

Sull'ottovolante dei dazi la crescita non deraglia e i tassi restano su



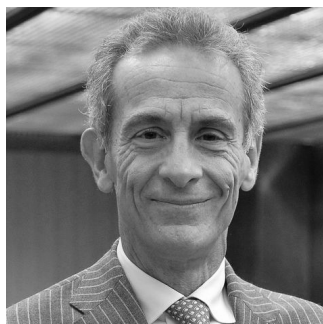
OSSERVATORIO

LUGLIO 2025

IN SINTESI

- Nell'economia globale prosegue la crescita, nonostante l'ottovolante dei dazi americani, ora al 18,7% (senza contare le ultime due lettere firmate da Trump).
- Tuttavia, è evidente il rallentamento USA e in generale il passo è moderato.
- Sorprende il recupero manifatturiero, probabilmente legato all'evasione degli ordini durante i tre mesi di sospensione delle misure protezionistiche, che è scaduta il 9 luglio.
- Le commesse dall'estero continuano a ridursi, anche se meno rapidamente.
- Fa eccezione l'India, che cresce di oltre il 6% l'anno: alla fine del decennio avrà la stazza dell'Eurozona, con una popolazione tre volte più grande.
- I tassi di interesse restano divaricati tra USA e resto del Mondo e tra scadenze brevi e lunghe.
- L'eccezionalità dei margini delle Big Tech e l'accelerazione della rivoluzione digitale (con il turbo AI) sostengono l'aumento di utili e quotazioni azionarie.
- La Germania ha cambiato passo anche nelle strategie aziendali, con molte novità per i grandi gruppi industriali e buone prospettive di rilancio per le medie imprese, attualmente sottovalutate in Borsa.

AUTORE

**Luca Paolazzi**

Economista e Advisor
Ceresio Investors

AVANTI CON LENTEZZA

Scampata la recessione, l'**economia globale** è rimasta sui binari della crescita, nell'insieme e nelle singole parti che la compongono. Una **crescita generalmente lenta**, con la rilevante eccezione dell'India.

Infatti, le bordate della **guerra commerciale** che l'Amministrazione Trump ha iniziato sono state in larga parte depotenziate o ritardate per negoziare punti di equilibrio meno dirimpenti per la stessa economia americana. Tuttavia, sempre di bordate si tratta: il **dazio medio effettivo**, aggiornato dopo le lettere inviate agli altri Paesi tra il 7 e l'11 luglio, è balzato dal 2,42% di inizio 2025 al 18,71% (le lettere hanno aggiunto quasi un punto percentuale). Meno del 25% toccato nel Liberation day, che avrebbe fatto contrarre del 15% l'import USA (stima Oxford Economics) e mandato in recessione il PIL mondiale.

