



Monthly Macro Insights — May 2025



Marc-Antoine Collard
Chief Economist – Director of
macroeconomic research

L'attività economica è rimasta relativamente resiliente nei primi mesi del 2025, anche se questa stabilità è stata sostenuta da fattori temporanei. Nelle ultime settimane, infatti, le proiezioni di crescita globale sono state riviste nettamente al ribasso, a causa di dazi a livelli che non si vedevano da un secolo e di un ambiente altamente imprevedibile, mentre i rischi di inflazione sono aumentati.

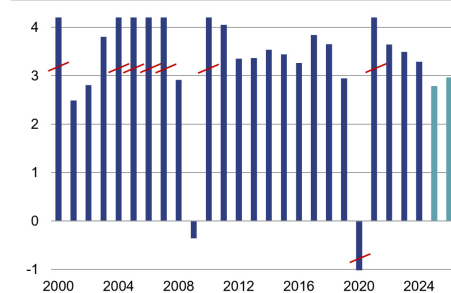
Stagflazione o recessione?

L'anticipazione di aumenti tariffari ha spinto l'attività industriale, spiegando la resilienza dell'economia globale. Tuttavia, un calo del sentiment aziendale in risposta alla guerra commerciale diventerà probabilmente più evidente nei prossimi mesi. Il recente calo del sottoindice di produzione del PMI¹ di aprile indica un deterioramento dell'attività economica globale all'inizio del secondo trimestre 2025, mentre la fiducia dei consumatori, in particolare negli Stati Uniti, è notevolmente diminuita. Secondo l'ultimo World Economic Outlook del FMI, la crescita globale dovrebbe rallentare significativamente quest'anno, al 2.8% dal 3.3% del 2024², il ritmo più lento dal 2002, escluse le recessioni del 2009 e 2020. Questo deterioramento riflette l'aumento dell'incertezza, soprattutto legata alle politiche commerciali, a livelli senza precedenti, che impatta l'attività economica attraverso spillover nei collegamenti commerciali e finanziari, peggiorando il sentiment. Storicamente, le recessioni sono state causate da

crescenti vulnerabilità macroeconomiche in presenza di shock. In tal senso, l'attuale guerra commerciale rappresenta uno shock negativo sull'offerta, specialmente negli Stati Uniti, dove le risorse vengono riallocate verso la produzione di beni meno competitivi, con conseguenti aumenti dei prezzi di produzione. In prospettiva, i dazi probabilmente ridurranno la concorrenza e l'innovazione, aumentando il rent-seeking e pesando sulla crescita della produttività. Le catene di approvvigionamento globali integrate possono amplificare gli effetti dei dazi e dell'incertezza, poiché la maggior parte dei beni commercializzati sono input intermedi che attraversano i confini più volte prima di diventare prodotti finiti, come nel settore automobilistico USA-Canada. Nel complesso, le interruzioni possono propagarsi lungo le catene di approvvigionamento, mentre le imprese probabilmente ridurranno gli investimenti e taglieranno le spese in un contesto di accesso incerto ai mercati. Sul lato della domanda, i dazi rappresentano principalmente uno shock negativo per i consumatori americani, che affrontano prezzi molto più alti per una vasta gamma di beni importati. Questo shock danneggerà anche i partner commerciali degli Stati Uniti, allontanando i clienti americani dai loro prodotti. Tuttavia, alcuni paesi potrebbero beneficiare leggermente della deviazione commerciale. Recentemente, il sentiment di mercato è stato sostenuto dai segnali di progresso verso accordi commerciali con diversi paesi, indicati dal presidente Trump e dal segretario al Tesoro Bessent. Tuttavia, potrebbe essere prematuro aspettarsi una riduzione significativa dei dazi. Ciò è particolarmente vero poiché non ci sono prove di negoziati sostanziali con Cina, UE o all'interno dell'USMCA, che rappresentano quasi due terzi delle importazioni statunitensi. Ironia della sorte, un ritorno a dazi del 60% sulla Cina e del 10% universale altrove manterrebbe il tasso tariffario effettivo medio degli Stati Uniti a un livello significativamente alto del 16%³, il più alto da decenni e in linea con lo scenario peggiore degli investitori durante la campagna presidenziale americana. Inoltre, resta incerto quale danno sia già stato inflitto all'economia globale e se questo possa essere reversibile.

