Tra economia solida, e mercati fragili lo zampino dell'AI



In sintesi

L'economia mondiale continua a crescere a buon ritmo. Gli ordini salgono e promettono ulteriori guadagni di produzione.

In ottobre e novembre ci sono indicazioni di rallentamento nell'espansione del settore privato che ha toccato a settembre il valore più alto dal maggio 2023.

La caduta dei mercati azionari e di alcune materie prime, come il rame, dai massimi del 6 ottobre va al di là degli effetti di una normale flessione del ritmo di crescita.

Rispecchia la visione degli investitori su quel che può succedere ai bilanci societari delle imprese più impegnate nella rivoluzione AI e ogni segnale di difficoltà mette in moto vendite.

La vicenda del CEO di Nvidia, "Jensen" Huang, fa capire la posta in gioco anche per la gara con la Cina per la leadership nella nuova tecnologia.

L'andamento dei mercati e dell'economia restano legati a doppio filo.

I gestori incontrati in Asia nell'ultimo viaggio hanno opinioni diverse sulle ricadute dell'AI ma concordano sul fatto che il mercato tenderà sempre più a distinguere tra vincitori e perdenti, creando un contesto particolarmente favorevole alla selezione attiva dei titoli.

Autori



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



Ishtaj Rahman

Director, Belgrave
Capital Management

Scritto da:
Luca Paolazzi

Lo specchio dell'economia...

L'economia continua ad andare su. Invece i mercati azionari vanno giù e poi su così repentinamente da far vivere agli investitori l'esperienza del Falcon's Flight, l'ottovolante più impegnativo che ci sia al mondo (discese fino a 250 km all'ora, 90° di pendenza e 158 metri di dislivello). Con la stessa sensazione di subbuglio nello stomaco.

Se le Borse fossero uno specchio piano rifletterebbero un sistema economico mondiale che cresce nel suo insieme e nelle singole parti, qui di più e là di meno, in alcuni settori moltissimo e in altri pochissimo.

...e quello delle Borse

Invece lo specchio borsistico (inteso come insieme dei mercati azionari, obbligazionari e delle materie prime) restituisce la visione degli investitori, ossia di come essi pensano che l'economia andrà nel futuro prossimo, e non di come va nel presente. Pensieri quasi sempre originati da ragionamenti logici e fondati su solidi numeri. Ma talvolta dettati da dubbi, timori o vero e proprio panico. O da meccanismi interni ai mercati stessi e legati alle posizioni di alcuni grandi operatori, che devono chiudere in fretta importanti posizioni.

Qualunque ne sia la fonte, i recenti movimenti borsistici proiettano l'immagine di un sistema economico che sta finendo la benzina, sofferente di inflazione, carico di debiti sovrani e anche di imprese impegnate a primeggiare nella corsa all'AI. Insomma, non proprio un quadro clinico roseo.

