

Il doppio rischio AI fa ombra allo scenario di solida e sana crescita



In sintesi

Scenario macro positivo: crescita globale in miglioramento (soprattutto USA, Giappone, India) e inflazione in discesa nelle principali economie, creando condizioni favorevoli per gli asset di rischio.

Europa a due velocità: l'Eurozona rallenta nel complesso, ma Germania e Italia accelerano, sostenute dagli investimenti pubblici in difesa e infrastrutture; buoni segnali anche dal Regno Unito.

Tassi in convergenza: la FED si avvia a completare il ciclo di tagli, BCE sostanzialmente ferma, Giappone verso una normalizzazione al rialzo; ciò implica un dollaro in indebolimento.

Fiducia dei consumatori eterogenea: in recupero in Europa, più fragile negli USA per fattori politici e timori sul mercato del lavoro, condizionati dagli shutdown federali.

AI come nuovo rischio inatteso: l'accelerazione dell'Intelligenza Artificiale genera pressioni competitive su molti settori (software, servizi professionali, gestione del risparmio) e solleva dubbi sui ritorni dei massicci investimenti in data center.

Shock sui semiconduttori: la forte domanda legata all'AI sta generando strozzature dell'offerta, che a loro volta stanno facendo aumentare i prezzi dei chip. Questo provoca una compressione dei margini per molte aziende produttrici di hardware e auto e contribuisce ad accrescere la volatilità di mercato.

Azionario europeo dalla speranza ai fondamentali: dopo il rally del 2025 guidato dall'ottimismo, nel 2026 la prosecuzione del rialzo richiederà crescita reale di ordini, ricavi e utili, con potenziale upside soprattutto per le industrie cicliche europee sottoutilizzate e sottovalutate.

Autori



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors



George Lee

Portfolio Manager,
Belgrave Capital
Management

Scritto da:
Luca Paolazzi

Fondamentali OK, rischio da KO

Buona crescita e inflazione domata sono gli ingredienti ideali per avere ottimi ritorni dagli investimenti di rischio. La crescita, infatti, promette utili in aumento e la resa dell'inflazione porta giù i tassi di interesse, facendo salire i multipli e quindi innalzando il valore delle azioni più dell'aumento atteso nei profitti.

Ma l'investimento di rischio non sarebbe tale se non ci fossero, appunto, i rischi. E in questo secondo mese dell'anno è spuntato, come un bucanave ai primi tepori primaverili, un **rischio nuovo e inaspettato**: l'accelerazione annunciata dei **progressi nell'Intelligenza Artificiale** (AI, usiamo l'acronimo inglese giacché quello italiano ricorda il raglio). Andiamo con ordine, partendo dallo scenario macroeconomico.

Nuovi progressi nella crescita

Nell'ultimo mese i dati congiunturali, sia quantitativi sia qualitativi, puntano a **ulteriori progressi nella domanda e nell'offerta**, pur in modo diversificato per settori e aree geografiche e in modo non lineare (ma cosa c'è di lineare nelle vicende umane?). I numeri più freschi vengono dalle indagini presso imprese e consumatori e dal mercato del lavoro statunitense.

La **fiducia dei consumatori** è in miglioramento sulle due sponde dell'Atlantico, benché in tempi e gradi diversi (Grafico 1). Nell'**Euroarea** ha toccato il minimo quando Trump ha dichiarato guerra commerciale al resto del Mondo, ma ha poi recuperato terreno e in gennaio è **ai massimi da fine '24**. Negli **USA** la caduta è iniziata prima e, dopo un fatuo recupero e un'ulteriore discesa, **è in risalita da dicembre**, sebbene in febbraio resti assai bassa (20 punti sotto l'inizio del '25).

