

Economia mondiale a prova di Trump



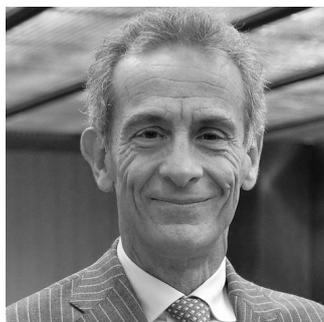
OSSERVATORIO

FEBBRAIO 2025

IN SINTESI

- Il 2025 è partito con il piede giusto per la crescita mondiale, mentre la nuova politica economica statunitense, come una sorta di tornado, sta investendo lo scenario.
- Le previsioni per il PIL mondiale sono state riviste al rialzo grazie soprattutto alla performance degli USA, dove continua a funzionare molto bene la coppia consumi-monte salari reali.
- A gennaio i dati americani di occupazione e vendite al dettaglio hanno risentito del grande gelo. In febbraio ci sarà un simmetrico rimbalzo.
- L'Eurozona soffre la debolezza franco-tedesca, con epicentro nell'*automotive*, e attende l'esito delle elezioni politiche in Germania. L'Italia è in stagnazione e l'andamento piatto dell'occupazione da agosto in poi anticipa ulteriore fragilità.
- In Asia la Cina avanza piano e l'India rallenta da una velocità che è un elevato multiplo di quella del Vecchio Continente.
- L'inflazione tende a scendere lentamente, specie in USA, dove il mercato del lavoro resta tirato e sostiene gli aumenti salariali.
- I tassi restano fermi in America, calano in Europa, salgono in Giappone. Le Borse segnano nuovi record grazie ai maggiori utili. L'oro è sostenuto dagli acquisti delle Banche centrali.
- I minacciati aumenti dei dazi commerciali e di altre barriere agli scambi con l'estero hanno un potenziale distruttivo molto elevato: se agiti, metterebbero in moto una spirale recessiva. Sebbene sia improbabile che ciò accada, l'incertezza per le politiche commerciali è salita ai massimi, scoraggiando gli investimenti e aumenta il premio al rischio.

AUTORI



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Chiara Casale

Economista
Ceresio Investors

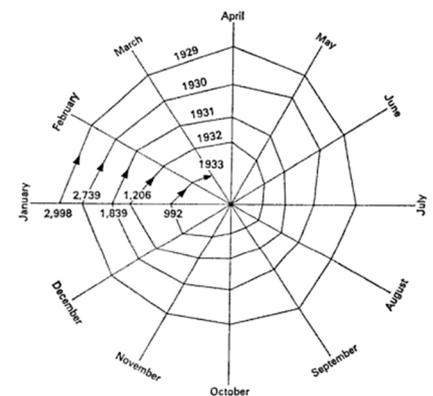
LA SUPERNAVE MONDIALE E I MAROSI DI TRUMP

La **nave dell'economia mondiale** avanza spedita tra i marosi alzati dal **tornado-Trump**. Con saette per ora più verbali che reali, ma che sono bastate a muovere notevolmente i mercati finanziari. In attesa che la nuova politica economica USA venga meglio delineata (il 4 marzo ci sarà il discorso sullo Stato dell'Unione al Congresso) e si dispieghi in tutte le sue misure concrete, è bene chiedersi se questa politica possa **causare gravi falle** al piroscampo.

In teoria sì: se davvero la **guerra commerciale** da minacciata diventasse agita e prevalesse la legge del taglione, con ritorsioni a raffica. L'ultima volta che ciò accadde correvano gli anni Trenta del secolo scorso e il commercio mondiale precipitò a spirale, colpito dalle misure protezionistiche che le diverse nazioni adottarono in risposta alla legge Smoot-Hawley degli USA (giugno 1930). Quella caduta vorticoso è stata magistralmente raffigurata dal **famoso grafico** a ragnatela di Charles Kindleberger, che ancora oggi si studia nei libri di testo.

È improbabile che ciò riaccada davvero tale e quale. Se non altro perché è chiaro che **la stessa economia USA finirebbe in recessione**, come ha fatto capire la reazione dei mercati finanziari il 27 gennaio, dopo che Trump aveva annunciato le prime tariffe sull'import dal Canada e dal Messico.