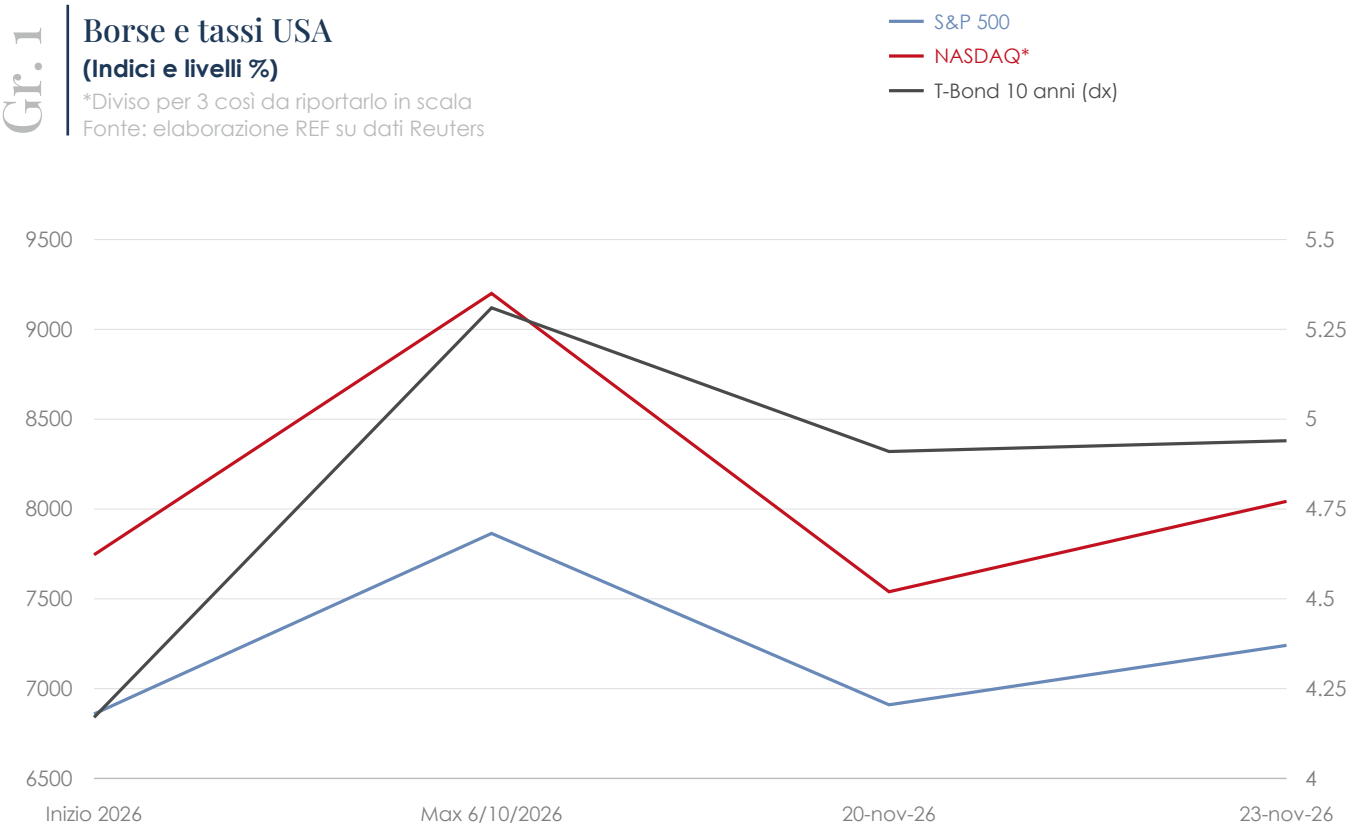
La rapida flessione delle azioni

Infatti, prima di fare un repentino dietrofront il 23 novembre, sull'onda delle vicende di Jen-Hsun "Jensen" Huang (dimesso da CEO di Nvidia e dopo solo 11 giorni rimesso in sella a furor di popolo e di Presidente USA), le azioni e molte materie prime avevano perso non poco terreno rispetto ai picchi raggiunti pochi mesi fa. Prendiamo Wall Street, il mercato-guida: l'S&P 500 era sceso di oltre il 12% e il NASDAQ di oltre il 18% dai massimi del 6 ottobre, cosicché in appena un mese e mezzo erano stati spazzati via i guadagni dei precedenti nove mesi del 2026.

Contemporaneamente i tassi hanno ripiegato rispetto al picco dove li avevano spinti vari fattori, tra cui la svolta restrittiva delle politiche monetarie per riportare l'inflazione verso l'obiettivo (Grafico 1). Quotazioni azionarie e di input primari che scendono insieme al costo del denaro rivelano aspettative di frenata del sistema economico, oltre a condizioni specifiche di domanda e offerta.

