ceresio investors

La tempesta Trump spazza via il tabù tedesco sul deficit pubblico

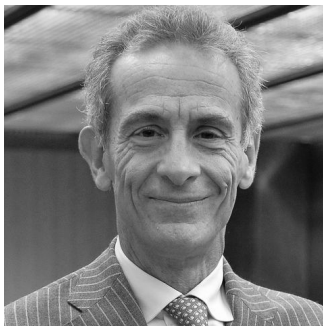
OSSERVATORIO

MARZO 2025

IN SINTESI

- La minaccia di rimanere senza difesa spinge la Germania a superare il freno al debito pubblico iscritto nella Costituzione
- La rivoluzione copernicana porta a più cannoni e più burro, sottoforma di investimenti in infrastrutture materiali e immateriali
- La riconversione industriale aiuta a superare la crisi dell'automotive e a rilanciare l'economia dell'Eurozona
- Le misure economiche di Trump sono state scagliate contro i nemici ma hanno colpito la fiducia dei consumatori e degli imprenditori americani
- La BCE di fronte a un nuovo mix di policy, ma il taglio dei tassi non è finito mentre la FED resta a guardare
- L'Asia resta il primo motore dell'economia globale
- George Lee - Portfolio Manager, Belgrave Capital Management - analizza come le circostanze politiche mondiali abbiano fatto registrare un forte interesse per le aziende europee nel settore della difesa

AUTORE



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors

LA TEMPESTA TRUMP SPAZZA VIA IL TABÙ TEDESCO

La **tempesta Trump** è arrivata, con una violenza inaspettata. Ma non tutto il male vien per nuocere. O, per rimanere in campo meteorologico: <Non tutte le tempeste arrivano per distruggerti la vita. Alcune arrivano per pulirti il cammino>, potremmo affermare ispirandoci a Seneca. Partiamo dal bene che ne può scaturire.

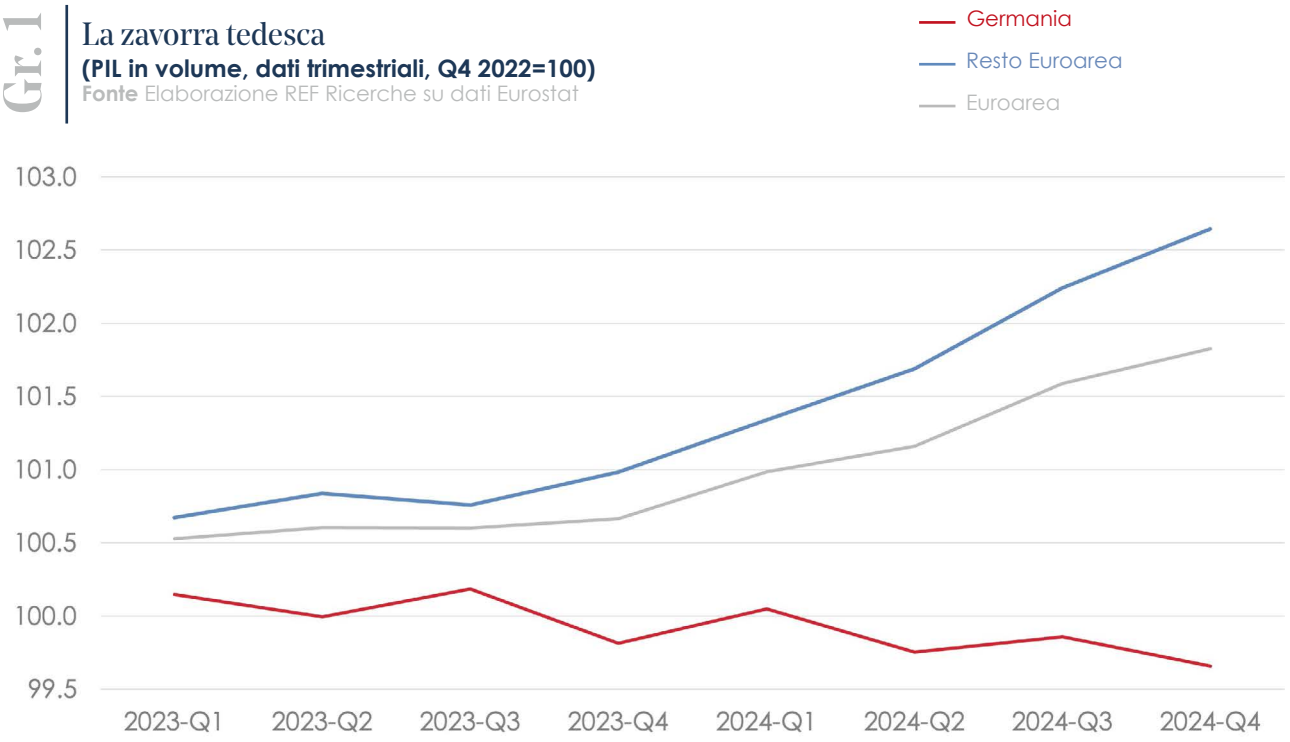
Nell'ultimo mese il Presidente USA ne ha fatte e dette di cotte e di crude (più dette che fatte). Tra le molte, ha minacciato di non proteggere più militarmente i Paesi europei che spendano in difesa meno del 2% del PIL. Così la **Germania** ha accantonato il **tabù del deficit pubblico** (sulle origini di tale tabù si veda la Newsletter XXIX di Ceresio Investors). La motivazione inoppugnabile per abbandonarlo è la necessità di riarmarsi; ma visto che c'era ha deciso di creare un consistente **fondo di quasi il 12% del PIL** da impiegare in un decennio per infrastrutture, scuole, transizioni verde e digitale, ospedali, ricerca e sviluppo, protezione civile… Insomma, **cannoni e burro**.