LA SORPRESA MANIFATTURIERA

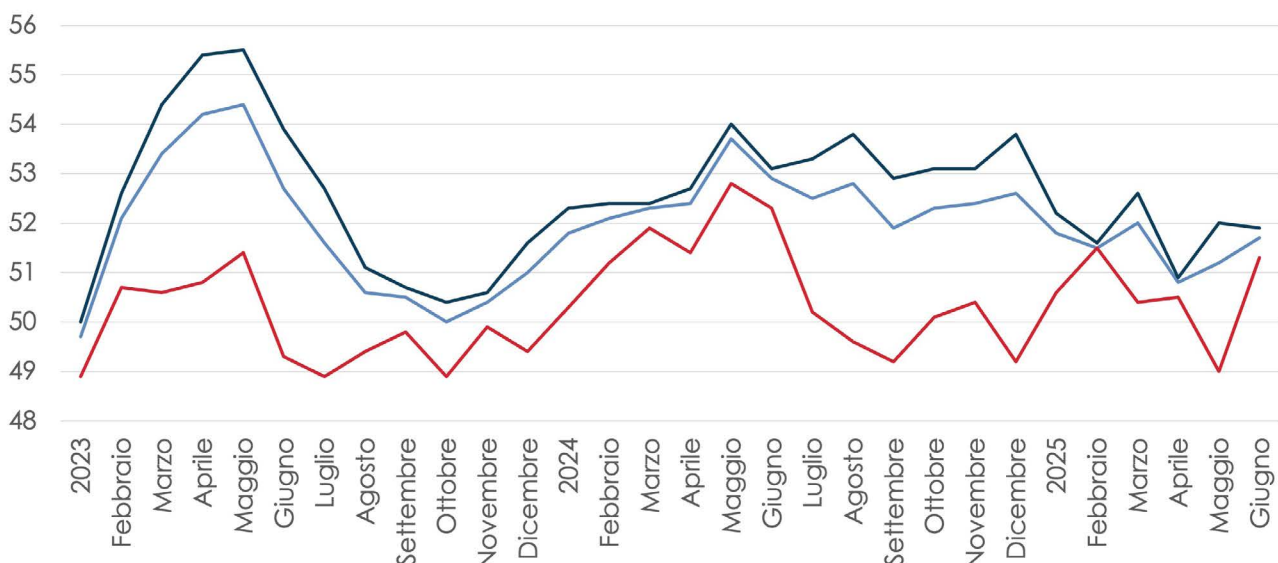
Invece, il prodotto globale ha continuato ad aumentare, come indica la **componente produzione** dell'indagine PMI (Grafico 1). In giugno c'è stato un aumento più sostenuto, perché alla tenuta del ritmo nel **terziario** si è accompagnato un inatteso ritorno all'espansione del **manifatturiero**. Inatteso perché sono i beni industriali a essere colpiti dai dazi.

Gr. 1

L'economia mondiale avanza
(PMI output, >50=espansione)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global

— Composito
— Manifatturiero
— Servizi



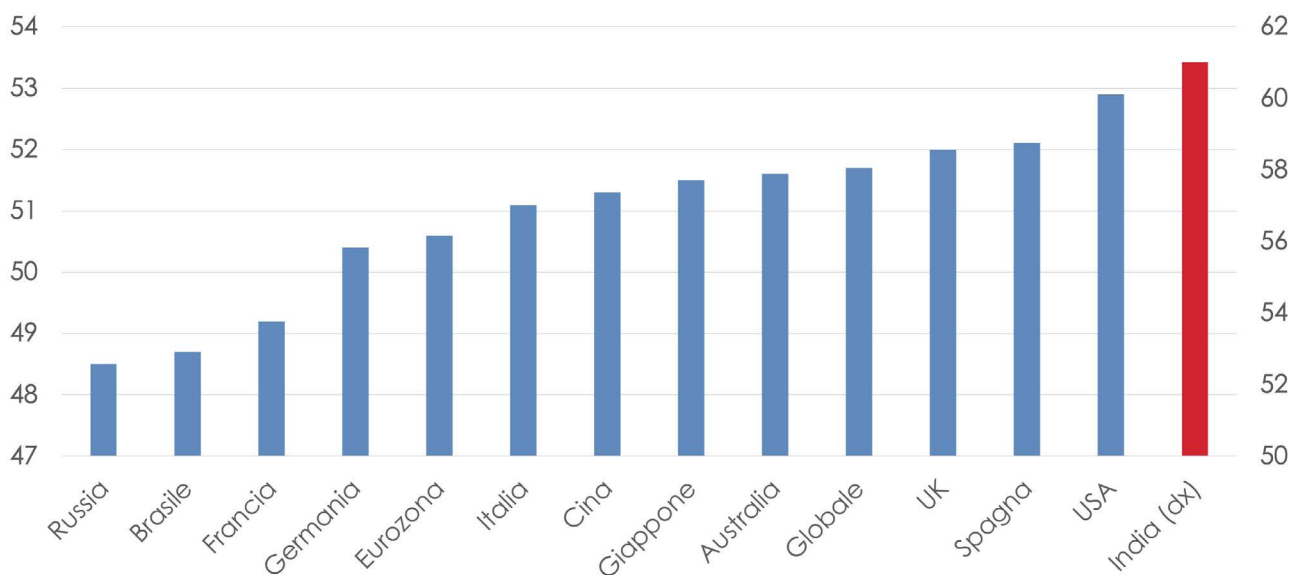
Tuttavia, il ritmo è inferiore a quello osservato nel corso del 2024, quando il manifatturiero ancora soffriva l'onda di riflusso del grande boom pandemico (nel 2020-2021 la domanda è molto salita, anche come sfogo per l'impossibilità di spendere in attività con contatti sociali) ed è **molto differenziato per Paesi** (Grafico 2).

