ceresio investors

Le scelte di investimento tra scenario impervio e autostrade tecnologiche

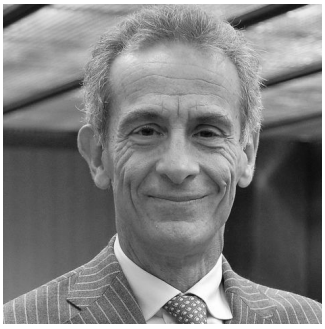
OSSERVATORIO

NOVEMBRE 2025

IN SINTESI

- Il quadro economico è più complesso di quello che seguì Grande crisi finanziaria (2008) e pandemia (2020) perché le politiche economiche sono di poco aiuto, se non di ostacolo.
- Le Banche centrali hanno quasi esaurito lo spazio di allentamento e restano in cauta attesa, soprattutto la FED. La BCE ha già portato i tassi reali a breve in terreno negativo.
- Le politiche di bilancio sono di stampo restrittivo, per il taglio del deficit (Italia e altri Paesi europei) o per la modifica della composizione (USA). La Germania è l'eccezione: gli investimenti infrastrutturali e in difesa alimentano la crescita.
- È stata rispolverata l'arma rozza dei dazi che ha innalzato l'incertezza e ha reso più parsimoniose famiglie e imprese.
- Disoccupazione e inflazione sono e resteranno basse (per gli Stati Uniti deve passare l'impatto dei dazi sui prezzi). All'interno dell'Eurozona i divari inflazionistici abbassano i tassi reali per chi cresce di più (Spagna) e li alzano per chi cresce di meno (Francia, Italia).
- Le transizioni digitale e verde sono gemelle e si sostengono l'un l'altra. Assieme al riarmo formano tre autostrade di investimento finanziario. L'health science è una quarta.
- Il dollaro resta fragile e l'oro può sfruttare questa fragilità. In ogni caso, la prudenza sotto forma di protezione dei portafogli azionari è consigliabile.
- Views from the managers: dagli incontri con i gestori asiatici, l'AI si conferma il driver delle performance di mercato. La Cina punta a sviluppare tecnologia domestica come priorità strategica, mentre Corea e Giappone beneficiano della domanda di semiconduttori e l'India cerca di rilanciare la crescita con politiche fiscali e monetarie.

AUTORI



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors

Ishtaj Rahman

Director, Belgrave
Capital Management

LO SCENARIO DA <TACCO-PUNTA>

Scritto da:
LUCA PAOLAZZI

Tacco-punta. Oggidì le diavolerie tecnologiche nelle autovetture hanno rimosso dalla memoria collettiva la **tecnica di guida** un tempo indispensabile per ripartire in salita: tacco del piede destro sul freno e punta sull'acceleratore, mentre il sinistro manovra la frizione (chi era costei?). Il freno serve per evitare che la gravità traini il veicolo in giù e all'indietro, e l'acceleratore per dare gas e iniziare a salire.

Lo stesso occorre fare oggi negli **investimenti finanziari**, azionari e non. Infatti, lo scenario è ripido con a fianco una scarpata senza protezioni e il selciato è disseminato di buche improvvise. Però, ci sono anche tratti autostradali.