The contracting spiral of world trade, January 1929-March 1933: Total imports of 75 countries (monthly values in terms of old U.A. gold dollars)



In millions of dollars

SUGLI SCAMBI INCERTEZZA AL TOP

Qualche guasto può comunque arrivare da un altro canale: l'**incertezza**, che è il nemico più pericoloso delle decisioni economiche. Le imprese, infatti, non sapendo ancora quale sarà l'assetto finale di dazi, tariffe e altre assortite barriere agli scambi con l'estero, potrebbero **rinvviare un po' di investimenti**, facendo mancare domanda e bloccando sul nascere la stentata ripresa manifatturiera. Gli indici che misurano l'incertezza riguardo alla politica economica, e in particolare alle politiche commerciali, sono in aumento rapido, come ha sottolineato il Governatore della Banca d'Italia, Fabio Panetta, e hanno raggiunto picchi inauditi nei passati sessant'anni, superando i massimi già alti toccati durante il precedente mandato di Trump.

Per fortuna, ci sono altre ottime **ragioni che spingono a investire**: (in)seguire l'**innovazione tecnologica**, contrastare il **cambiamento climatico** e magari **aggirare gli ostacoli** presenti e futuri al commercio, in un mondo che ormai dalla Grande crisi del 2008-09 ha iniziato ad accorciare le filiere e a regionalizzarsi anche in chiave di amici-nemici (*friendshoring*).

IL GENERALE INVERNO CONGELA I DATI USA

Per intanto, l'**economia globale avanza** e mostra segnali di accelerazione. In particolare, nel settore **manifatturiero**, mentre gli indicatori dei servizi privati hanno risentito del **Generale inverno** che ha investito con temperature particolarmente basse gli **Stati Uniti**, consigliando molte persone a rinunciare a uscire di casa. Infatti, è **rimasta "congelata"** l'occupazione del settore <ospitalità e divertimento>, che nei precedenti tre mesi era salita in media di 37mila unità, e delle costruzioni (+7mila in media). Lo stesso vale per le **vendite al dettaglio**. Per questi indicatori osserveremo un **netto rimbalzo** in febbraio, meteo permettendo (Grafico 1).

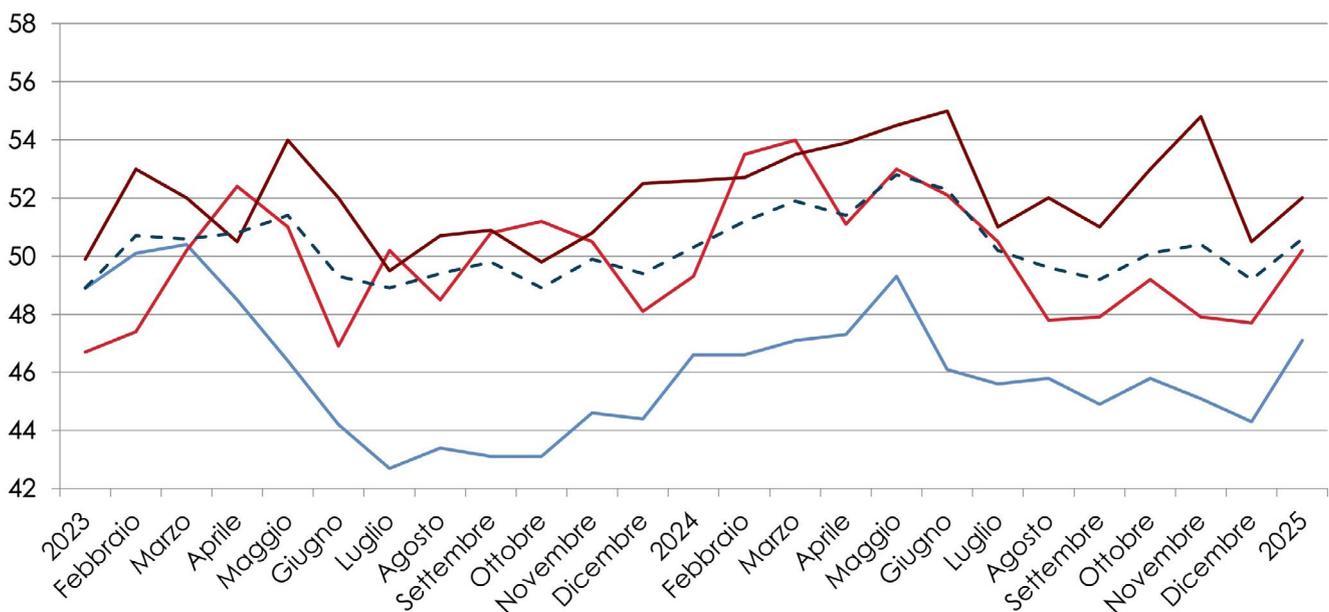
Gr.1

Nel manifatturiero timida ripresa...
(PMI output*)

