più redditizi. Tuttavia, nel 2025, quando in USA gli acquisti di attrezzature e software sono saliti dal 10,5% al 10,9% del PIL (valori a prezzi correnti), il rendimento sui T-Bond decennali è sceso dal 4,63% di gennaio al 4,14% di dicembre, mosso dalle attese di tagli nel tasso FED.

Banchieri centrali come San Tommaso

Le statistiche, quindi, indicano come gli indubbi e rilevanti impegni di accumulazione di capitale sui vari fronti sopra elencati muovano poco la pressione degli investimenti sulle risorse e, quindi, giocano un ruolo da comprimario nel rialzo dei tassi di interesse. L'attore principale rimane l'irrigidimento delle politiche monetarie, che richiederà qualche tempo e solide evidenze di cessato allarme inflazionistico.

Un po' come San Tommaso. Solo che invece del dito nella piaga, stanno mettendo il sale del più alto costo del denaro sulle ferite di guerre, shock energetici e altri colpi alla tenuta economica e sociale l'irrigidimento delle politiche monetarie, che richiederà qualche tempo e solide evidenze di cessato allarme inflazionistico.

Scritto da:
George Lee

Difesa europea: il tempo dei fondamentali

I titoli della difesa europea sono stati tra i grandi vincitori del 2025. Molti Paesi del continente hanno finalmente assunto l'impegno di aumentare in modo strutturale e pluriennale la spesa militare, invertendo una tendenza durata oltre trent'anni che, dalla fine della Guerra Fredda, aveva portato a una progressiva riduzione degli investimenti nel settore. Gli investitori hanno reagito riversando ingenti capitali sulle società della difesa.

Eppure, nel corso di quest'anno, questi titoli hanno registrato correzioni significative, con ribassi compresi tra il 20% e il 50%. A prima vista, ciò potrebbe apparire sorprendente. Il flusso di notizie sembrava infatti favorevole all'industria, con l'escalation del conflitto tra Stati Uniti e Iran che si è aggiunta alle guerre già in corso in Ucraina e in Libano.

Una prima spiegazione risiede nel punto di partenza. Dopo le performance eccezionali del 2025, molte società del comparto trattavano a valutazioni elevate. Al picco, uno dei principali protagonisti dell'industria tedesca della difesa quotava a un rapporto prezzo/utili superiore a 80 volte, mentre anche aziende più mature e stabili superavano le 30 volte gli utili. In altre parole, il ritorno alla crescita era già ampiamente incorporato nei prezzi di mercato. Il secondo fattore riguarda la natura stessa del settore, che nel breve periodo può risultare complessa da prevedere. I principali clienti sono i governi, le cui risorse, pur significative, non sono illimitate. La Germania parte da una posizione particolarmente favorevole, grazie a un basso livello di debito pubblico e a conti relativamente solidi. Per Paesi come Regno Unito e Francia la situazione è più articolata: la volontà politica di aumentare la spesa per la difesa è evidente, ma individuare le aree di bilancio da cui riallocare le risorse è spesso più difficile. Inoltre, il processo può subire rallentamenti a causa di dibattiti politici che riguardano anche temi estranei alla difesa.

Si tratta tuttavia di ostacoli di breve termine che non sembrano compromettere la validità della tesi d'investimento nel medio periodo. Una nuova categoria di investitori, spesso con limitata esperienza nel settore, è entrata sul mercato acquistando titoli a multipli elevati e attendendosi risultati immediati. Con il passaggio da una narrazione caratterizzata da

aspettative molto ottimistiche a una realtà operativa inevitabilmente più complessa, il capitale più speculativo ha iniziato a spostarsi verso altri temi di mercato percepiti come più promettenti.

L'ultimo vertice NATO non ha prodotto annunci spettacolari come quelli dell'anno precedente, quando fu introdotto l'obiettivo di destinare il 5% del PIL alla difesa. Tuttavia, ha ribadito con forza tali impegni, concentrandosi soprattutto sugli aspetti operativi: accordi di approvvigionamento, il lancio dell'iniziativa Drone Edge dedicata alla guerra con droni, nuovi aiuti all'Ucraina e, soprattutto, l'espansione della capacità produttiva necessaria a rimuovere i colli di bottiglia lungo la catena di fornitura.

Nel complesso, questi sviluppi confermano che i governi occidentali intendono investire seriamente nel settore. Ancora più importante, è possibile osservare concretamente il flusso di risorse verso l'industria. Sul fronte pubblico, la spesa è già in aumento: la Germania è passata da 67 miliardi di euro nel 2023 a circa 94 miliardi nel 2025, con l'obiettivo di raggiungere tra 150 e 200 miliardi entro la fine del decennio. Il Regno Unito è salito da 53 miliardi di sterline nel 2023 a oltre 70 miliardi quest'anno, mentre la Francia ha registrato una crescita analoga, da circa 55 a 70 miliardi di euro. Anche Italia e Spagna, pur mostrando minore entusiasmo rispetto agli obiettivi NATO più ambiziosi, hanno incrementato significativamente i propri investimenti in termini percentuali.

La dinamica emerge chiaramente anche dai risultati finanziari delle aziende quotate. I grandi gruppi multinazionali dovrebbero registrare nel 2027 ricavi superiori di circa il 40% rispetto al 2024, mentre alcuni fornitori fortemente esposti al mercato tedesco potrebbero addirittura raddoppiare il fatturato nello stesso periodo. Inoltre, queste società stanno acquisendo commesse con orizzonti temporali che si estendono fino al prossimo decennio, fornendo una solida visibilità sulla crescita dei ricavi fino al 2030 e oltre.

In conclusione, i governi hanno confermato la volontà di aumentare la spesa per la difesa e oggi è possibile seguire concretamente il percorso delle risorse pubbliche fino ai bilanci delle imprese del settore. Nonostante ciò, la recente correzione delle quotazioni ha riportato molte società a trattare a meno di 20 volte gli utili attesi per il 2027. Per gli investitori di lungo termine, potrebbe dunque aprirsi l'opportunità di tornare a investire in una storia di crescita pluriennale, questa volta a valutazioni più ragionevoli.

This communication is issued by Belgrave Capital Management Limited ("BCM"), authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").

Opinions expressed in this document are those of individuals at firms visited by BCM and do not represent the opinions of BCM.

This communication is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction where this would be contrary to any relevant law or regulation or which would subject BCM or its affiliates to any regulatory requirements of such jurisdiction. In addition, it does not constitute a research recommendation (as defined by the rules of the FCA). It is not intended for distribution to retail clients nor does it constitute a solicitation, invitation, recommendation or offer in respect of any securities, investment products or investment advisory services; nor does it constitute investment, legal, tax or other advice and it should not be interpreted as such. You should consider seeking independent professional advice prior to making any investment decisions. The information in this communication may not be comprehensive and is subject to change without notice having been based on sources believed to be reliable but which have not been verified. Some statements may be forward looking and based on current opinions, expectations and/or projections. Past performance is not a reliable indicator of future performance and the price of units can go down as well as up. The return may decrease or increase as a result of changes in rates of exchange. No express or implied warranties or representations are made with respect to the information contained within this communication and all warranties of accuracy, completeness or fitness for a particular purpose are disclaimed. No responsibility is accepted by BCM or any affiliate for any loss or damage direct or consequential arising out of any error, inaccuracy or any omission of any information in this document nor is any responsibility accepted to update or correct any inaccuracies which may have become apparent. This document contains proprietary and confidential information. The reproduction, disclosure, or use of any portion of this document without specific written authorisation from BCM is strictly prohibited.

Copyright 2026.



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.