LA GERMANIA IN TESTA AL PLOTONE DELL'EUROAREA

La lista lunga e varia di spese fa capire che la svolta tedesca **non è una tantum e mirata**: per un decennio le uscite pubbliche sproneranno la domanda interna. Così, finalmente, dopo due anni di **zavorramento** del resto dell'Euroarea, ora si metterà alla testa del plotone (nel significato ciclistico, non militare; Grafico 1).

Gr. 1

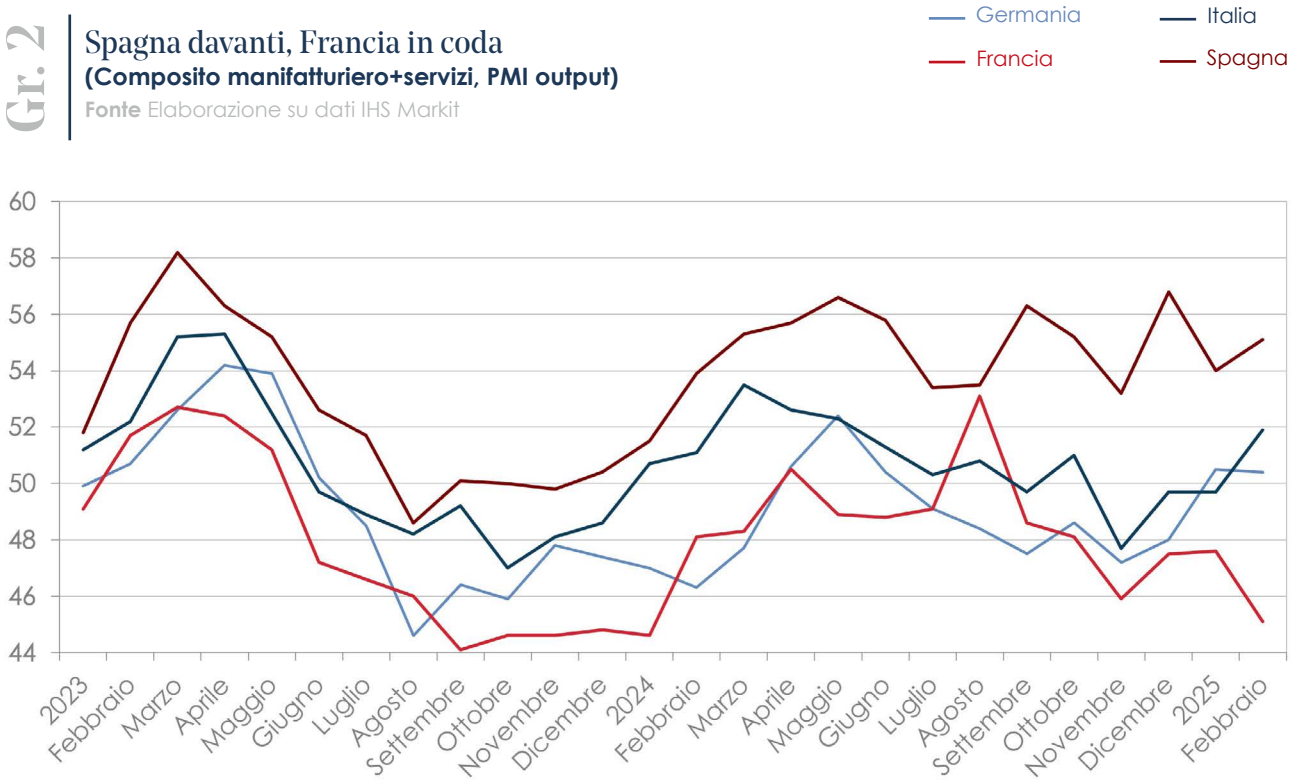
La zavorra tedesca
(PIL in volume, dati trimestriali, Q4 2022=100)
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati Eurostat



È una rivoluzione copernicana che avviene quando l'**Euroarea** continua a faticare per uscire dalla stagnazione. Anche perché per la grande economia tedesca che va meno peggio, c'è **quella francese** che ha visto deteriorare la sua performance. Mentre **Italia** e soprattutto **Spagna** procedono decisamente più spedite (Grafico 2).