Gr. 1

Borse e tassi USA
(Indici e livelli %)
*Diviso per 3 così da riportarlo in scala
Fonte: elaborazione REF su dati Reuters



La solida crescita mondiale

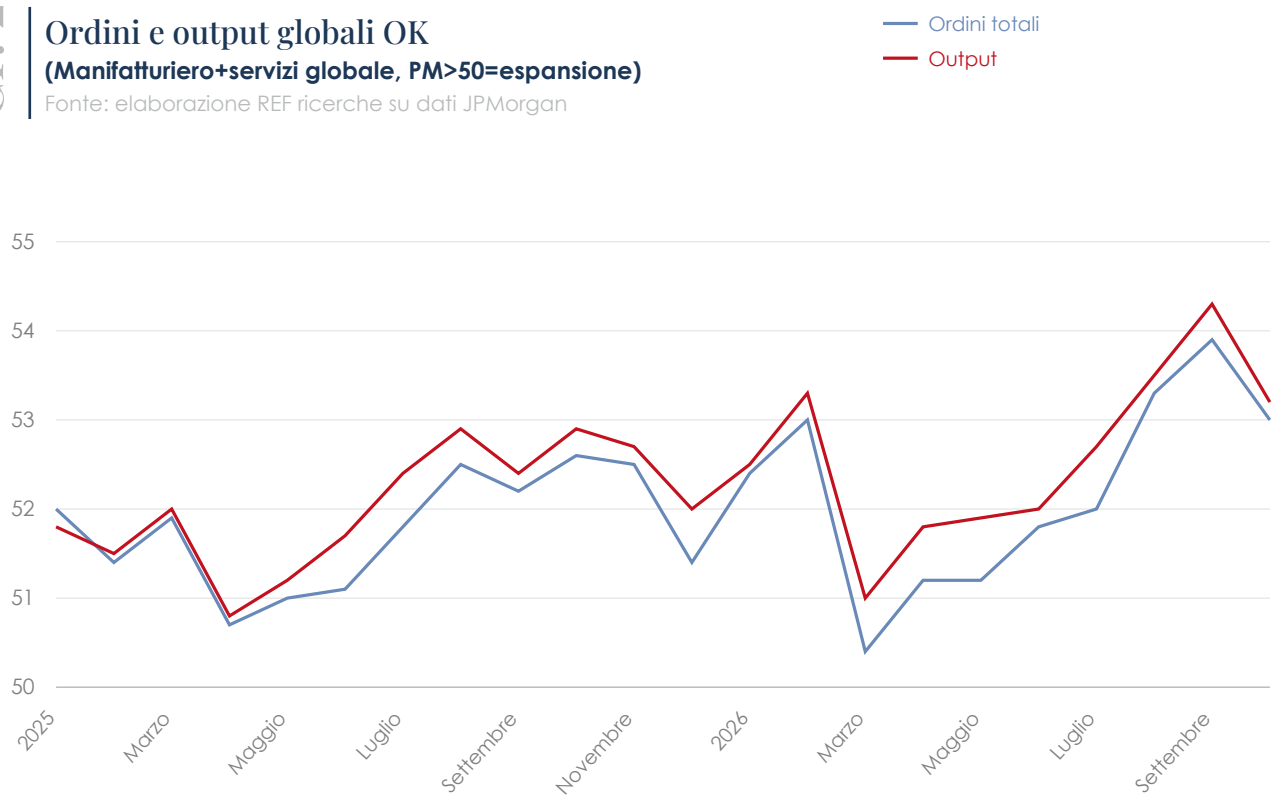
Al contempo le statistiche su produzione, ordini, occupazione, commercio internazionale e consumi dicono che il passo della crescita resta tra i più rapidi dalla primavera 2023 e non compaiono per ora segnali di cedimento, al di là del normale susseguirsi di accelerazioni e decelerazioni (Grafico 2).

Gr. 2

Ordini e output globali OK

(Manifatturiero+servizi globale, PM>50=espansione)

Fonte: elaborazione REF ricerche su dati JPMorgan



Una decelerazione globale c'è stata a ottobre e, secondo i primi indicatori (soprattutto quelli relativi agli USA e al Giappone), è proseguita in novembre, dopo che a settembre era stato toccato il massimo tasso di incremento dell'attività nel settore privato dal maggio 2023. Tuttavia, i sistemi economici avanzano in modo tutt'altro che lineare e se confrontiamo l'andamento effettivo di quest'anno con quello temuto dopo l'inizio della guerra contro l'Iran non possiamo che stupirci per come sta procedendo l'economia mondiale, pur avendo i venti contrari del caro-energia e dell'aumento dei tassi di interesse.