LE POLITICHE ECONOMICHE SCAVANO BUCHE

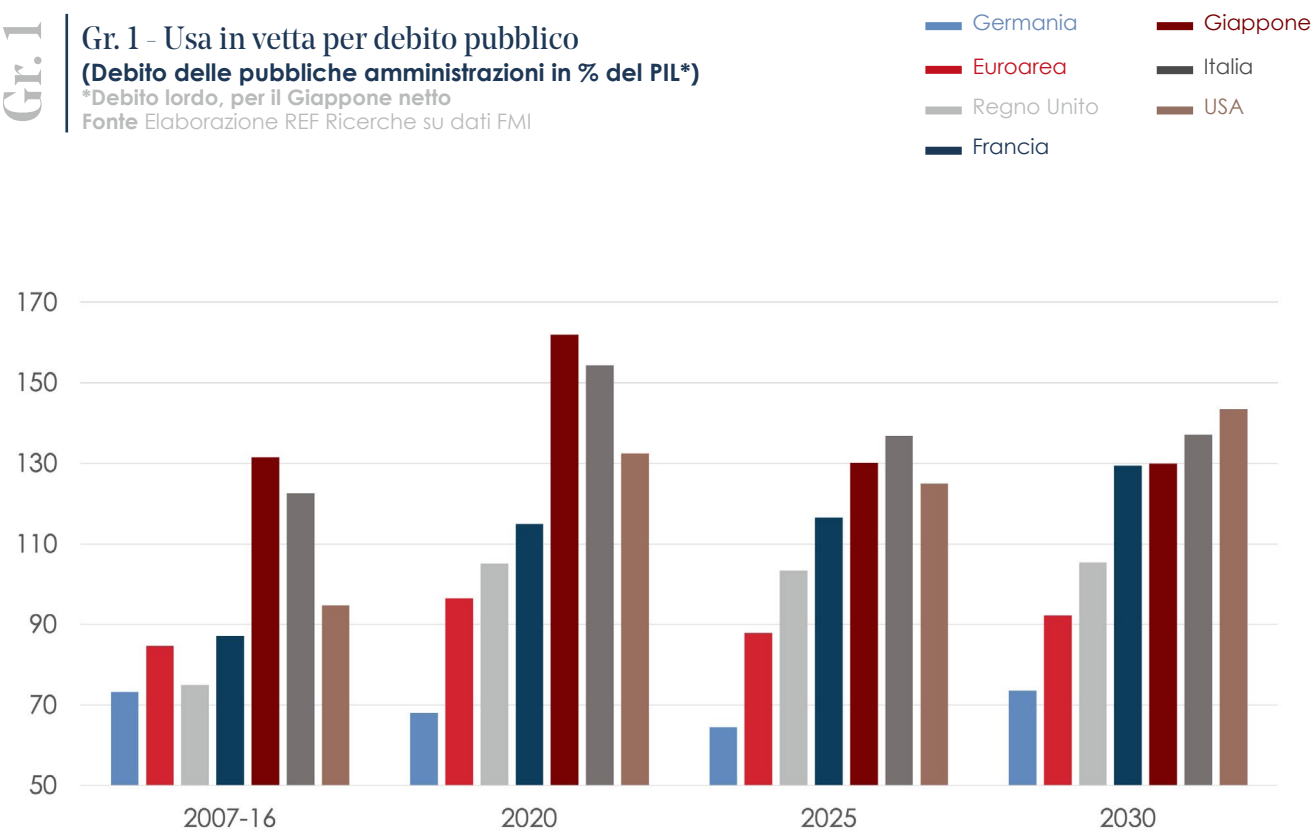
Il **contesto è più sfidante** di quelli della Grande crisi finanziaria (2008-2009) e della pandemia, perché allora la reazione corale, se non proprio coordinata, delle **politiche economiche** stese una robusta rete di salvataggio e ridiede fiato e forza alla domanda aggregata, e i mercati reagirono come atteso. Oggi sono proprio le politiche che **seminano chiodi** e scavano buche lungo il tragitto dell'andamento economico. Non tutte, per carità: quelle monetarie cercano di fare del loro meglio per tenere la barra dritta verso la crescita compatibile con la stabilità dei prezzi.

BILANCI PUBBLICI IN ORDINE SPARSO

Quelle di bilancio, invece, vanno in ordine sparso. C'è chi, come gli **USA, redistribuisce** quasi fosse lo Sceriffo di Nottingham (prendo ai poveri per dare ai ricchi) con effetti recessivi (la propensione media al consumo si abbassa) o tagliando gli investimenti pubblici (così riduce gli effetti moltiplicativi della spesa); si aggiunge la chiusura degli uffici federali più lunga della storia, con effetti imprevedibili in un sistema in bilico tra ripresa e recessione (non è chiaro, dopo l'approvazione del Congresso, in quanto tempo gli uffici federali torneranno a regime). C'è invece chi, come l'**Italia**, non ha altra scelta se non **tenere a bada l'alto debito pubblico**, con manovre restrittive (Grafico 1).

Gr. 1

Gr. 1 - Usa in vetta per debito pubblico
(Debito delle pubbliche amministrazioni in % del PIL*)
*Debito lordo, per il Giappone netto
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati FMI



C'è, infine, chi ha realizzato la rivoluzione copernicana: la **Germania** ha abbandonato l'ideologico freno del debito per fare **massicci investimenti infrastrutturali e militari.** Aggettivo quest'ultimo che rimanda istantaneamente ai pericoli incombenti.