Gr. 2

Spagna davanti, Francia in coda
(Composito manifatturiero+servizi, PMI output)
Fonte Elaborazione su dati IHS Markit



DALL'AUTOMOTIVE AI CARRI ARMATI: LA RICONVERSIONE BRUTTA MA UTILE

L'aumento della spesa in armamenti ha una **ricaduta produttiva**, mentre il maggior indebitamento della Repubblica federale ne ha una di politica monetaria. Sul fronte della produzione, le armi sono **beni industriali**. È vero che oggi le guerre si combattono soprattutto con mezzi leggeri e digitali (esempio: le devastanti incursioni dei droni), ma il territorio poi va occupato e presidiato con quelle più tradizionali, benché attrezzate con elementi di intelligenza artificiale. E sono **manufatti metalmeccanici**, ossia dello stesso comparto che soffre di più per la crisi strutturale dell'automotive. Per quanto moralmente biasimevole,

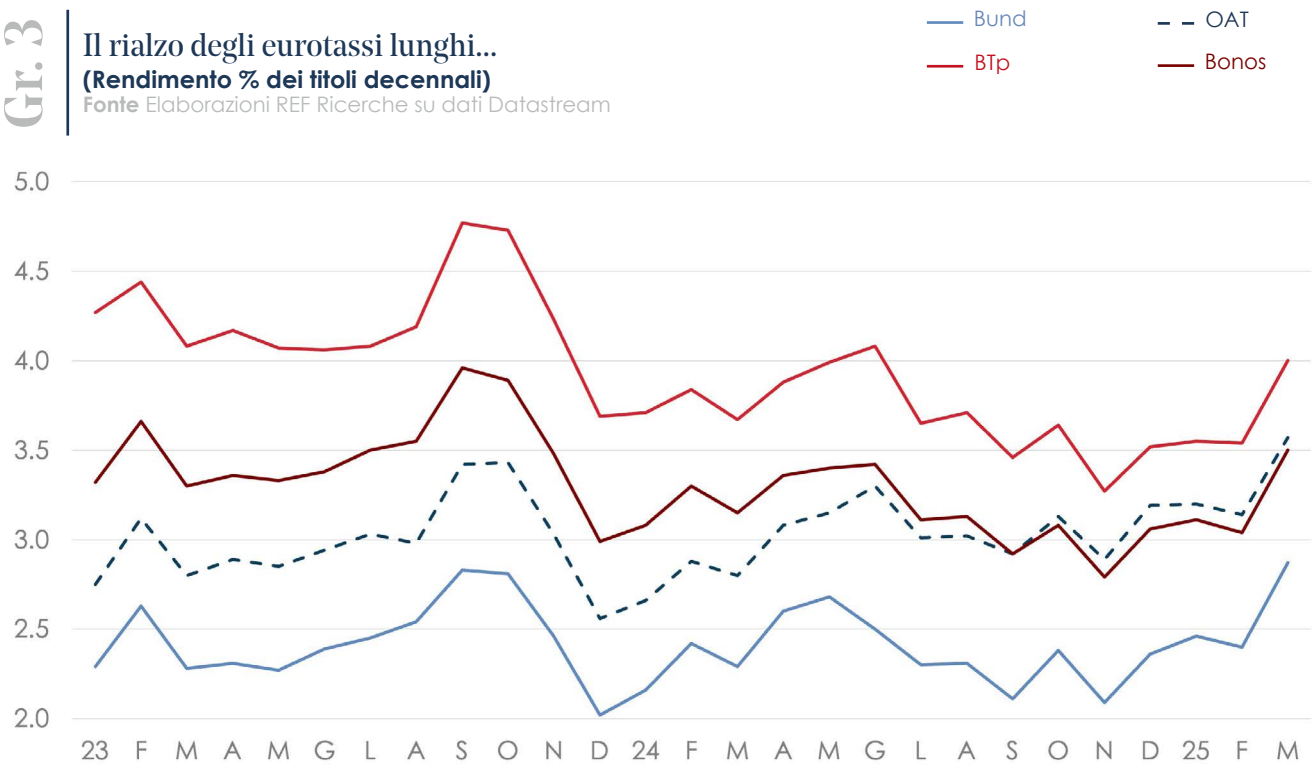
la **riconversione industriale** dalle autovetture ai carri armati e altri mezzi per l'esercito aiuta a conservare posti di lavoro e competenze e a risollevare la crescita. Inoltre, la riconversione richiede di ripensare processi e non solo prodotti, portando a guadagni di produttività, dato che – riconversioni nel corso della WW2 lo confermano – i nuovi processi hanno un 'dual use' per le produzioni civili.

SUL TAVOLO DELLA BCE UN NUOVO MIX DI POLICY, E L'EURO SALE

Sul piano delle **scelte della BCE**, una politica di bilancio europea che diventa più espansiva, grazie al maggior deficit tedesco e al RiarmEU, cambia il **mix di policy** e induce la politica monetaria a essere più attendista. Questo hanno correttamente letto i **mercati obbligazionari**, che hanno spinto nettamente all'insù il rendimento dei titoli pubblici a lunga scadenza, e **valutario**, che ha premiato l'**euro** contro il dollaro e il franco svizzero (Grafici 3 e 4).