Gr. 2

In ordine sparso

(PMI output, >50=espansione)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global



CORO POCO INTONATO

La **manca di corralità** in direzione della crescita è di per sé un ostacolo al raggiungimento di una più alta velocità, perché assieme a impulsi espansivi da parte delle economie che avanzano si diffondono, attraverso i nessi commerciali e di fiducia, colpi di freno da quelli in difficoltà. Questo aspetto si osserva nell'andamento degli **ordini esteri**, che restano in area di contrazione, sebbene meno pronunciata di quella che si è vista in aprile, il mese fatidico per l'imposizione dei dazi (Grafico 3).

Gr. 3

Ordini esteri fiacchi
(Servizi+manifattura, PMI, >50=espansione)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Globale

— Totali
— Esteri



INDIA AL GALOPPO

Spicca nel panorama internazionale il passo al **galoppo dell'India** (messa in una scala a sé nel Grafico 2 per non appiattire tutti gli altri); oltre che della domanda interna di un'economia che ha superato la fase del decollo ed è all'inseguimento dei livelli di benessere altrui, beneficia dell'essere **non schierata** nello scacchiere geopolitico e, quindi, attrae investimenti da **friendshoring**. Sta inanellando incrementi del PIL di oltre il 6% l'anno, e secondo le previsioni dell'FMI aumenta del **55% nei sette anni 2023-30**, contro il 30% cinese e il 24% globale. Il suo **peso sull'economia mondiale** sale dall'8,3% attuale al 10,1%, e incalza l'Eurozona, che scende dall'11,6% al 10,3% (dati in parità di potere d'acquisto). Certo, in termini di PIL pro-capite ancora un abisso separerà i due sistemi economici. Tuttavia, la disuguaglianza indiana (coefficiente Gini per il reddito a 37, contro il 30 dell'UE, e il 39 USA, fonte ONU) farà sì che ci saranno là tanti **consumatori affluenti** quanti ce ne sono nel Vecchio continente, in valore assoluto.

RALLENTAMENTO IN CORSO

Il quadro dipinto dai dati qualitativi è reso ancor più nitido da quelli quantitativi. In **USA** il PIL ha rallentato dal 2,7% medio nella seconda metà del 2024 all'1% nella prima del 2025, e i consumi sono saliti ancor meno, dando concreta manifestazione del forte calo di fiducia. Il **mercato del lavoro** rimane solido e il monte salari reale dà combustibile per nuova spesa; tuttavia, le famiglie hanno iniziato a risparmiare un po' di più, in vista del temuto peggioramento, e in economia simili aspettative si autorealizzano.

Nell'**Eurozona** la produzione industriale in maggio è dell'3,1% sopra il livello di dicembre, quella nei servizi in aprile dello 0,2% e le vendite al dettaglio in maggio dello 0,3%: un **profilo quasi piatto**, come quello della disoccupazione. In **Cina** a giugno la produzione industriale ha accelerato al 6,8% annuo (dal 5,8% di maggio: avercene!), quella nei servizi ha decelerato al 6,0% (dal 6,2%) e le vendite al dettaglio al 4,8% (dal 6,4%); il PIL nel secondo trimestre ha segnato +5,2% (5,4% nel primo); d'altra parte, le vendite di auto registrano un +14% (media mobile di 12 mesi a maggio), a 28,8 milioni (16,1 in USA e 14,7 in Europa); è una riprova che il gigante cinese non fonda più il suo modello di sviluppo sull'export, bensì sul **mercato interno**, e quindi colpirlo con i dazi non sortisce gli effetti voluti, e alimenta solo il **nazionalismo cinese**, con effetti devastanti per i **marchi esteri**.