L'ARMA ROZZA DEI DAZI

Inoltre, sono stati dissotterrati **vecchi e rozzi arnesi come i dazi**: come se si volesse combattere con le asce nell'era dei droni e dei missili ipersonici. Dalla guerra commerciale passa la sfida infernale tra chi sarà LA superpotenza: Cina o USA? Ai posteri l'ardua sentenza.

Intanto tutto il mondo assiste non attonito ma cercando di **adattarsi al meglio e seguire i megatrend**, che sono le autostrade: **le transizioni digitale**, di cui l'AI è il punto sommitale (con i suoi portati robotici), **e verde**, ossia di estrazione di energia da fonti rinnovabili e mobilità elettrica. Sono **transizioni gemelle** perché l'una si serve dell'altra. La terza autostrada è **il riarmo**, che si serve molto del digitale e quasi nulla del verde (se non nel colore delle divise) e darà luogo ad applicazioni civili di innovazioni belliche. A queste si può aggiungere l'**health science**, soprattutto con i biofarmaci.

IMPRESE E CONSUMATORI RESTANO PRUDENTI

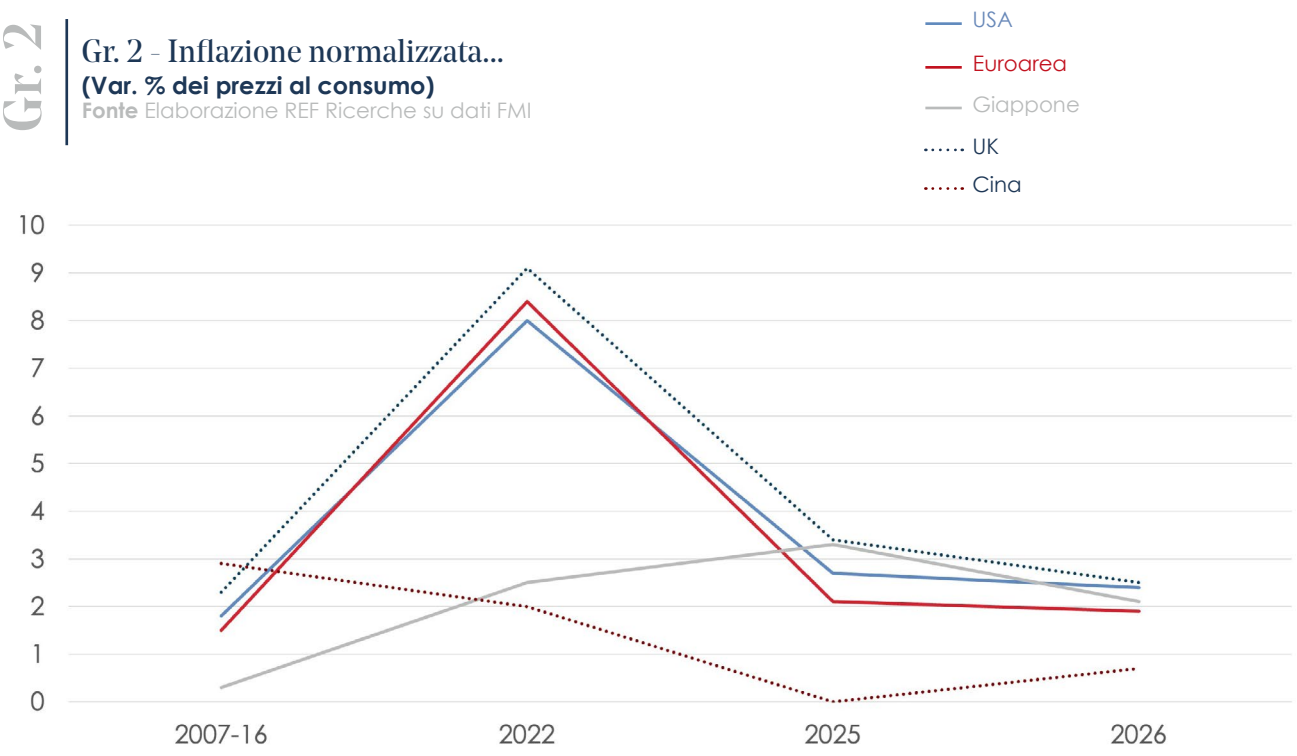
Le imprese e i consumatori sono come i passeggeri sballottati di qua e di là e cercano di aggiustare strategie e comportamenti ai diversi e contraddittori segnali che arrivano. Per quanto possono, **rinviano decisioni di spesa**, senza perdere il passo dell'innovazione rapidissima. Ciò spiega l'**alta propensione al risparmio** delle famiglie, spaventate dai rischi incrociati di maggiore disoccupazione e più alta inflazione, almeno nelle loro aspettative che contano per scegliere se e quanto acquistare oggi rispetto a domani.