*>50 espansione, <50 contrazione

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit

— Eurozona - - Globale
— USA — Cina



Gr. 1.2

... e in USA i servizi patiscono il gelo
(PMI output*)

* >50 espansione, <50 contrazione

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit

— Eurozona - - - Globale
— USA — Cina



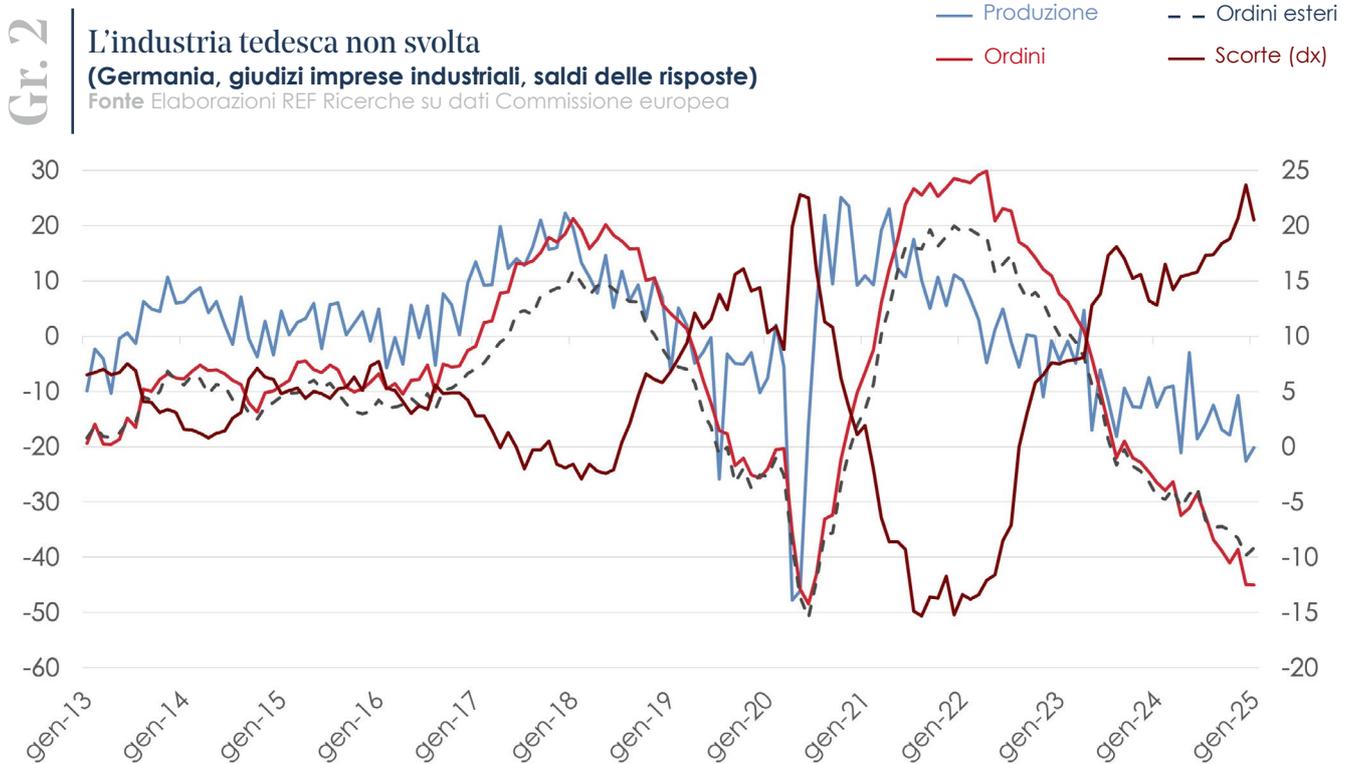
LE RAGIONI DEL RISVEGLIO MANIFATTURIERO

Il miglioramento delle prospettive manifatturiere è legato a **fattori ciclici** e di policy. Tra gli elementi del ciclo ci sono il riaccumulo di un po' di scorte, anche come precauzione anti-dazi, e il normale rinnovo di macchinari e attrezzature (pure di quelle domestiche) perché l'obsolescenza tecnica diventa a un certo punto fisica; tra i **fattori di policy** c'è anzitutto il ribasso dei tassi, in Cina ed Europa, che favorisce l'acquisto di beni durevoli.