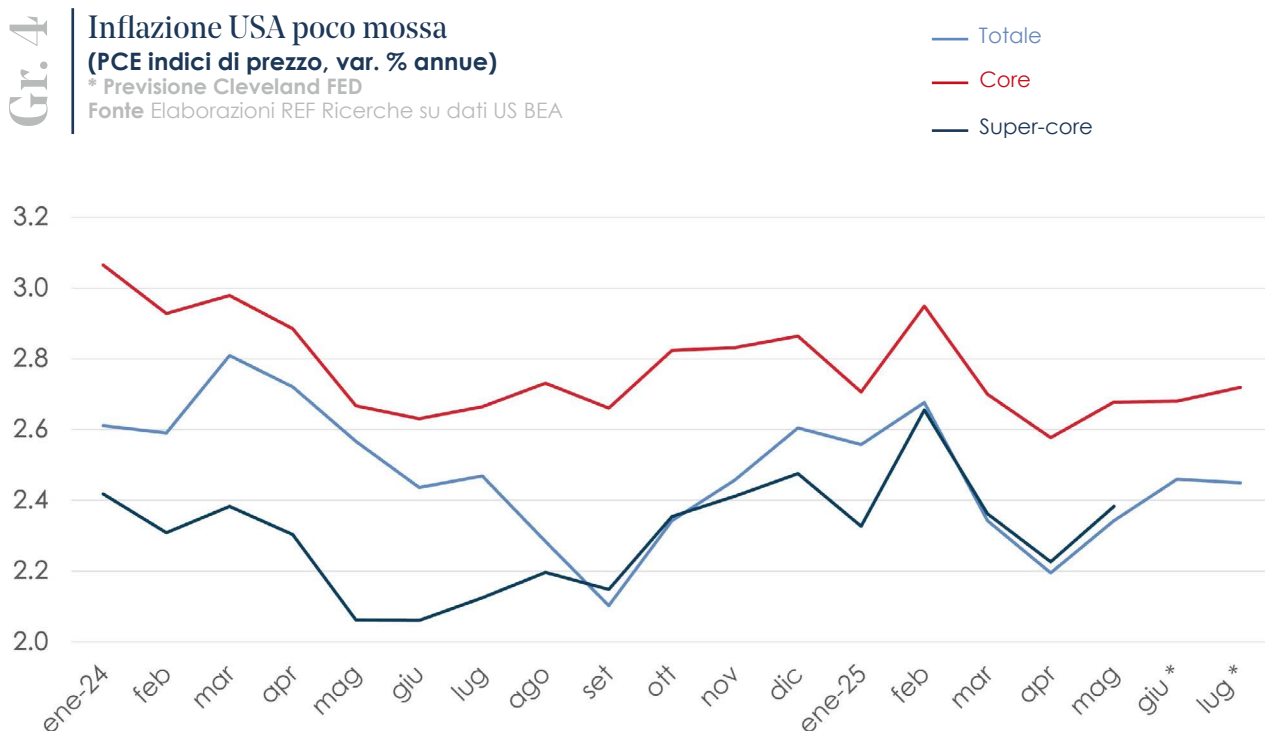
QUATTRO SPIEGAZIONI DELLA MANCATA RECESSIONE

Come ha fatto l'economia globale a non piombare nella temuta e prevista recessione? Sicuramente la **sospensione dei dazi USA** annunciati il 2 aprile ha dato un po' di fiato, e questo può spiegare il miglior andamento di ordini ed export in maggio e giugno. Sebbene abbia lasciato una coltre di incertezza sulle decisioni di investimento. Coltre che non è facile da dissipare, stando alle parole usate nella **lettera inviata all'UE**: <Queste tariffe (30%, ndr) potranno essere modificate, all'insù o all'ingiù, in relazione alla nostra relazione con il vostro Paese>. In altre parole, gli USA si riservano di cambiare le tariffe se e quando fossero insoddisfatti da come gli altri si comportano, non solo sul piano economico-commerciale (il 50% imposto al Brasile, che peraltro è in deficit commerciale con gli Stati Uniti, è stato motivato con l'incriminazione di Bolsonaro per tentato colpo di stato: *de te fabula narratur*). Nel lungo andare questa incertezza penalizza gli investimenti ovunque, ma nel breve la sospensione ha aiutato.