DISOCCUPAZIONE E INFLAZIONE BASSE

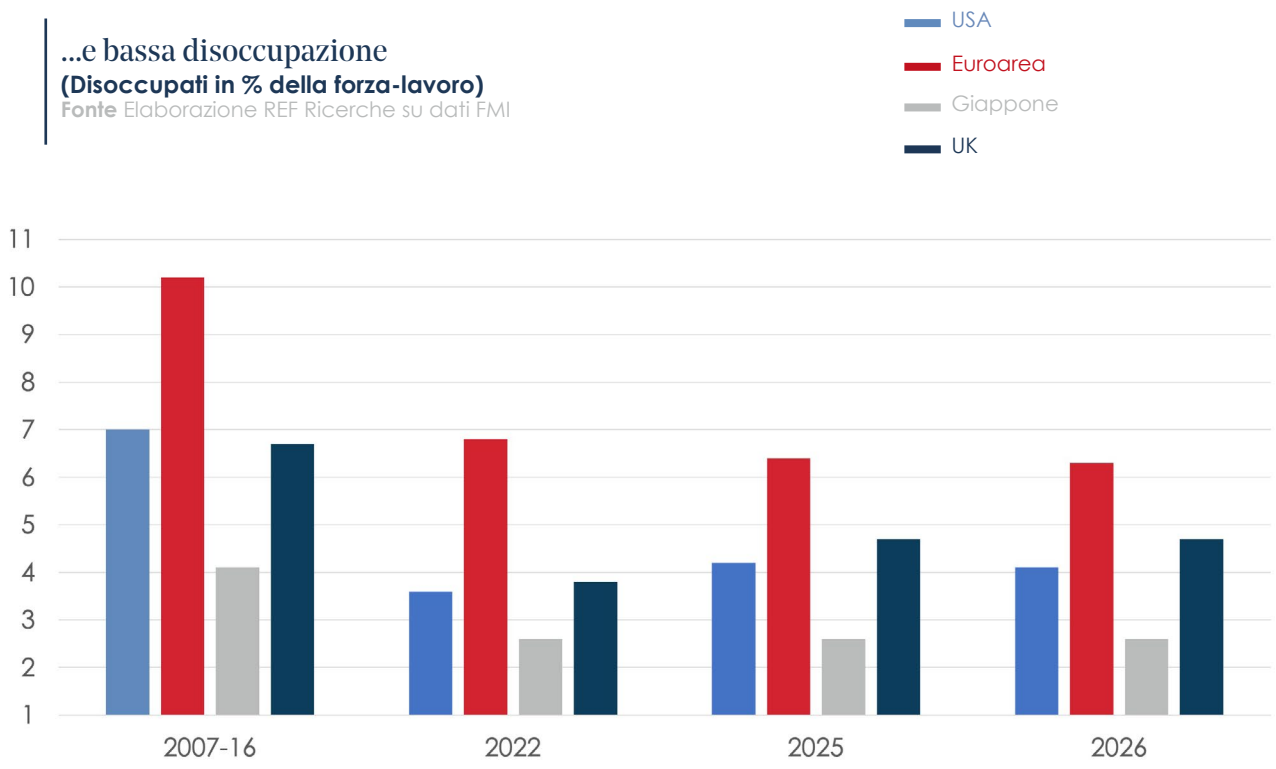
Nella realtà disoccupazione e inflazione non hanno pari peso nel determinare lo scenario nel presente e nel futuro prossimo. **La disoccupazione è prossima ai minimi storici** in USA e nell'Eurozona, benché in risalita. **L'inflazione è tornata a livelli accettabili** per le Banche centrali, salvo l'effetto dazi negli USA, più diluito nel tempo dell'atteso perché altrettanto diluito e ancora non del tutto definito e definitivo è stato il rialzo dei dazi (Grafico 2).