World - GDP growth

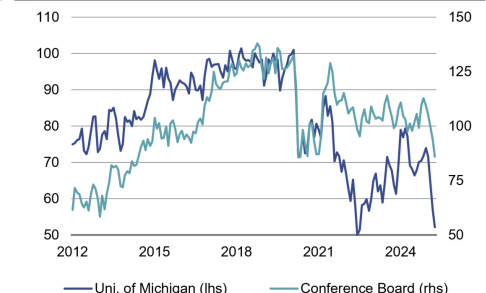
in %, y/y



Source : IMF, Rothschild & Co Asset Management, may 2025

United States - Consumer confidence

index

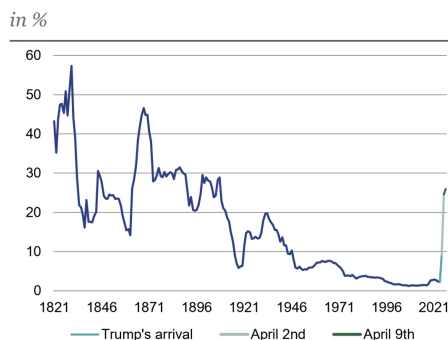


Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, may 2025

La politica monetaria di fronte a una sfida complessa

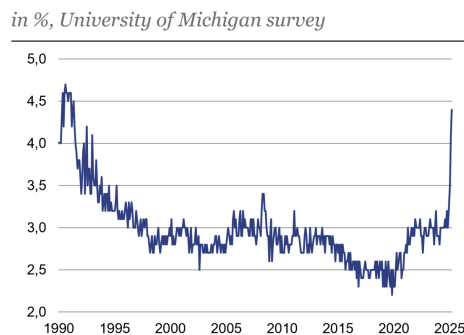
La politica commerciale statunitense aumenterà l'inflazione, non solo sui beni importati ma anche sui prezzi interni, a causa dell'aumento dei costi degli input e della maggiore domanda per i prodotti nazionali. Nel frattempo, le interruzioni delle catene di approvvigionamento si tradurranno anch'esse in prezzi più alti. Tuttavia, la crescita economica subirà un impatto negativo. Finora, gli investitori sembrano ritenere che l'effetto sulla crescita prevarrà, come dimostrato dalla crescente aspettativa che la Fed taglierà rapidamente i tassi per sostenere l'economia, in parte a causa del suo duplice mandato di piena occupazione e stabilità dei prezzi. Tuttavia, questa razionale è incompleta per due motivi principali. In primo luogo, il rallentamento dell'attività economica potrebbe non generare un rilassamento del mercato del lavoro con la stessa rapidità del passato. Con il crollo dell'immigrazione illegale, una forza lavoro in crescita lenta e l'amministrazione Trump che aumenta significativamente le deportazioni, anche guadagni mensili minimi di posti di lavoro potrebbero essere sufficienti per evitare un aumento significativo del tasso di disoccupazione, almeno nel breve termine. In secondo luogo, gli aumenti dei prezzi legati ai dazi saranno difficili da ignorare per la Fed se porteranno a un rialzo delle aspettative di inflazione. Ad aprile di quest'anno, i partecipanti ai sondaggi sui consumatori dell'Università del Michigan si aspettavano un'inflazione a lungo termine media del 44%, il livello più alto in quasi 35 anni. A tal proposito, il presidente della Fed Powell ha chiarito che il Federal Open Market Committee non adotterà misure preventive, sottolineando l'obbligo di mantenere ben ancorate le aspettative di inflazione a lungo termine e di garantire che un aumento temporaneo del livello dei prezzi non si trasformi in un problema di inflazione persistente.