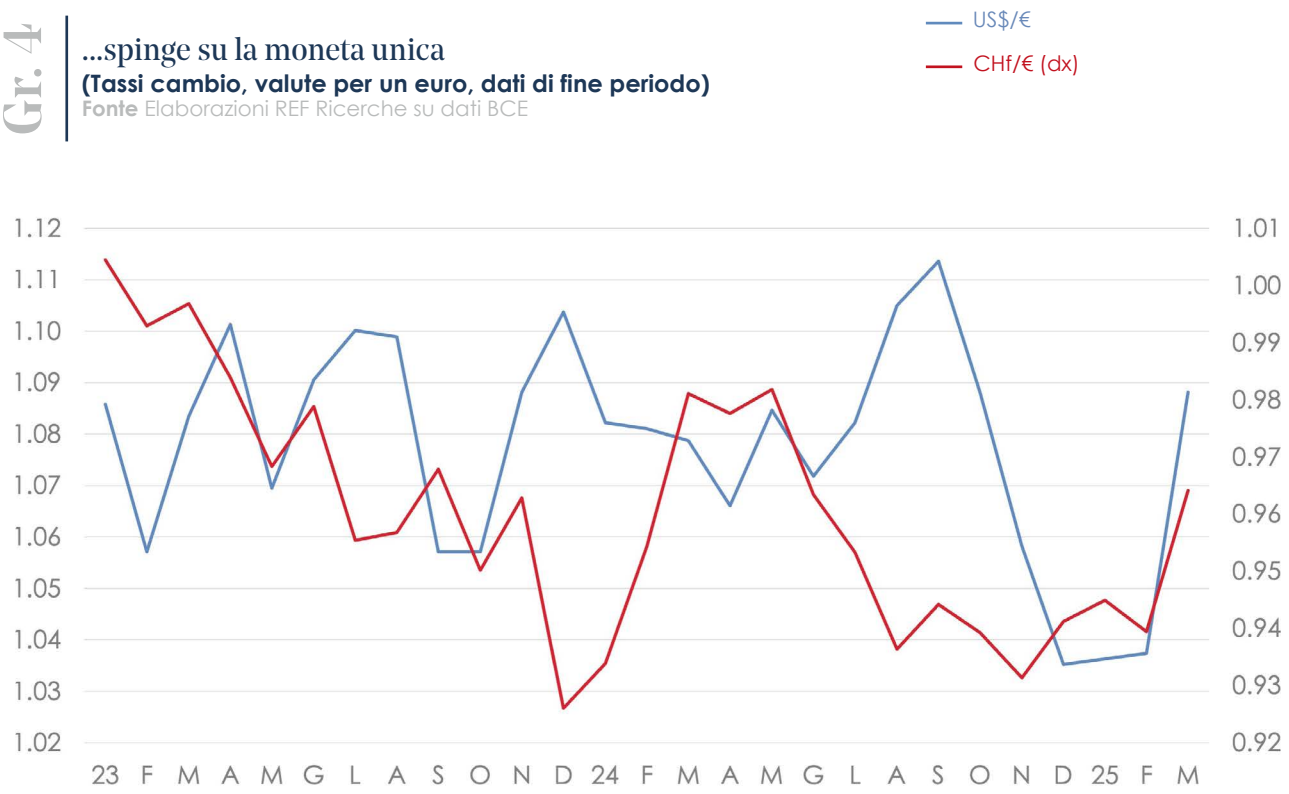
Gr. 3

Il rialzo degli eurotassi lunghi...
(Rendimento % dei titoli decennali)
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati Datastream



Gr. 4

...spinge su la moneta unica
(Tassi cambio, valute per un euro, dati di fine periodo)
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati BCE



POLITICA MONETARIA EUROPEA NON PIÙ RESTRITTIVA...

Tra riduzione della parte breve controllata dalla BCE e salita di quella lunga, ora la **curva dei tassi** nell'Eurozona è diventata inclinata positivamente per la prima volta da febbraio 2023. Secondo una certa metrica, ciò indicherebbe che la politica monetaria non è più restrittiva. Anche un altro parametro fornisce la medesima valutazione: il **tasso reale** a breve termine è nullo o leggermente negativo, usando l'inflazione core di febbraio. Non accadeva da ottobre 2023. Vuol dire che il lavoro della BCE di riduzione del costo del denaro è terminato?

...MA C'È SPAZIO PER ALTRI TAGLI DEI TASSI

Calma e gesso: l'ulteriore discesa dell'inflazione verso l'obiettivo della BCE e il persistere nei prossimi mesi di condizioni di debolezza dell'economia spingeranno il Consiglio a **tagliare ancora**, fino a tre quarti di punto. Ma tutto dipenderà una volta di più dai dati e dalla loro valutazione. Nei frangenti vissuti in questi ultimi cinque anni (nel marzo 2020 il coronavirus iniziava a dilagare in Europa) i **modelli previsivi** aiutano poco, perché gli eventi accaduti hanno modificato almeno nell'immediato i **comportamenti socio-economici** e anche la presa della politica monetaria si è fatta meno salda.