Nel complesso non è difficile prevedere ulteriori **ritocchi all'insù** per le previsioni di crescita globale nel 2025, dopo quello dell'FMI poche settimane fa al 3,3%, soprattutto per via degli USA.

L'EUROAREA E LA CRISI TEDESCA

In effetti è soprattutto l'**economia americana** a continuare a rivelare più forza dell'atteso grazie ai **consumi** – che continuano a lavorare in coppia con il **monte salari reale** e ad attingere all'eccesso di risparmio accumulato in pandemia – e agli **investimenti in new tech**, nonostante i tassi più alti: il PIL nel quarto trimestre è salito del 2,3% annualizzato (dopo il 3,1% e il 3,0% nei due precedenti) e attualmente viaggia al 2,3%. All'opposto l'**Euroarea** prosegue a dibattersi nelle difficoltà incentrate sulla **Germania**, dove i segnali restano decisamente negativi nell'industria (Grafico 2) e la probabile lunga negoziazione per formare un nuovo governo, dopo le imminenti elezioni, potrebbe ritardare le misure di rilancio ancora per qualche mese. La **Francia** resta in *dérapage*: l'indicatore composito di produzione dell'indagine PMI ha segnato 47,6 in gennaio, dopo il 47,2 del quarto trimestre, quando il PIL è sceso dello 0,1%.



L'ITALIA È TORNATA ALLA BASSA CRESCITA

Per l'**Italia** le previsioni sono state di nuovo riviste al ribasso, confermando il ritorno alla **crescita da prefisso telefonico**, con variazioni del PIL dello <zero virgola>; con l'importante differenza che questa volta non è il brutto anatroccolo d'Europa, perché anche le altre economie vanno male (eccetto la Spagna). Il bilancio finale dell'annata corrente dipenderà in modo fondamentale da ciò che accade alle **costruzioni**, con l'affievolirsi della spinta PNRR agli investimenti pubblici e la riduzione degli investimenti residenziali post superbonus. Non si può escludere che la dinamica del prodotto scenda **sottozero**, tanto più se la Germania non ripartisse. L'**appiattimento dell'occupazione** da agosto fino a fine 2024, con inclinazione a flettere, promette guai (Grafico 3).

Gr. 3

In Italia occupazione ferma
(**Persone occupate, indice gen. 2022=100**)
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati ISTAT



In Asia, che ormai ha saldamente preso la guida dell'economia globale, la **Cina marcia**, per quanto meno del desiderabile anche secondo i canoni di Pechino, che ha munizioni da usare quando avrà capito dove vanno a parare le giravolte trumpiane. L'**India** continua a correre, un po' meno vigorosamente di qualche mese fa, ma sempre a velocità siderale per i nostri ormai miseri standard.