United States - Effective tariff rate on imports



Source : IMF, Rothschild & Co Asset Management, may 2025

United States - Long term inflation expectations

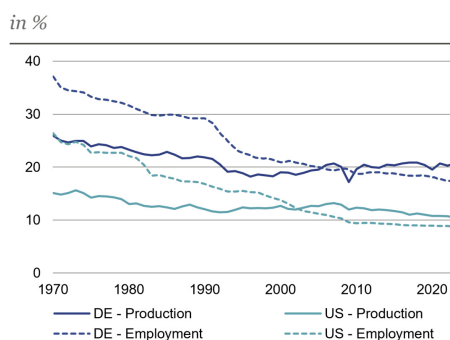


Ristrutturare il sistema commerciale globale?

Secondo Stephen Miran, nuovo capo consigliere economico del presidente statunitense Trump, i sistemi commerciali e finanziari internazionali sono iniqui, un argomento che giustifica l'adozione della nuova politica commerciale disruptive. In quest'ottica, l'attuale sistema mantiene il dollaro USA (USD) a un livello troppo alto per ridurre il significativo deficit delle partite correnti, poiché la domanda globale di attivi liquidi denominati in

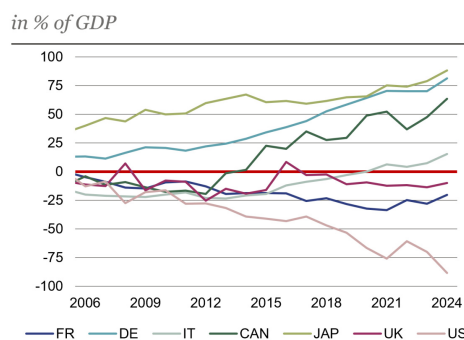
dollari cresce più rapidamente del PIL statunitense. Inoltre, ciò esercita una pressione al ribasso sui tassi d'interesse, incoraggiando i debitori pubblici e privati negli Stati Uniti ad assumere ancora più debito, mettendo a rischio la sostenibilità e la stabilità finanziaria. In effetti, il bilancio finanziario statunitense è composto da investimenti ad alto rischio e alto rendimento sul lato delle attività, e da obbligazioni a basso rendimento e prive di rischio sul lato delle passività. In tempi di crisi, questo bilancio è sfavorevole agli Stati Uniti, poiché le attività si deprezzano mentre il valore delle passività rimane invariato. Tuttavia, nel lungo termine, il rendimento delle attività supera di gran lunga i rendimenti delle passività, facendo sì che la posizione esterna netta degli Stati Uniti (cioè lo stock di attività finanziarie meno le passività) si deteriori meno rispetto ai deficit commerciali cumulativi. Di conseguenza, il dollaro è effettivamente sostenuto da una forte domanda, risultando più alto di quanto dovrebbe essere, considerando i profondi deficit pubblici e commerciali, noti come "deficit gemelli". Inoltre, oltre ai guadagni da signoraggio (il dollaro non genera interessi per chi lo detiene), gli Stati Uniti beneficiano della capacità di indebitarsi nella propria valuta, senza rischio di cambio e a tassi d'interesse bassi. L'amministrazione statunitense sembra ritenere che sia la forza della propria valuta sia la globalizzazione siano le principali cause della deindustrializzazione dell'economia americana. Tuttavia, la quota di occupazione manifatturiera nelle economie avanzate è in declino secolare sia nei paesi con surplus commerciali, come la Germania, sia in quelli con deficit, come gli Stati Uniti. In realtà, la forza principale dietro questo declino è il progresso tecnologico e l'automazione, non la globalizzazione. Tuttavia, la quota di produzione manifatturiera è rimasta stabile in entrambi i paesi. Di conseguenza, le evidenze suggeriscono che l'insoddisfazione di Miran nei confronti del sistema monetario internazionale sia esagerata, se non infondata. Gli economisti hanno da tempo compreso che tariffe più alte non riducono, in generale, i deficit commerciali. In effetti, i dati globali indicano che i paesi con tariffe più elevate presentano effettivamente deficit commerciali più alti.