Il braccio di ferro tra “carta” e “lamiera”

Allora, viene da paragonare il contrasto tra i dati congiunturali, che restano nel complesso positivi, e le dinamiche dei mercati, che invece hanno svoltato negativamente, a un braccio di ferro tra l’economia reale (la “lamiera”, si diceva una volta, quale simbolo di attività produttiva) e i mercati finanziari (la “carta”, ossia qualcosa che esiste ora ma non è detto che sarà uguale tra un po’ di tempo perché ha un valore fluttuante). Chi la spunterà? La risposta sta nel grembo dell’AI.

Il potente motore AI

In effetti, per molti investitori potremmo essere a un punto di svolta nelle prospettive di quello che nel 2026 è stato il motore più potente per la crescita mondiale: gli investimenti lungo tutta la filiera necessari per realizzare la rivoluzione dell’intelligenza artificiale. Investimenti massicci tanto da determinare quest’anno metà dell’incremento del Pil USA, un quinto di quello dell’Eurozona e anche di più nel Regno Unito, che è il terzo mercato al mondo per l’AI e dove hanno sede alcuni importanti attori di questa dirompente tecnologia.

Un’ulteriore indicazione della forza del traino dell’AI viene dall’export internazionale di merci, il cui incremento nei primi sei mesi del 2026 è stato dovuto per il 50% agli scambi di beni abilitanti per l’AI. Per afferrare appieno l’estensione e la portata della spinta che viene dalla messa a terra dell’AI, alla domanda e all’offerta di quei beni occorre aggiungere i software (tra cui gli stessi programmi di AI), le materie prime, la costruzione delle strutture che ospitano i data center e degli impianti di generazione dell’energia, necessaria a farli funzionare, e via elencando. Infine, ci sono gli effetti indiretti, descritti dal meccanismo del moltiplicatore: la spesa iniziale genera occupazione e reddito che si traduce in ulteriore spesa, la quale genera occupazione e reddito che si traduce in… etc.

Come la “carta” incide sulla “lamiera”

Dunque, se l’AI rallentasse o, peggio, si fermasse, l’economia reale ne risentirebbe sensibilmente, se non vistosamente. Supponendo che gli investimenti in AI proseguano invece secondo i piani annunciati dai grandi protagonisti di questa innovazione scardinante e da tutti quelli che a catena vi partecipano, è possibile comunque che quanto sta accadendo alla “carta” lasci un segno marcato sulla “lamiera”. Come?

Essenzialmente via tre canali: fiducia, ricchezza e finanza. La fiducia scende quando i mercati cadono, banalmente perché è una notizia negativa, e perché ci si sente meno ricchi; entrambe, meno fiducia e percezione di minore ricchezza (sulla carta), inducono a ridurre la spesa e a incrementare quanto si risparmia, visto che il deprezzamento degli asset ha ridotto il valore accantonato. La discesa della ricchezza che è causata dal ribasso dei valori mobiliari, oltre a interagire con la fiducia e con il risparmio, può incidere sull’affidabilità creditizia di chi vorrebbe indebitarsi per finanziare la spesa, via emissione di equity (con un costo per l’emittente maggiore) e via prestiti “garantiti” dalle prospettive societarie che il ribasso ha offuscato. Quest’ultimo è il canale “finanza”.

Naturalmente l’opposto succede quando i mercati salgono. Tuttavia, c’è un aggravante nel caso della riduzione della ricchezza: la nostra psiche soffre di più per le perdite di quanto non gioisca per i guadagni, come hanno dimostrato gli studi di finanza comportamentale. Perciò la caduta forte e prolungata dei titoli azionari è depressiva in misura relativamente maggiore dell’euforia generata dalle fasi di salita dei corsi. Altrettanto asimmetrico è il funzionamento del canale finanza perché è più rapida e netta la chiusura dei cordoni dei nuovi capitali quando in Borsa arriva l’Orso rispetto all’apertura quando vince il Toro.