Gr. 2

Gr. 2 - Inflazione normalizzata...
(Var. % dei prezzi al consumo)
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati FMI



...e bassa disoccupazione
(Disoccupati in % della forza-lavoro)
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati FMI

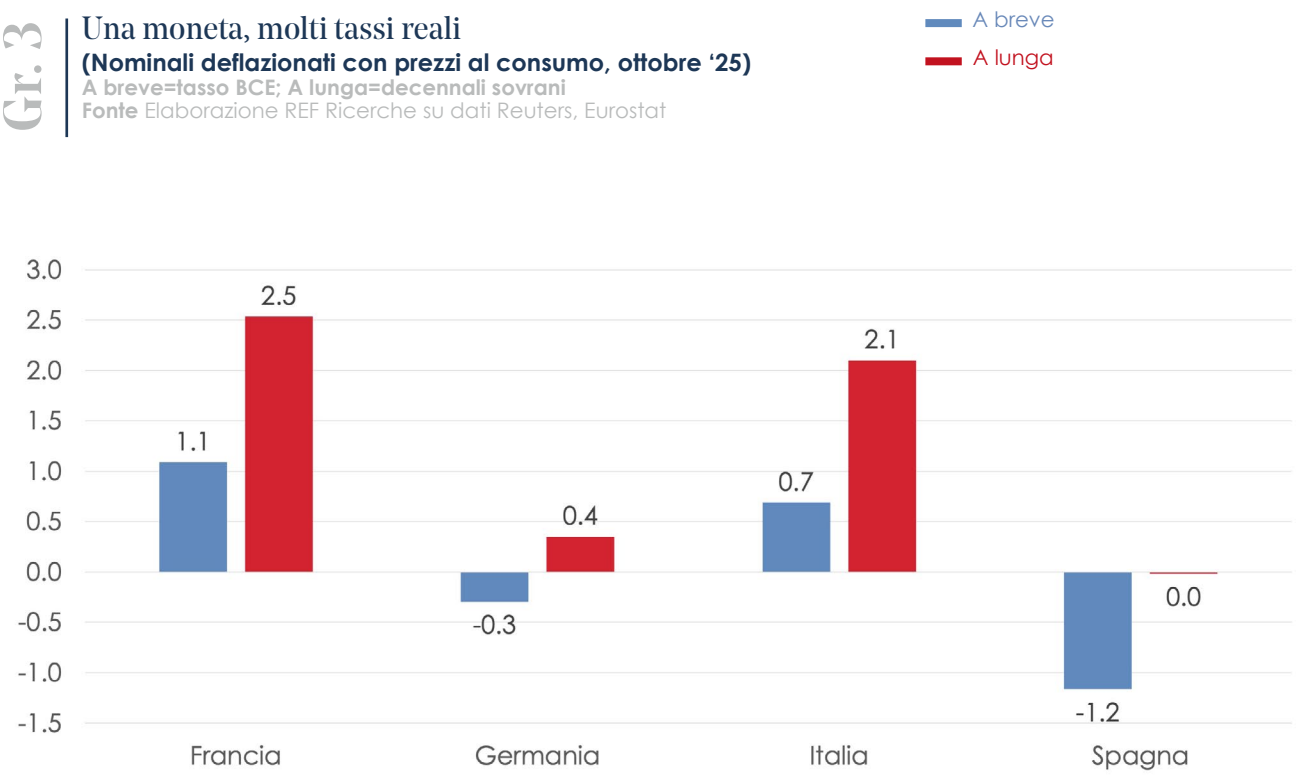


LA DIVARICAZIONE DEI TASSI REALI NELL'EUROZONA

Un aspetto **peculiare dell'inflazione nell'area dell'euro è la sua ampia differenziazione**, che parimenti determina **tassi reali diversi, in senso pro-ciclico**. Cioè, i Paesi che crescono di più hanno tassi reali minori e quelli che crescono meno li hanno più alti. Non è una novità: fu evidente anche nei primi anni Duemila. Ciononostante è una forza centrifuga, di cui tenere conto sia da parte dei governi e dei banchieri centrali, sia da parte degli investitori (Grafico 3). La virtù dell'Italia di un tasso di inflazione più basso rispetto all'Eurozona e alla Germania diventa un peso perché appesantisce i tassi reali; e a questo punto, con il cambio di paradigma di cui sotto, cessa di essere una virtù e diventa un vizio.