TRUMP-ZEUS MINA LA FIDUCIA

Tornando alla tempesta Trump, non si può dire che le misure economiche della nuova Amministrazione siano state fulmini a ciel sereno, ma non di meno sono state varate con lo stesso impeto con cui **Zeus scaglia le saette** contro i nemici. In questo caso gli avversari sono i **concorrenti stranieri**, da colpire con i dazi, e i **dipendenti federali**, da licenziare in tronco. Oltre agli **immigrati**, da arrestare e deportare. Gli effetti non sono ancora apprezzabili quantitativamente, nel senso che sono usciti troppi pochi dati "duri" per fornire una valutazione anche provvisoria. Qualitativamente le statistiche "soft" e la reazione di Borsa danno **pollice verso**.

Zeus rappresentato con il doppio fulmine e scettro, Pittore di Nekya (450-425 a.C.). Foto da Archivio Beazley

Perdita di **fiducia**, aumento dell'**incertezza**, diffusione della **paura** sono i cambiamenti prevalenti nei sentimenti tra i consumatori, gli imprenditori e i lavoratori. I consumatori temono che ci sarà maggiore inflazione, dovuta ai rincari dei beni importati. Gli imprenditori non sanno quale sarà il punto di caduta della guerra tariffaria. I lavoratori sentono più precari i posti di lavoro, dopo che sono stati mandati a casa dall'oggi al domani **duemila pompieri** (tra i quali due ex atleti olimpici e veterani militari), considerati tra gli occupati pubblici più preziosi.

Dai massimi **Wall Street** è arretrata di oltre il 10% (indice S&P500) in meno di tre settimane, prima di recuperare quasi tre punti percentuali. L'intensità dell'uso del termine <**recessione**> rilevata da Google è decuplicata in pochi giorni a marzo, prima di rientrare. Ma non basta la parola per provocare l'arretramento dell'economia e per ora i numeri parlano di **brusco stop dei consumi** e di rallentamento del **mercato del lavoro**, entrambi in precedenza "torridi".

E LA FED RESTA A GUARDARE

È rassicurante che l'**eccesso di risparmio** accumulato durante la pandemia sia ancora consistente e la maggiore parsimonia registrata in gennaio è più una normalizzazione dopo i cali di novembre e dicembre (Grafico 5). Tuttavia, è importante continuare a **stare sul chi va là** e monitorare tutti i dati, per avere conferme o smentite del deterioramento delle condizioni reali statunitensi e della sua entità. Anche le vendite al dettaglio in febbraio indicano indebolimento.