Non meno importante, nel caso americano, è il fatto che l'**inflazione è rimasta bassa**: i dazi frenano l'economia nel breve periodo attraverso il rincaro delle merci importate, che è una sorta di **tassa sui consumi** e/o sulle imprese domestiche (qualora queste ultime decidessero di assorbire nei margini i maggiori costi) ed estere (se decidessero di difendere le quote di mercato). In ogni caso l'effetto è

tanto maggiore quanto più alti sono i dazi (specie perché diventa insostenibile non trasferirli a valle). Stando alle ultime elaborazioni del The Budget Laboratory, aggiornati all'11 luglio, l'**impatto sui prezzi** è di 1,9 punti percentuali nell'arco di un anno sull'indice core Personal Consumption Expenditure (quello seguito dalla FED).

Di questo balzo, che può rimanere **uno scalino** sul livello dei prezzi se non innesta una rincorsa prezzi-salari, c'è poca traccia nei dati fino a giugno e nelle previsioni di luglio fatte dalla FED di Cleveland (Grafico 4).



Potrebbe anche essere che, senza i dazi, la **dinamica inflazionistica** sarebbe diminuita più rapidamente, ma è più probabile, tenuto conto dell'aumento sempre sostenuto dei salari (principale fattore di costo) che **le imprese siano rimaste ferme** riguardo ai listini in attesa di capire il punto di caduta finale, tenuto conto che le fonti di approvvigionamento sono in svariati Paesi, ciascuno con il suo dazio nuovo di zecca. Siccome la variazione dei prezzi incide sulla fiducia dei clienti, meglio non fare errori. Poi c'è il fatto che c'è stata una corsa ad acquistare beni all'estero prima dell'arrivo dei dazi, e ciò ha consentito di mantenere più a lungo i vecchi listini. Dunque, il freno dei dazi colpirà una crescita statunitense già infiacchita attraverso l'aumento dei prezzi nella seconda metà dell'anno.

Infine, mentre tutti noi guardiamo ai dazi e ai loro effetti, rimane in piena corsa la **trasformazione digitale** dell'economia, che ha innestato il **turbo AI**, con tutto quello che consegue in termini di investimenti in beni materiali e immateriali, e con l'atteso risparmio di costi e aumento di produttività. Questo non solo contribuisce a spiegare la resilienza della crescita alle trumpiane misure (per nulla "misurate") ma dà anche conto della forza dei listini azionari e quindi influenza le scelte di portafoglio. Potremmo concludere dantescaemente che più della rivalsa del Presidente USA possono le decisioni e le innovazioni delle BIG 7.

L'ECCEZIONALISMO BIG TECH

Dalle quali molto dipende anche l'andamento delle **Borse**. Il vero eccezionalismo è costituito dagli **altissimi margini** delle Big Tech: per Microsoft, Meta e Google sono poco sotto al 40% e in aumento, con ricavi in crescita di ben oltre il 10%; per Amazon il margine è più basso (11%) perché il fatturato è "gonfiato" dal costo dei beni intermediati; per Apple è solo del 26% e le vendite aumentano del 5%; per NVIDIA, diventata la prima società al mondo a superare i 4mila miliardi di capitalizzazione e considerata <non una società AI ma LA società AI>, i margini netti sono del 51,7% (dati del primo trimestre 2025, elaborati da Angelo Marotta, Portfolio Manager di Ceresio Investors). Questo fa sì che è difficile utilizzare i **parametri usuali** per valutare se le quotazioni di Borsa siano care o a buon mercato nel confronto storico, perché storicamente non si è mai data una tale duratura profittabilità di aziende tanto grandi. In generale, così alte profittabilità e crescita riducono la significatività dei confronti storici.