Gr. 3

Una moneta, molti tassi reali
(Nominali deflazionati con prezzi al consumo, ottobre '25)
A breve=tasso BCE; A lunga=decennali sovrani
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati Reuters, Eurostat

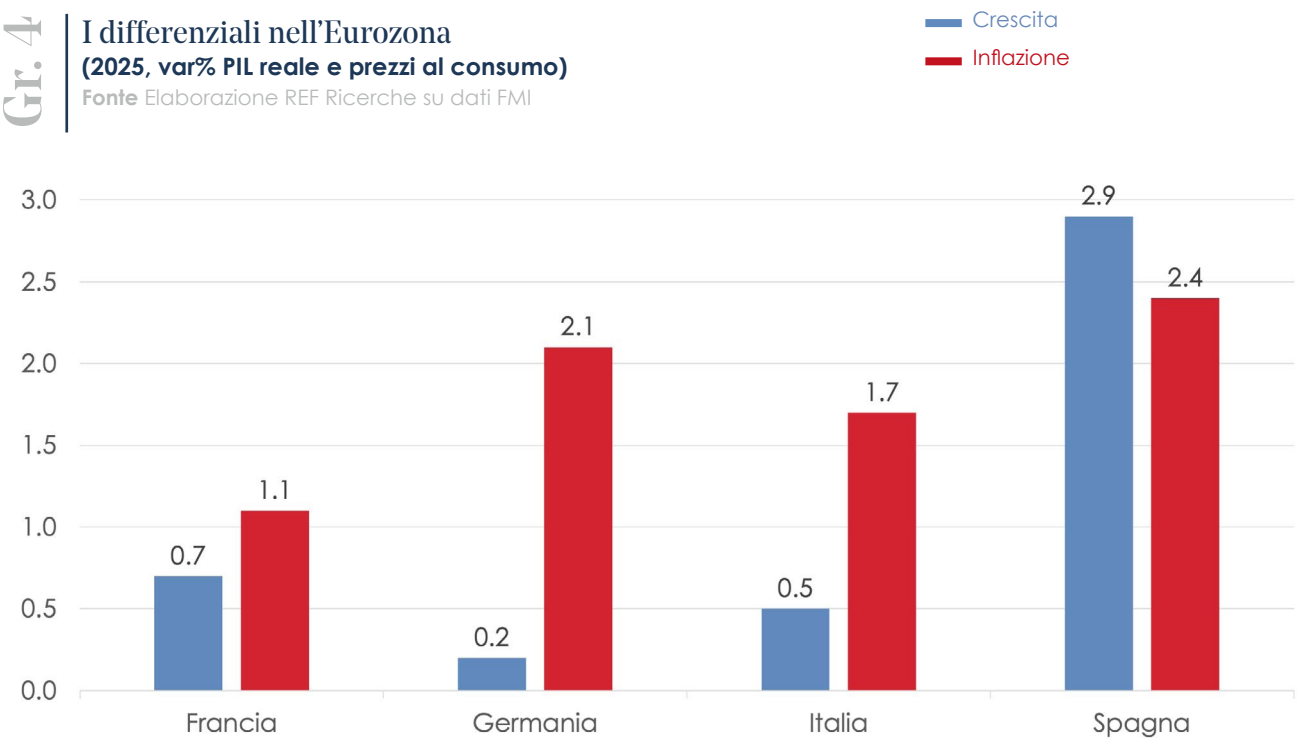


CRESCITA, TASSI E SOSTENIBILITÀ

Il differenziale di crescita, poi, incide sulle **condizioni di sostenibilità dei debiti pubblici**, migliorandole per chi cresce di più e abbassandone quindi anche i tassi a lunga nominali. Una combinazione doppiamente vincente per questi e doppiamente penalizzante per gli altri dove l'economia arranca (Grafico 4). Ciò sottolinea nuovamente che il risanamento dei conti necessita in primo luogo di una crescita più sostenuta e questa non è affatto garantita dal riequilibrio dei conti stessi, come è stato a lungo predicato e praticato nell'area dell'euro.

Gr. 4

I differenziali nell'Eurozona
(2025, var% PIL reale e prezzi al consumo)
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati FMI



IL CAMBIO DI PARADIGMA

Ora, però, il paradigma è cambiato: dal traino dell'export, con i suoi corollari di moderazione salariale per acquisire competitività e di conseguente fiacchezza dei consumi, al t**raino della domanda interna** che impone più ampi guadagni salariali e maggiore redistribuzione per innalzare la propensione media al consumo.