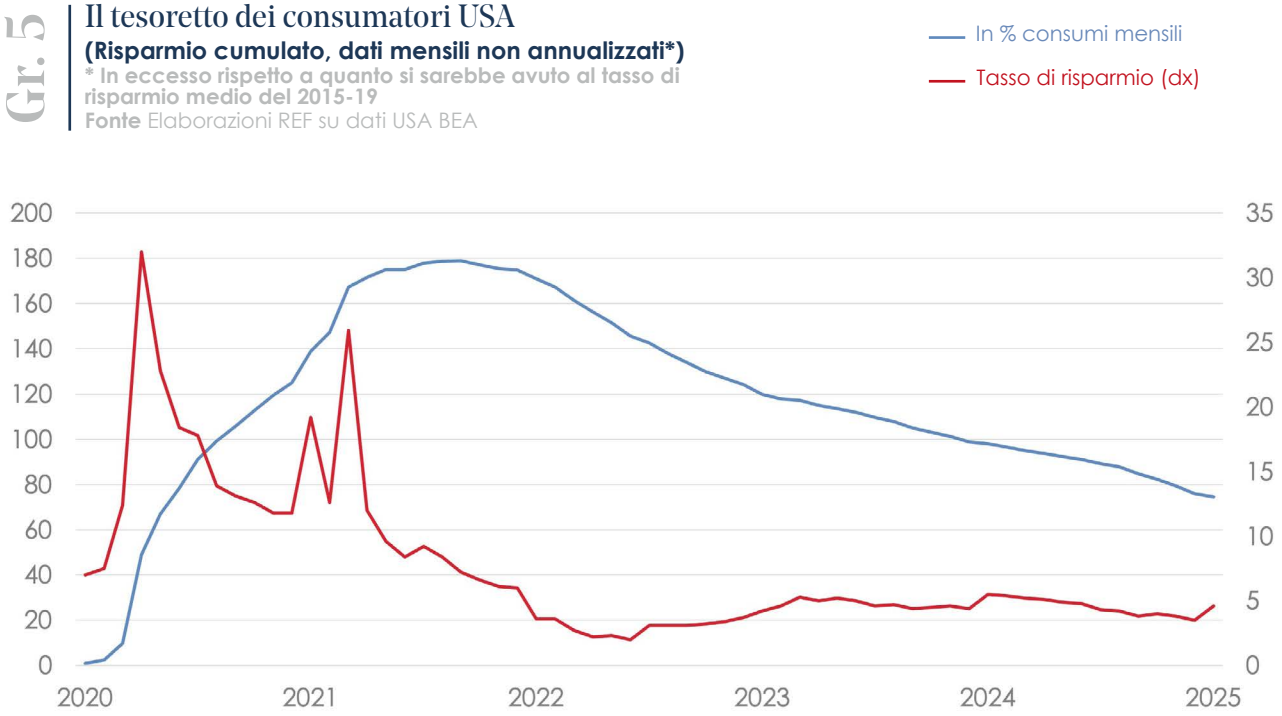
Gr. 5

Il tesoretto dei consumatori USA

(Risparmio cumulato, dati mensili non annualizzati*)

*** In eccesso rispetto a quanto si sarebbe avuto al tasso di risparmio medio del 2015-19**

Fonte Elaborazioni REF su dati USA BEA



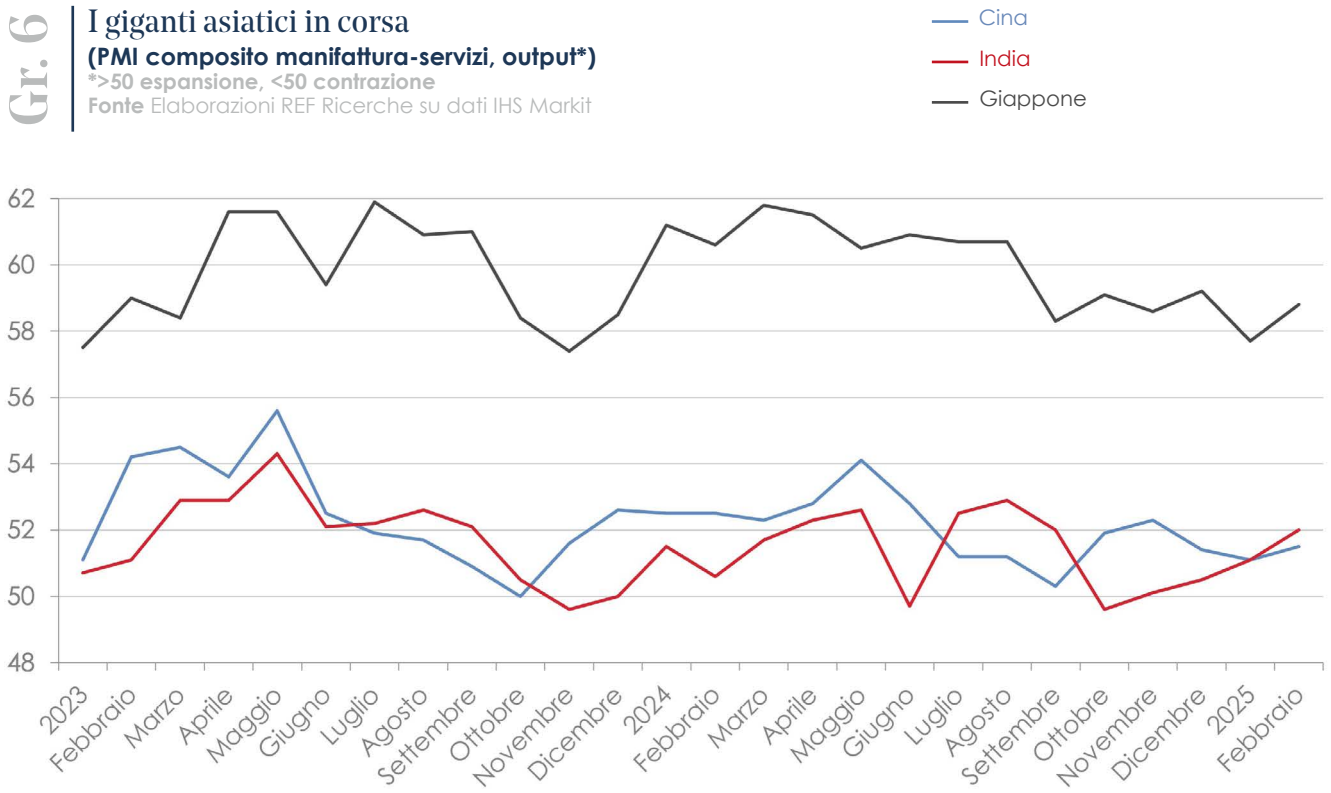
Di fronte a questo quadro denso di incognite e con un mercato del lavoro che non ha finora mostrato segnali di rapido deterioramento (le richieste di sussidi di disoccupazione sono aumentate appena e i posti vacanti restano molti) la **FED resterà alla finestra**, attenta ai riflessi sull'inflazione delle politiche trumpiane.