PER QUALI MARGINI SUONANO I DAZI

Aumentando i prezzi sul mercato interno USA, i dazi spingono all'insù i **margini delle imprese** statunitensi. Però in modo molto diversificato tra i settori: moltissimo in alcuni comparti industriali, nulla in altri (Tavola). Simmetricamente li mettono sotto pressione nelle aziende che operano altrove e che cercano di mantenere le quote sul mercato USA, oltre a doversi difendere dalla maggiore concorrenza causata dall'offerta spiazzata dai dazi.

Tab.1

Dove i dazi ingrassano i margini USA
(Var. % dei prezzi causati dai dazi all'11 luglio)
Fonte Elaborazioni REF dati TBL

Metalli diversi	46.5	Metalli ferrosi	18.7
Prodotti in pelle	39.3	Autoveicoli e parti	14.6
Abbigliamento	37.5	Macchinari diversi	14
Prodotti agricoli	33.3	Piastrelle	13.8
Apparecchi elettrici	28.3	Prod. gomma e pla.	11.5
Prodotti tessili	19.0	Mezzi di trasporto	10.9
Beni elettronici, ottici	18.8	Pesce	9.7

Resta l'**alta incertezza**: passato l'ottovolante di questi mesi (ma è davvero passato?), come si aggiusterà l'economia? Dove andranno i tassi di interesse? E i mercati borsistici? Tre considerazioni conclusive.

TASSI, AZIONI E DOLLARO: LE DIREZIONI

Sui **tassi di interesse**: resteranno **divaricati** tra USA e resto del Mondo e tra breve e lungo termine. La FED, infatti, deve assicurare che l'atteso aumento dei prezzi da dazi sia una tantum e quindi attenderà a tagliare ancora, mentre altrove li hanno ridotti (anche questa una ragione della resilienza) e ancora li ridurranno. L'aumento dei **fabbisogni pubblici** (specie quello USA, e perfino in Germania) terrà alto il rendimento sulle più lunghe scadenze (il T-bond a trent'anni ha superato il 5%).

Sulle azioni: l'**alto livello dei P/E** e i forti acquisti dei piccoli investitori vogliono dire che c'è **compiacenza** nei mercati, come afferma Jamie Dimon, CEO di JPMorgan? Forse. Ma la domanda da farsi, ora che la recessione è uscita dai radar, è: cosa può tirare giù le quotazioni? Se la risposta è <nulla> (vicende belliche permettendo), allora il **rendimento delle azioni** come semplice crescita degli utili è superiore a quello delle altre asset class e attira capitali.



Sul **dollaro**: è più debole di quel che appare. Infatti, l'introduzione dei dazi avrebbe dovuto farlo apprezzare, e non deprezzare. Questo andamento in direzione opposta e contraria conferma che alla base del suo arretramento c'è un **movimento di fondo** che nasce dal venir meno del ruolo USA di faro del mondo occidentale. Quindi, in quel referendum continuo che sono le quotazioni valutarie la stella dello sceriffo americano si è molto sbiadita e ciò continuerà a riverberarsi sul tasso di cambio del biglietto verde.

Nel 2023, il settimanale The Economist ha ripreso la sua famosa copertina del 1999, chiedendosi ancora una volta se la **Germania** fosse "il malato d'Europa". La domanda era legittima: dopo aver sovraperformato il resto d'Europa negli anni 2000 e nei primi anni 2010, l'economia tedesca ha iniziato a **rallentare alla fine degli anni 2010**, e nel periodo post-pandemico ha chiaramente sottoperformato rispetto ai suoi principali pari europei.

Ci sono diverse ragioni dietro a questo: l'ascesa della Cina, passata dall'essere il miglior cliente della Germania a un agguerrito concorrente

nei mercati globali; i **cambiamenti strutturali nell'industria automobilistica** con il passaggio ai veicoli elettrici e guida autonoma; i forti aumenti dei costi energetici dovuti all'interruzione dei gasdotti russi; il peso autoimposto di una regolamentazione eccessiva dell'industria.