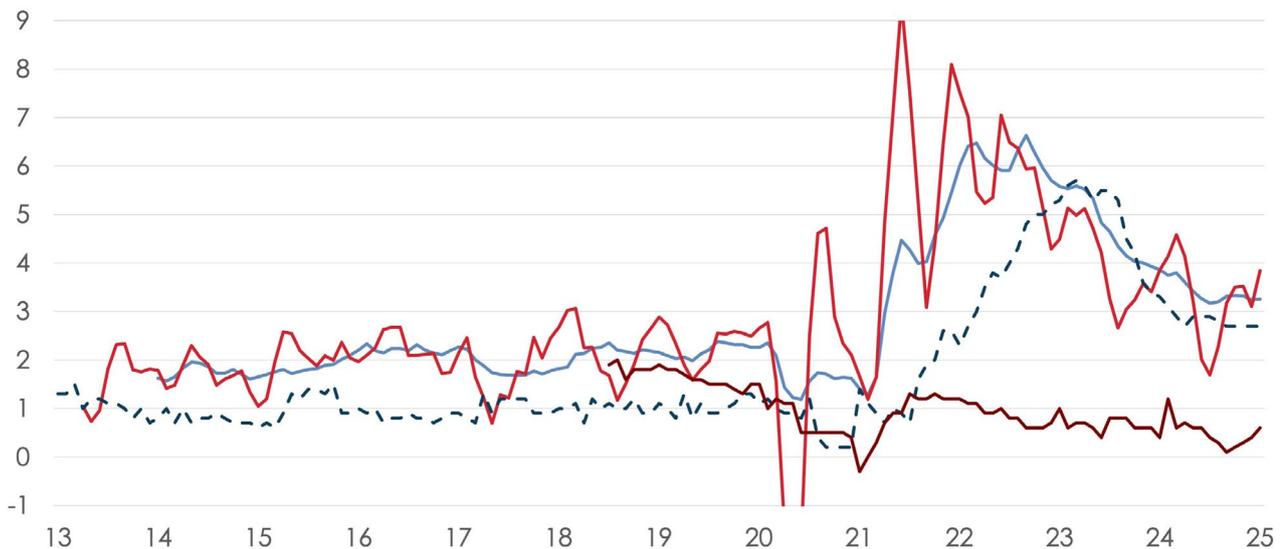
L'INFLAZIONE RESTA DISOMOGENEA

Se il **cornio della crescita** lascia tranquilli i mercati finanziari (almeno fino a quando le sparate di Trump si riveleranno a salve), **quello dell'inflazione** continua a destare qualche preoccupazione. La tendenza verso il raffreddamento è chiara e intatta. Ma non ovunque in modo omogeneo, né per voci del paniere dei consumi né per paesi. Così, la dinamica dei prezzi resta **più alta (e accelera) in USA** che in Europa e ancor più che in **Cina, sull'orlo della deflazione**; ed è maggiore per il **sottoinsieme core** (che esclude energia e alimentari) rispetto al totale (Grafico 4). All'opposto, in **Giappone** non solo l'inflazione non cala, ma perfino riprende vigore: in dicembre è balzata al 3,6% dal 2,9% per il totale e al 3,0% dal 2,7% per la core, e in gennaio ci si attende un'ulteriore accelerazione (sulla base dei dati di Tokyo). Tutto questo ci spinge a cercare la ragione delle differenze e questa sta nelle **condizioni del mercato del lavoro**: piena occupazione americana, licenziamenti in atto in Europa, debolezza cinese, carenza di persone nel Sol Levante, parzialmente compensata da forte immigrazione. Questo quadro e queste differenze sono destinati a durare (fatta la tara per Trump, che può solo accrescere i divari inflazionistici).

Gr. 4

Inflazione in più lento calo
(Var. % annua prezzi al consumo core*)
* Esclusi energia e alimentari
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati US BLS

— USA - - Eurozona
— USA 4 mesi — Cina



TASSI FED FERMI, GIÙ QUELLI BCE E LA BOJ RIALZA

Le implicazioni sono evidenti per tassi e mercati azionari. Sul fronte dei **tassi**: la **FED** rimane ferma e i rendimenti lunghi sui **Treasuries** oscillano, anche molto (si veda l'Osservatorio di gennaio 2025), senza scendere; la **BCE** deve continuare a **tagliare il costo del denaro** almeno al 2%, e perfino sotto, ossia a tassi reali negativi, così da spingere davvero l'economia; la **Bank of Japan** può proseguire nella normalizzazione graduale e ne ha di strada da fare per arrivare al livello neutrale, ossia dallo 0,5% attuale all'1-2% (secondo l'FMI). La **Cina** dovrà abbassare ancora i tassi.

BORSE CORALMENTE AL RIALZO MA CON RISCHI

Sul fronte dei **titoli azionari americani**, l'inflazione moderata, e tale da non costringere la Banca centrale ad andare oltre l'attuale grado di restrizione (che è già significativo secondo il Presidente Powell), è favorevole all'**espansione degli utili**, un po' meno dei **multipli che sono già alti** e che non possono ottenere nuova spinta da una consistente riduzione dei tassi nei prossimi mesi. Tanto più che è molto probabile che occupazione e prezzi saliranno ancora assai nel corso del primo trimestre, oltre le attese dei mercati, e quindi pongono un rischio al ribasso per i corsi azionari e obbligazionari, da cui è bene coprirsi.