ASIA GRAN MOTORE DEL MONDO

Il mondo non si esaurisce con Europa e Stati Uniti, e nella parte maggiore dell'economia globale le notizie congiunturali sono di miglioramento: l'**India** ha riaccelerato nella sua corsa veloce ai livelli di sviluppo più avanzati, ancora lontani; la **Cina** beneficia sia del nuovo atteggiamento più conciliante di Xi Jinping verso l'iniziativa privata e sia delle misure espansive varate e promesse; il **Giappone** ha lasciato alle spalle i trent'anni di deflazione e trarrà giovamento dall'aumento degli scambi commerciali intrarea (Grafico 6).

Gr. 6

I giganti asiatici in corsa
(PMI composito manifattura-servizi, output*)
*>50 espansione, <50 contrazione
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati IHS Markit



L'INFLAZIONE SPINGE AL RIALZO LA BANK OF JAPAN

L'**inflazione** continua a essere una variabile chiave per le decisioni delle Banche centrali e le scelte di portafoglio. Infatti, la sua tendenza resta alla riduzione, però in modo graduale e questo costringe sia FED che BCE (e Bank of England) a essere caute con ulteriori riduzioni dei tassi a breve. All'opposto, la **Bank of Japan** deve solo decidere quando alzarli ancora, visto che la dinamica dei prezzi al consumo nel Sol Levante è diventata più alta che in USA ed Eurozona e perfino in salita (Grafico 7).

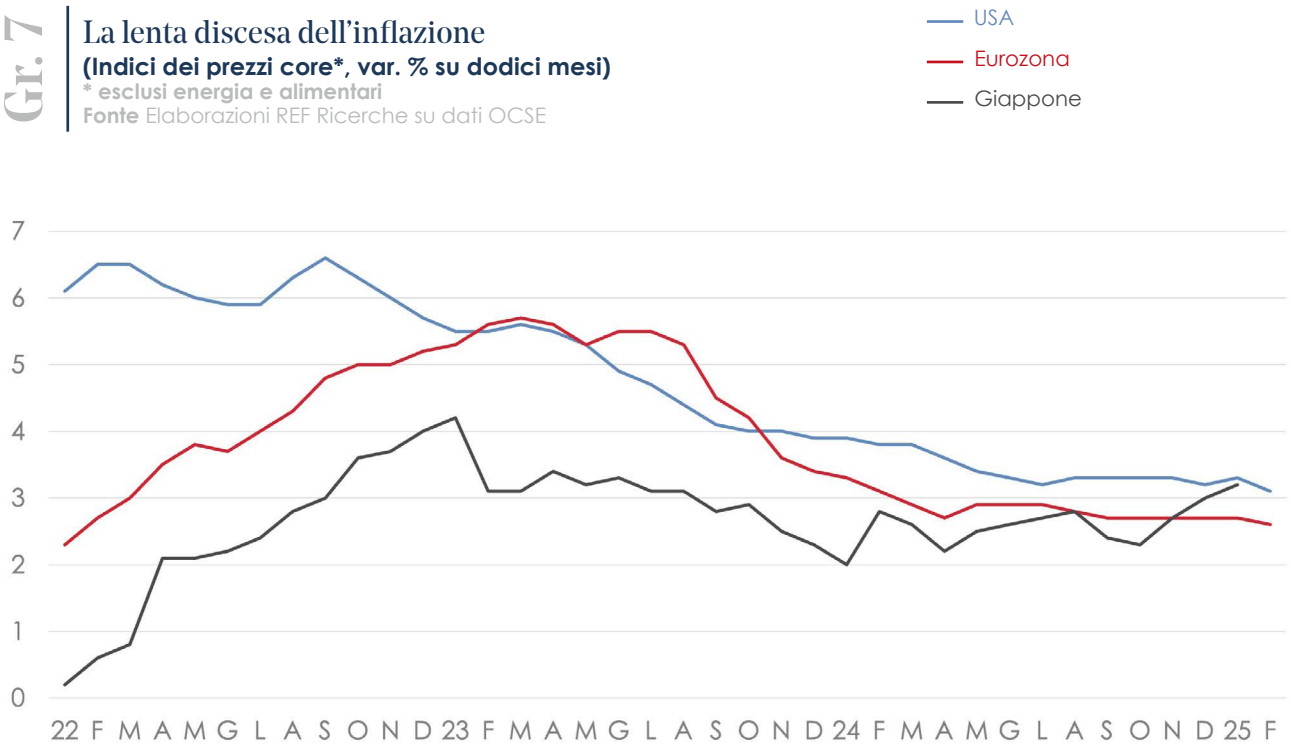
Gr. 7

La lenta discesa dell'inflazione

(Indici dei prezzi core*, var. % su dodici mesi)

*** esclusi energia e alimentari**

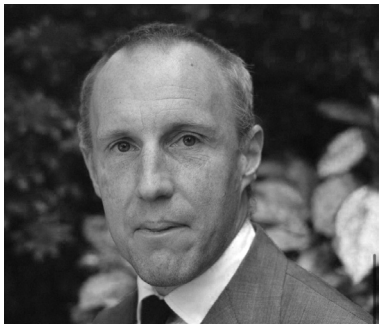
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati OCSE



Tendenze reali e prospettive monetarie invitano a fare **passi prudenti** nelle scelte di portafoglio, con le Borse europee che appaiono più promettenti, per una volta tanto, rispetto a quella USA.