PORTAFOGLI AVANTI LUNGO LE AUTOSTRADE, MA CON PROTEZIONE

Come posizionare il portafoglio in questo contesto? **Temi azionari vincenti** ci sono e sono stati indentificati con le autostrade, con qualche rischio di bolla per le big-tech, anche se non imminente. Questo è l'acceleratore nel tacco-punta. E il freno? **Il dollaro resta vulnerabile**, sia se dovessero prevalere in USA le spinte recessive, con conseguente calo dei tassi, sia nel caso opposto di continua crescita della domanda interna, che perpetuerebbe l'ampio deficit corrente.

L'**oro** ha corso molto e ha anche corretto: tornerà a essere premiante nell'eventualità per nulla remota di un dollaro meno domandato come riserva.
I tassi, infine, **scenderanno di più sui titoli USA** che su quelli europei, perché la Fed ha ancora tre quarti di punto percentuale prima di atterrare sul livello da essa stessa ritenuto appropriato nel lungo periodo.

In ogni modo, un po' di prudente protezione non guasta.

Views from the managers

Scritto da:
ISHTAJ RAHMAN

Analogamente agli Stati Uniti, ***il tema chiave che ha guidato la performance dei mercati asiatici quest'anno è stato l'Intelligenza Artificiale*** *(AI), ampiamente riconosciuta da praticamente tutti i gestori che abbiamo incontrato durante il nostro recente viaggio come una tecnologia trasformativa, con il potenziale di plasmare profondamente il futuro. Considerando che* ***gran parte della catena di fornitura*** *alla base delle industrie tecnologiche hardware e dei semiconduttori necessarie per sviluppare l'AI* ***è situata in Asia****, i gestori stanno sfruttando le loro reti locali e competenze di ricerca per individuare opportunità di investimento interessanti all'interno dell'ecosistema, che comprende aziende in Cina, Taiwan, Giappone e Corea.* ***Data la notevole infrastruttura fisica richiesta dall'AI, è probabile che i colli di bottiglia nella produzione persistano.*** *Questo potrebbe prolungare l'attuale ciclo di investimenti, estendendo potenzialmente la durata di quella che alcuni potrebbero considerare una bolla.*

Per la Cina *in particolare, garantire che il Paese sia in grado di* ***sviluppare questa tecnologia internamente****, senza dipendere dai chip statunitensi,* ***è una priorità strategica per il governo****. La Cina dispone di diversi fattori che possono favorire il raggiungimento di questo obiettivo, in particolare una vasta base di ricercatori in AI e costi energetici molto più bassi rispetto agli Stati Uniti. Tuttavia,* ***il quadro cinese è sfaccettato****, con solo alcuni settori che beneficiano di sostegno fiscale. L'economia domestica rimane debole, con consumi privati fiacchi e prezzi immobiliari in calo. Una forza stabilizzatrice è rappresentata dai risparmi delle famiglie cinesi: negli ultimi anni, i risparmiatori avrebbero accumulato depositi equivalenti alle perdite totali subite nel settore immobiliare. Questo dovrebbe contribuire a mitigare il rischio di un brusco rallentamento economico e potrebbe, nel tempo, essere canalizzato verso i mercati azionari domestici, in assenza di altre alternative convincenti.*

Anche la Corea del Sud ha beneficiato quest'anno dei venti favorevoli legati all'AI: *man mano che l'AI avanza, è necessario archiviare volumi crescenti di dati, e due delle tre maggiori memory companies al mondo hanno sede lì. Inoltre, i miglioramenti nella governance societaria, mentre il governo cerca di implementare riforme non dissimili da quelle introdotte in Giappone qualche anno fa, hanno fornito un ulteriore impulso che diversi gestori sono riusciti a cogliere.*

Nel frattempo, dopo un periodo difficile segnato da venti contrari economici e significativi deflussi di capitali dai mercati azionari, ***le prospettive di crescita dell'India potrebbero accelerare nuovamente****. Recenti tagli fiscali e politiche monetarie accomodanti dovrebbero stimolare i consumi interni. Tuttavia, le valutazioni dei mercati azionari locali rimangono elevate in termini relativi rispetto ad altri mercati regionali.*

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.