Per le **Borse europee** il metodo dietro alla follia di salire mentre l'economia reale scende sta nella giusta convinzione degli investitori che i banchieri centrali allenteranno ancora e per un bel po' la politica monetaria. In effetti, il **forte rialzo** borsistico europeo, che ha chiuso il gap con la prestazione di Wall Street, è partito lo scorso autunno, quando si è capito che **la BCE avrebbe ridotto i tassi a ogni riunione**, senza cioè pause come quella di luglio 2024. Con il doppio effetto di accrescere le attese per la ripresa e di spingere in su i multipli. Il rischio, in questo caso, è che l'**esito delle elezioni tedesche** possa imbrigliare non solo la politica economica tedesca ma anche quella europea.

IL DOLLARO IN PAUSA

Nei tassi di cambio **il dollaro ha perso terreno** contro l'euro, contrariamente alle previsioni anche recenti basate sul divario di prospettive e di rendimenti. Una ragione può essere nella **doppia scommessa** che la ripresa dell'Eurozona sia dietro l'angolo e che siano ampi i benefici che la fine del conflitto russo-ucraino possa portare. Tuttavia, val la pena notare che per lungo tempo il cambio si è mosso in **un range abbastanza stretto** tra 1,05 e 1,12, range che ha rotto a dicembre, proseguendo un movimento di violento apprezzamento. I fondamentali restano a favore del dollaro, soprattutto contro l'euro, ma un aggiustamento è fisiologico dopo tanta rivalutazione (+10% in tre mesi e mezzo dal massimo, per l'euro, di fine settembre al minimo di metà gennaio).

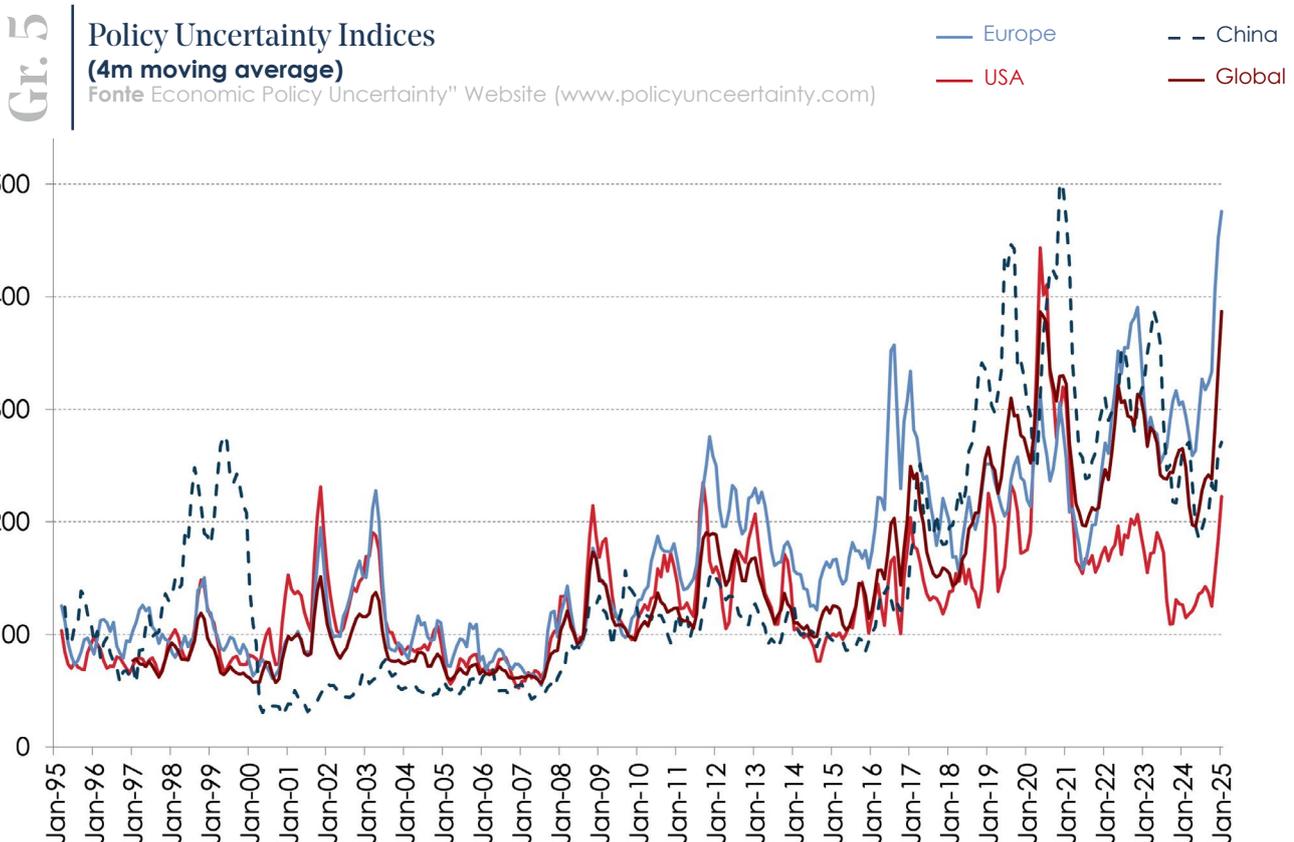
L'ORO BENE RIFUGIO DELLE BANCHE CENTRALI