Gr. 1

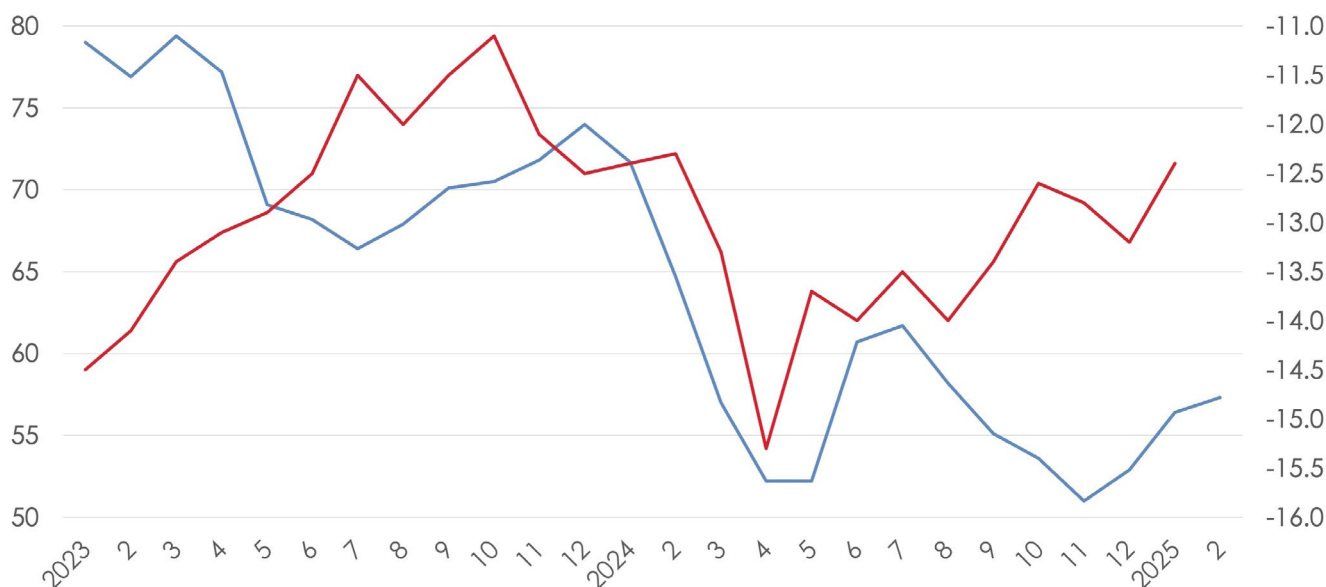
Migliora la fiducia dei consumatori

(Numero indice e saldo dei giudizi)

Fonte Elaborazione REF su dati Datastream

— USA, University of Michigan

— Euroarea (dx)



Negli USA fiducia articolata...

Per gli Stati Uniti si devono fare **due osservazioni**: la prima è che c'è una crescente **divaricazione di opinione** sullo stato dell'economia tra chi è più ricco (il top terzile di detentori di azioni) e chi è meno abbiente, con conseguente ricadute negative sulla voglia e sulla capacità di spesa medie; la seconda osservazione è che **un altro indice di fiducia** (quello del Conference Board) è sceso in gennaio a un nuovo minimo da quando Trump si è insediato (in realtà è al punto più basso dal 2014!). È stato spinto all'ingiù dalle **maggiori difficoltà percepite di trovare lavoro**: nel mese scorso il 13,9% degli intervistati si aspettava più posti di lavoro, giù dal 17,4% di dicembre, mentre ben il 28,5% se ne attendeva meno, su dal 26% decembrino.

Questi timori possono essere spiegati dalle **notizie sulla diminuzione dell'occupazione pubblica** (-285mila da giugno), notizie legate anche ai ripetuti shutdown degli uffici federali, con molte persone lasciate a casa

senza stipendio. Tuttavia, **nel privato i nuovi posti di lavoro**, che erano andati scemando fino ad azzerarsi la passata estate, hanno **ripreso a salire**, toccando un +172mila a gennaio; a questi, in tempi normali, si sarebbero aggiunti 50mila nuovi occupati pubblici, portando il totale a oltre 220mila, decisamente un buon numero, soprattutto rispetto alla media di 31mila mensili nel 2025. Invece, a gennaio il numero dipendenti pubblici è sceso di altri 42mila e questo certo non aiuta il morale.