Infine, l'introduzione del **freno al debito nel 2009** ha avuto un impatto significativo sulla flessibilità del governo nell'affrontare queste sfide. Mentre Regno Unito, Francia e soprattutto Stati Uniti hanno continuato a sostenere le loro economie con ingenti spese pubbliche, la Germania ha diligentemente mantenuto la sua posizione di responsabilità fiscale. Questo potrebbe rivelarsi sensato nel lungo termine – **la Germania ha un rapporto debito/PIL molto più basso** rispetto a questi paesi, il che le conferisce molta più flessibilità di bilancio in futuro – ma ha chiaramente **inciso sulla crescita nel breve termine**. E non è solo la crescita ad averne risentito: minori investimenti hanno portato anche a un deterioramento della qualità delle infrastrutture nazionali, sia fisiche (auguro in bocca al lupo a chi viaggia sui treni tedeschi, ad esempio) sia digitali, dove la qualità delle reti di comunicazione (sia 5G che fibra) e il numero di data center sono nettamente inferiori rispetto ai pari europei.

Ma ora sembra che le cose stiano cambiando. L'invasione russa dell'Ucraina e il conseguente aumento dei prezzi dell'energia hanno rappresentato la crisi acuta che ha costretto a un cambio di strategia. Tutto è iniziato nel settore della difesa, con l'annuncio di un fondo speciale da 80 miliardi di euro per ricostruire la capacità militare tedesca.

Tuttavia, sono state le elezioni di quest'anno a fornire un segnale più ampio del cambiamento in atto. Il nuovo Cancelliere, Merz, è salito al potere con un mandato per rimettere in moto il paese: ridurre il peso della regolamentazione; concentrarsi sul prezzo dell'energia piuttosto che solo sulle sue credenziali ecologiche; e, sì,

AUTORE



George Lee

Portfolio Manager,
Belgrave Capital Management

spendere. **Il freno al debito è stato rimosso**, e sono stati annunciati forti aumenti della spesa, con le somme maggiori destinate alla difesa e alle infrastrutture, per le quali sono stati stanziati 500 miliardi di euro oltre al bilancio attuale.

Questo senso di cambiamento è visibile anche a livello aziendale. I dirigenti hanno smesso di lamentarsi della situazione e hanno iniziato ad agire. Abbiamo trascorso gran parte del mese di giugno visitando aziende tedesche, e siamo rimasti incoraggiati nel vedere prove concrete di un cambio passo in quasi ogni incontro. Alcune evoluzioni sono state interne – Volkswagen ha preso l'incredibile decisione di chiudere stabilimenti in Germania e persino di ridurre la capacità nello stabilimento principale di Wolfsburg; Continental ha reagito alle trasformazioni nel settore automobilistico suddividendo l'azienda; BASF ha venduto attività non strategiche per concentrarsi sul core business. **Altri mutamenti sono stati esterni**, con un apprezzamento per le valutazioni basse – Stroeer ha attirato l'interesse del private equity per la sua attività di pubblicità esterna, o Salzgitter ha ricevuto un'offerta da un consorzio di imprenditori locali.

Tutto ciò crea un contesto interessante per gli investimenti, con dinamiche positive sia a livello nazionale che aziendale. Le azioni tedesche focalizzate sul mercato interno hanno vissuto un decennio perduto, con molti titoli che oggi valgono quanto dieci anni fa o anche meno. Molte di queste sono buone aziende, ma con un'economia stagnante, i ricavi non sono cresciuti. Gli investitori si sono arresi, e le valutazioni implicano che queste aziende non cresceranno mai più. Ma se la Germania riuscisse a rilanciarsi, forse questo non è vero, forse possono crescere! E se lo faranno, la leva operativa è sostanziale, quindi il potenziale di crescita degli utili è enorme, e non è ancora riflesso nelle valutazioni attuali. Potrebbe questa parte dimenticata del mercato azionario europeo tornare di moda?

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.



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.