Se la ripresa mondiale del manifatturiero prenderà corpo, alcune **materie prime industriali** (come il rame) ne beneficeranno. E l'**oro**? Dopo due mesi di pausa, con quotazioni stabili o cedenti, dall'inizio del 2025 ha **ripreso a salire** e ha segnato nuovi massimi storici. L'aspetto interessante, e allo stesso tempo preoccupante, è che a guidarne la salita siano gli **acquisti delle banche centrali**, che di anno in anno superano i record passati. Lo scopo è di diversificare le riserve. Se i banchieri centrali si rifugiano nella barbara reliquia vuol dire che viviamo davvero in tempi di barbara incertezza.

LA STRATEGIA DELLA CONFUSIONE

Come il Presidente Trump intenda gestire la politica e l'economia del primo paese al mondo è ancora in gran parte **un punto di domanda**. Al di là della propaganda elettorale che promette la rinascita dell'economia statunitense (la quale, per inciso, sta già abbastanza bene), nessun aumento delle tasse e un deficit sotto controllo grazie al taglio delle spese (però pensioni, sanità, e spesa per interessi sul debito rappresentano il 75% del totale delle spese pubbliche) ed una politica estera che utilizza con disinvoltura l'imposizione di tariffe come metodo contrattuale, **di concreto c'è ancora poco**. Finora si sono essenzialmente susseguiti una serie di provvedimenti e dichiarazioni che prima hanno imposto tariffe, poi le hanno sospese, prima in forma generalizzata, poi specifica su singoli prodotti, ma con eventuali esclusioni di paesi "virtuosi", e con percentuali di imposizione diverse, che si materializzano con la stessa naturalezza con cui un mago estrae un coniglio dal suo cappello. Se la strategia di Trump è quella di **confondere gli avversari** per impedire che organizzino una risposta coerente ad una sfida, che per quanto impegnativa risulti almeno chiara, **l'obiettivo è stato raggiunto e l'incertezza la fa da padrona**. Esistono indici costruiti per misurare l'insicurezza che aleggia su di una nazione (conteggiando quanto spesso questo tema venga trattato dalle principali testate giornalistiche di ogni paese) e, secondo questo approccio, l'Europa risulta la regione più "confusa", con un livello di dubbio superiore anche a quello raggiunto durante l'epidemia di Covid. D'altronde l'**Europa** ha molto da perdere da una guerra commerciale, con una percentuale di esportazioni su PIL pari a quella cinese, un'economia interna che arranca e una minore preparazione allo scontro con gli Stati Uniti, potenza che, sotto Biden, risultava affidabile e alleata. La reazione della **Cina**, per contro, risulta molto più controllata, con livelli di incertezza molto inferiori alla prima ondata di tariffe del 2018/2019, essendosi roduta da anni di contrapposizione astiosa con gli USA. L'incertezza, per quanto impalpabile sia, non è una variabile priva di effetti concreti. Se permane sufficientemente a lungo paralizza investimenti e occupazione sul fronte economico, ed aumenta il premio al rischio sui mercati. Paradossalmente meglio confrontarsi con un avversario incattivito, ma strategicamente chiaro, che con un partner ondivago. Può essere interessante

anche guardare a come Trump sia percepito **internamente**, da imprese e consumatori statunitensi, utilizzando anche in questo caso indici di sentiment. Non stupisce forse troppo che i supporter più convinti del nuovo Presidente siano le piccole imprese domestiche (indice NFIB), che da Trump si aspettano meno tasse, meno regolamentazione, costi energetici più bassi e meno governo che competi con loro per risorse scarse (lavoratori in primis). Più fredda la risposta del grande settore industriale (indice ISM), forse memore degli effetti negativi della prima guerra commerciale nel 2018/2019. I consumatori da Trump sembrano aspettarsi essenzialmente più inflazione (il 4,3% ad un anno dal 2,7% che prevedevano prima delle elezioni) e sembrano aver agito di conseguenza, con un boom degli acquisti di beni a fine 2024.