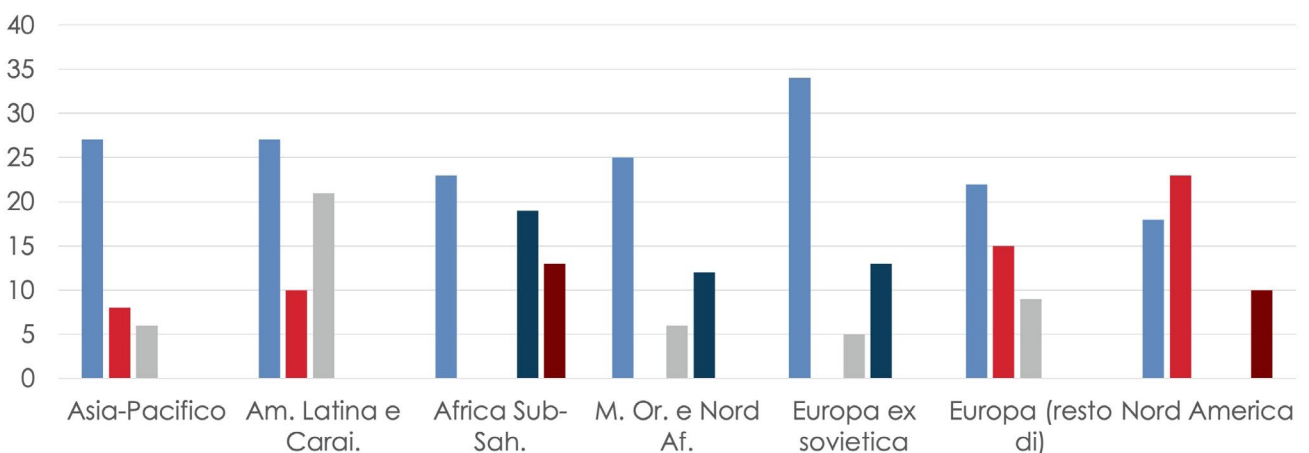
...e le maggiori preoccupazioni vengono dal quadro politico

Così come non aiuta il morale il peggioramento del clima politico. Nell'annuale **sondaggio Gallup** sulle maggiori preoccupazioni tra le persone, condotto in 107 Paesi e diffuso il 10 febbraio, gli intervistati del Nord America nel 23% dei casi indicano la situazione politica come la principale, quota che in **USA raggiunge il 33%**, mentre l'economia è la seconda con il 18%. Viceversa, **in tutte le altre aree è proprio l'economia a sveltare** come fonte di apprensione (Grafico 2).

Gr. 2

«Non è l'economia, stupido!»
(2026, % di persone preoccupate per...)

Nota: nel grafico sono riportati i dati delle prime tre preoccupazioni
Fonte: elaborazione REF. su dati Gallup