IL MERCATO AZIONARIO DELLA DIFESA EUROPEA

AUTORE



George Lee
Portfolio Manager,
Belgrave Capital Management

Per tre decenni dopo la fine della Guerra Fredda, gli investitori in Europa hanno fatto bene a ignorare le aziende della difesa. Con l'Unione Sovietica sconfitta e l'America apparentemente felice di assumere il ruolo di poliziotto globale in Medio Oriente e in Asia, **non sembrava esserci bisogno di continuare a spendere per le forze armate**. I paesi della NATO erano tenuti a destinare il 2% del PIL alla difesa; il Regno Unito e la Francia hanno rispettato questo impegno, ma sono rimasti soli tra i grandi paesi europei. Con i governi che tagliavano ripetutamente i bilanci per le forze armate, i funzionari pubblici hanno reagito comprando sempre meno equipaggiamenti — meglio quello che proporre tagli al personale e rischiare di licenziare sé stessi!

Le grandi aziende della difesa facevano affidamento sulla vendita di questi equipaggiamenti, ma gli ordini si sono esauriti. Il calo dei volumi ha portato a una lotta continua per mantenere la redditività. Questo non era certo un argomento d'investimento interessante, e la tendenza ESG (ambientale, sociale e di governance) ha rappresentato il colpo di grazia. Fortunatamente per la maggior parte degli investitori, **le azioni della difesa pesavano così poco negli indici azionari che si poteva tranquillamente ignorarne l'esistenza.**

Tutto è cambiato nel 2022 con l'invasione russa dell'Ucraina. Mentre i governi occidentali si affrettavano a sostenere l'esercito ucraino, le conseguenze di tre decenni di sottoinvestimento sono emerse in modo evidente: scorte di munizioni inesistenti, carri armati obsoleti, basi sottomarine fatiscenti e sistemi di guerra elettronica moderni ma mai testati in un vero conflitto, e così via. L'atteggiamento delle élite politiche ha cominciato a cambiare, soprattutto perché l'equipaggiamento inviato in Ucraina doveva essere rimpiazzato. Il cambiamento più significativo è avvenuto in Germania, dove è stato approvato un fondo speciale da 80 miliardi di euro per ricostruire la capacità militare. A quel punto, le azioni della difesa erano ancora prezzate come se i trend degli ultimi trent'anni sarebbero continuati all'infinito — si potevano acquistare leader europei come BAE Systems o Thales a 12 volte il P/E e con un rendimento da dividendo del 5%. Questi titoli hanno ottenuto ottimi risultati man mano che il mercato ha iniziato a scontare una prospettiva di crescita a medio termine superiore al PIL, mentre le aziende esposte alla spesa militare tedesca o i produttori di munizioni necessarie in Ucraina (o entrambe le cose, nel caso di Rheinmetall!) hanno fatto ancora meglio.

Tuttavia, c'era ancora incertezza su cosa sarebbe successo una volta terminata la guerra in Ucraina. I politici sarebbero tornati a concentrarsi su questioni interne come la sanità e l'immigrazione, mettendo silenziosamente in secondo piano la spesa militare?

Il ritorno di Donald Trump ha risposto a questa domanda. Trovare una linea strategica chiara tra i suoi numerosi annunci politici non è sempre semplice, ma il messaggio sulla spesa per la difesa è stato inequivocabile: **l'America non proteggerà più l'Europa**. Se l'Europa vuole essere in grado di difendere l'Ucraina — o sé stessa — dalla Russia o da qualsiasi altra minaccia, deve sviluppare le proprie capacità. Questo ha cambiato radicalmente il dibattito. Nel Regno Unito, il governo di Sir Keir Starmer sta parlando apertamente di destinare il 3% del PIL alla difesa, e il cancelliere in pectore, Friedrich Merz, è riuscito a far approvare una modifica della legge costituzionale che consente alla Germania di spendere "qualsiasi cifra necessaria" per le forze armate, escludendo tutte le spese oltre l'1% del PIL dai normali vincoli di bilancio. L'Europa sta reagendo — e rapidamente.

Questo rappresenta chiaramente una manna per tutte le aziende legate all'industria della difesa, dove il mercato ora può scontare una crescita dei ricavi altamente prevedibile per un decennio o più. Le azioni sono aumentate rapidamente, ma la portata delle opportunità è così ampia che queste aziende resteranno sotto i riflettori degli investitori per i prossimi dieci anni.

Più in generale, nell'ultimo mese abbiamo assistito a decisioni rapide e decise in Europa, e i tedeschi stanno parlando seriamente di investire — entrambi cambiamenti potenzialmente epocali dopo l'austerità, la stagnazione e la paralisi dell'era post-crisi finanziaria. Questo potrebbe finalmente essere il campanello d'allarme di cui l'Europa aveva bisogno?

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 © 2025 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.

ceresio investors

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.