Gr. 6

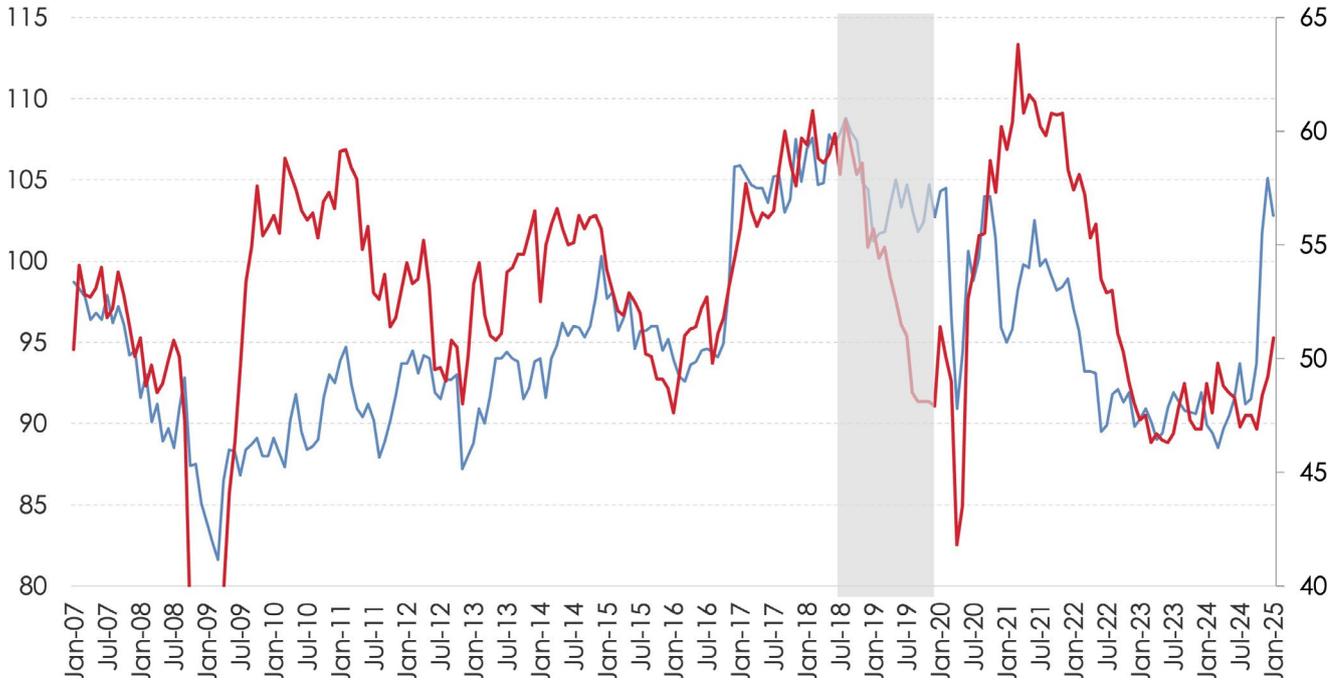
US - Business Sentiment

Fonte Datastream (LSEG)

— NFIB Small Business Sentiment Index

— ISM Man. Index

TRUMP'S FIRST TRADE WAR



Il presente documento è stato predisposto congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e da Banca del Ceresio SA. Banca del Ceresio SA fa parte del Gruppo Ceresio Investors, per tali intendendosi 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 coperto da copyright ed è pubblicato sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio S.A. I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento. I dati in esso eventualmente riportati si riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo nell'attuale situazione congiunturale. Alcuni dati utilizzati provengono da varie fonti che si presumono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma 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, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. È vietata in ogni caso la duplicazione, pubblicazione, estrazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

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.