World - Share of manufacturing



Source : IMF, Rothschild & Co Asset Management, may 2025

G7 - Net international investment position



Source : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, may 2025

Performance of the indices and interest rate levels

	Price as of 30/04/2025	1 month % change	2025 % change
Equity markets			
CAC 40	7 594	-2,5%	2,9%
Euro Stoxx 50	5 160	-1,7%	5,4%
S&P 500	5 569	-0,8%	-5,3%
Nikkei 225	36 045	1,2%	-9,6%
Currencies			
EUR/USD	1,13	4,7%	9,4%
EUR/JPY	162,0	-0,1%	-0,5%
Interest rates			
	Level as of 30/04/2025	1 month change bp ⁽¹⁾	2025 change bp ⁽¹⁾
3 month			
Eurozone	2,07%	-23	-66
United States	4,29%	-1	-3
10 years			
Eurozone	2,44%	-29	8
United States	4,16%	-4	-41

(1) Basis point.

Source: Bloomberg, data as of 30/04/2025. Performances in local currency.

Past performance is not a reliable indicator of future performance and is not constant over time. Index's performance is calculated on the basis of net dividend reinvested

Completed writing on 2 May 2025.

Consulta questo documento sul nostro sito web



(1) Indice dei responsabili degli acquisti, un indicatore che riflette la fiducia dei responsabili degli acquisti in un settore di attività. Al di sopra di 50 indica un'espansione dell'attività, al di sotto di 50 una contrazione.

(2) Fonte: World Economic Outlook del FMI, aprile 2025.

(3) Fonte: Rothschild & Co Asset Management, maggio 2025.

The comments and analyses in this document are provided purely for information purposes and do not constitute any investment recommendation or advice. Rothschild & Co Asset Management cannot be held responsible for any decisions taken on the basis of the elements contained in this document or inspired by them (total or partial reproduction is prohibited without prior agreement of Rothschild & Co Asset Management). Insofar that external data is used to establish terms of this document, these data are from reliable sources but whose accuracy or completeness is not guaranteed. Rothschild & Co Asset Management has not independently verified the information contained in this document and cannot be held responsible for any errors, omissions or interpretations of the information contained in this document. This analysis is only valid at the time of writing of this report.

Rothschild & Co Asset Management, organized under the laws of France, registered with the Trade and Companies Register of Paris RCS Paris 824 540 173. A management company licensed by the Autorité des Marchés Financiers under N° GP 17000014, having its registered office 29, avenue de Messine, 75008 Paris, France.

No part of this document may be reproduced, in whole or in part, without the prior written permission of Rothschild & Co Asset Management, under pain of legal proceedings.

Informazioni sulla divisione Asset Management di Rothschild & Co

Come divisione specializzata nella gestione patrimoniale del gruppo Rothschild & Co, offriamo servizi di gestione personalizzati a un'ampia clientela di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori. Il nostro sviluppo si basa su una gamma di fondi aperti che beneficiano della nostra esperienza di lungo periodo nella gestione attiva e di convinzione, nonché nella gestione delegata. Con sede a Parigi e uffici in 10 paesi europei, gestiamo oltre 50 miliardi di euro e impieghiamo quasi 200 persone⁽¹⁾. Ulteriori informazioni su : www.am.eu.rothschildandco.com

(1) Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 31/07/2026.

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Belgio – Paesi Bassi – Lussemburgo

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Svizzera

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Italia

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Germania – Austria

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Spagna

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31