Il pericoloso intreccio

Questi intrecci tra la “carta” e la “lamiera” spiegano perché i violenti ribassi siano pericolosi per il normale funzionamento dell’economia e giustificano, in casi particolari ed estremi, interventi per rendere più ordinata la dinamica dei prezzi delle azioni. Come accaduto di recente in Cina e in Sud Corea. Chissà se anche la “buona parola” messa dal Presidente Trump a favore di Huang

possa essere classificata alla stessa stregua. Di certo il ritorno dell'iconico co-fondatore di Nvidia alla tolda di comando ha spazzato via le elucubrazioni attorno al pericolo sistemico per la stessa AI che il suo allontanamento avrebbe comportato.

La lunga vita della rivoluzione AI...

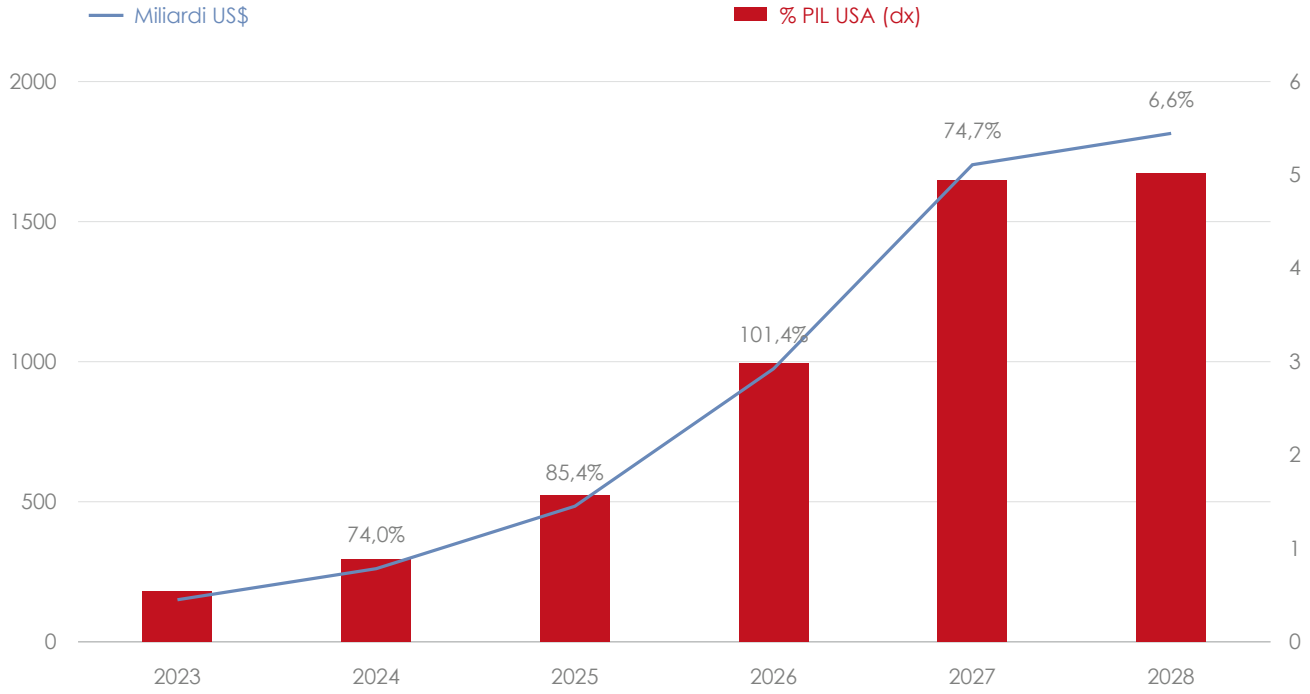
Sono in tanti, però, che ritengono che niente e nessuno potrà fermare la rivoluzione AI e i relativi investimenti. Per esempio, J.P. Morgan Global Research stima che i relativi investimenti fissi arriveranno a 5,5 migliaia di miliardi di dollari nel 2030, dai 900 del 2026. Sebbene un rallentamento della corsa sia nelle cose ed è ben rappresentato dalle stesse stime riguardo alla spesa delle società hyperscaler, quelle che stanno spendendo migliaia di miliardi di dollari in tutta la filiera (Grafico 3).

Gr. 3

Il boom degli investimenti AI

(Numeri=var. % annua; società hyperscaler*)

*Google, Amazon, Microsoft, Oracle, Meta, CoreWeave, Nebius Group
Fonte: elaborazione REF su dati Morgan Stanley



Le variazioni percentuali, dopo avere toccato un picco nel 2026 del 101,4%, calano fino al 6,6% nel 2028. Tuttavia, queste variazioni vanno pesate per la dimensione raggiunta dagli investimenti stessi, cosicché un 1% aggiuntivo nel 2027 conta due volte lo stesso 1% nel 2026 e perciò l'effetto macroeconomico nell'anno prossimo è più alto di quello nel 2026, pur avendo una variazione percentuale minore (derivata seconda negativa, per gli specialisti). Sempre che i piani annunciati vengano mantenuti e non si allunghino i tempi di realizzazione, allungamento reso più probabile dalla crescente opposizione all'AI nell'opinione pubblica americana che è ben rappresentata nel nuovo Congresso e in molti Stati e contee dopo le elezioni di midterm.

...e i dubbi sulla redditività

Tuttavia, rallentamento o meno dell'AI, gli investitori guardano soprattutto alle prospettive di redditività delle società quotate e temono che si ridurrà per via del ricorso al debito e per l'ammortamento degli impianti e per la concorrenza che ridurrà i margini, una tripla novità per le "magnifiche" grandi società tecnologiche USA. Questo timore manterrà comunque alta la volatilità del mercato azionario. Il giro sul Falcon's Flight è appena cominciato.

Scritto da:
Ishtaj Rahman

Views from the managers

Nel corso del nostro più recente viaggio in Asia (Hong Kong e Singapore), abbiamo incontrato 27 gestori, responsabili di patrimoni complessivi superiori a 100 miliardi di dollari (24 strategie long/short, 1 strategia long-only e 2 strategie macro).

Da oltre 60 anni, Ceresio Investors costruisce il proprio approccio d'investimento attraverso una rete di gestori indipendenti selezionati per talento, integrità e allineamento di interessi. Investiamo innanzitutto il nostro capitale nelle loro strategie, accomunate dall'obiettivo di generare rendimenti assoluti nel lungo termine. Presenti nelle principali piazze finanziarie internazionali, questi gestori sono soggetti a un monitoraggio e a un confronto costanti; inoltre, vengono incontrati personalmente dai nostri azionisti e dal senior management nel corso di dedicati viaggi di ricerca. Le evidenze, le prospettive e le opportunità emerse da questi incontri confluiscono nei nostri report "Bulls" e "Bears", attraverso i quali condividiamo le principali convinzioni e osservazioni di mercato.

Il recente incontro con i nostri gestori è avvenuto in un momento particolarmente opportuno, all'indomani della brusca correzione registrata in ottobre dai titoli legati all'intelligenza artificiale (AI), che avevano rappresentato il principale motore di performance per gran parte dei portafogli nella prima metà dell'anno.

Nel complesso, i nostri gestori mantengono una forte convinzione nel potenziale trasformativo dell'intelligenza artificiale. La maggior parte ritiene che il suo impatto di lungo periodo sulla produttività sia ancora sottovalutato, mentre l'adozione da parte di aziende e consumatori si trova ancora in una fase iniziale. Il dibattito riguarda piuttosto il ritmo di costruzione dei data center e i finanziamenti necessari per sviluppare l'infrastruttura di calcolo richiesta.

Una parte dei nostri gestori continua a mantenere una visione relativamente costruttiva. Durante gli incontri hanno sottolineato che la domanda finale è reale e in accelerazione, la capacità di calcolo rimane scarsa, i finanziamenti necessari per l'espansione pianificata dei data center nel prossimo anno sono in gran parte già assicurati e coperti dai flussi di cassa delle maggiori società cloud, e che le valutazioni, dopo la correzione, incorporano già uno scenario

di forte rallentamento. Diversi gestori hanno inoltre evidenziato come i produttori di memorie rappresentino un'opportunità interessante: attualmente trattano a multipli depressi, dispongono di bilanci solidi e dovrebbero incrementare significativamente la remunerazione degli azionisti nei prossimi anni attraverso dividendi e programmi di riacquisto di azioni proprie.

Al contrario, molti altri gestori hanno assunto un tono decisamente più prudente. Le loro preoccupazioni nel breve termine si concentrano sul fatto che una quota crescente degli investimenti nei data center viene finanziata tramite debito e che il volume delle nuove emissioni sta producendo un effetto di "crowding out" nei mercati obbligazionari, esercitando così pressioni al rialzo sui tassi di interesse. Come accade in ogni ciclo economico, quando le condizioni del credito si irrigidiscono sono le aziende con bilanci più deboli a risultare maggiormente vulnerabili. Tra gli attori coinvolti nello sviluppo dei data center, i cosiddetti "neocloud" sono considerati i più esposti; molti di questi titoli, infatti, avevano già subito una marcata correzione nel mese di ottobre.

Guardando più avanti, alcuni gestori hanno evidenziato una preoccupazione di natura più strutturale: la possibilità che non vi siano sufficienti casi d'uso e flussi di ricavi legati all'AI da giustificare tutti gli investimenti in conto capitale attualmente in corso. Tuttavia, nonostante le opinioni a volte divergenti sul tema dell'intelligenza artificiale, tutti i gestori concordano sul fatto che, entrando nella prossima fase del ciclo, il mercato tenderà sempre più a distinguere tra vincitori e perdenti, creando un contesto particolarmente favorevole alla selezione attiva dei titoli.

Per quanto riguarda i gestori attivi in Cina, il quadro economico delineato è stato articolato e ricco di sfumature. L'economia domestica continua a essere debole: i consumi rimangono fiacchi, il settore immobiliare non si è ancora stabilizzato e una più rigorosa riscossione fiscale ha penalizzato la fiducia delle imprese. Allo stesso tempo, le esportazioni continuano a sorprendere positivamente, grazie al vantaggio competitivo derivante da alcuni dei costi più bassi al mondo per talento, capitale ed energia, che consente alle aziende industriali cinesi di conquistare quote di mercato a livello globale.

Dal punto di vista dei mercati, le valutazioni risultano interessanti e limitano il rischio di ulteriori ribassi. Diverse piattaforme internet con abbondante liquidità trattano a livelli raramente osservati in passato e distribuiscono dividendi generosi o effettuano riacquisti di azioni proprie. Il settore sanitario sta emergendo come una fonte di crescita ancora poco detenuta dagli investitori, dopo anni di investimenti nell'innovazione che stanno iniziando a

dare risultati concreti. Anche le società cinesi dei semiconduttori beneficiano della spinta verso l'autosufficienza tecnologica. Ciò che ancora manca è un catalizzatore chiaro in grado di determinare una rivalutazione significativa del mercato.

Nel resto dell'Asia, la riforma della governance aziendale continua a creare opportunità interessanti in Giappone e Corea del Sud, mentre le large cap indiane risultano oggi ai livelli di valutazione più convenienti dell'ultimo decennio, dopo un anno caratterizzato da una solida crescita degli utili.

Sul fronte macroeconomico, i gestori macro globali che abbiamo incontrato hanno espresso opinioni differenti, senza tuttavia mostrare particolari convinzioni in questa fase, considerata l'incertezza riguardo alla durata del conflitto con l'Iran e ai potenziali effetti sullo sviluppo dei data center dopo i risultati delle elezioni di medio termine negli Stati Uniti.

Alcuni prevedono che un calo dei prezzi del petrolio nel 2027 contribuirà a ridurre inflazione e tassi di interesse, sostenendo così i consumatori asiatici, le valute dei mercati emergenti e i Paesi importatori di energia. Altri ritengono invece che i tassi rimarranno elevati più a lungo, a causa della persistenza delle pressioni inflazionistiche e dell'ingente volume di debito che dovrà essere rifinanziato o emesso nel corso del prossimo anno.

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 © 2026 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.