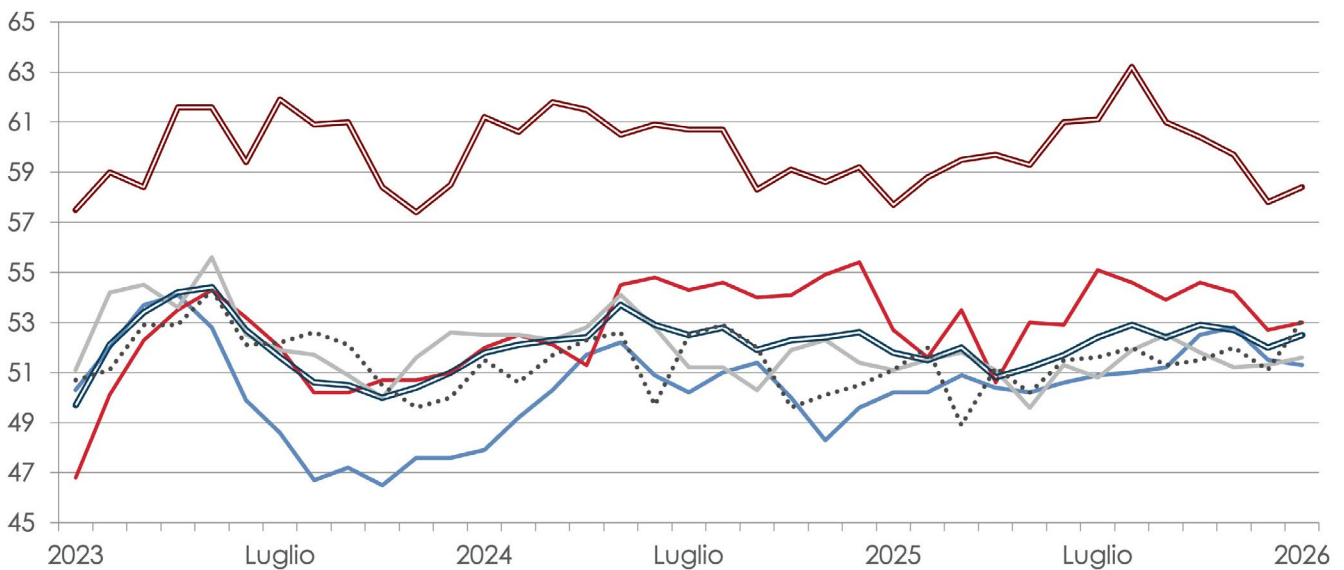
Nel Mondo produzione in crescita

Allargando lo sguardo alle principali aree dell'economia mondiale, l'**attività produttiva** di manifattura più servizi di mercato è rimasta in zona di **solido aumento** nel primo mese del 2026, in lieve accelerazione rispetto a dicembre (Grafico 3).

Gr. 3

La crescita mondiale resta solida
 (PMI composito manifattura-servizi, output*)
 *>50 espansione, <50 contrazione
 Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit

— Eurozona •••• Globale
 — USA — India
 — Cina — Giappone



I maggiori progressi nel mese si sono avuti in **Giappone e India**, mentre poco significativi sono stati quelli della **Cina** e l'**Eurozona** ha ulteriormente frenato dopo il già netto peggioramento di dicembre.

L'Eurozona frena, ma la Germania tira

Quest'ulteriore frenata merita un supplemento di indagine: tra i settori è stato il **terziario a zavorrare** l'attività mentre la produzione manifatturiera è tornata a espandersi; tra i Paesi la battuta d'arresto è riconducibile a **Spagna e Francia**, mentre hanno accelerato **Germania e Italia**. Le prospettive dell'Eurozona restano comunque positive: dopo aver messo a segno un inatteso +0,3% (+0,4% esclusa l'Irlanda) nel quarto trimestre 2025, il PIL dell'area crescerà nel 2026 in modo più robusto perché la Germania ha cominciato a mettere a terra i maxi-investimenti pubblici infrastrutturali e militari annunciati lo scorso marzo. Fuori dall'UE, va rilevato l'ottimo miglioramento del **Regno Unito**.

L'inflazione aiuta

Sul fronte dell'inflazione le **notizie sono buone quasi ovunque**: scende dove doveva ancora scendere e resta su dove è opportuno che più alta rimanga. Parliamo rispettivamente di **USA e Giappone**. Negli USA a gennaio la dinamica dei prezzi al consumo è calata al 2,4% annuo, ossia dov'era prima della spinta data dall'introduzione dei dazi, il cui effetto è risultato decisamente molto più contenuto dell'atteso per intensità e durata.

La variazione dei prezzi al consumo giapponesi si è raffreddata un po' a dicembre (ultimo mese disponibile) al 2,1% annuo dal 2,9% di novembre, ma per effetto dell'introduzione di ulteriori e più alti **sussidi sull'energia**; la variazione dell'indice core, che scorpora energia e alimentari freschi, è rimasta al 3,0%.

Il "quasi" scritto sopra si riferisce alla **Cina** perché la temperatura inflazionistica è tornata a scendere in gennaio: allo 0,2% annuo, dallo 0,8% di dicembre, il che inserisce un elemento di fragilità nel quadro.

Anche nell'**Eurozona** c'è stato un ulteriore calo dell'inflazione: all'1,7% annuo in gennaio dal 2,0% di dicembre; ma l'**inflazione di fondo** è cambiata poco (2,2% da 2,3%) e nei servizi, che meglio riflettono le condizioni interne di costo e domanda, viaggia al 3,2% (3,4% in dicembre).

Dal quadro dipinto dai dati di crescita ben si comprende perché l'insieme degli **utili aziendali** sia previsto salire nei prossimi mesi e come questa previsione sia credibile. Mentre l'effetto dell'andamento dell'inflazione sui tassi di interesse porta a una tripartizione dello scenario.

I tassi di interesse convergono

Da un lato ci sono gli USA, dove la **FED** deve completare il ciclo di allentamento, portando il tasso di riferimento al 3%, giudicato dalla maggioranza dei membri del comitato monetario come quello di equilibrio nel lungo periodo con l'economia in salute e vicina alla piena occupazione, come è adesso. Certamente, il **cambio di guardia** alla presidenza della Banca centrale americana, da Jerome Powell a Kevin Warsh, introduce qualche incognita.

Anzitutto su **quando avverrà** effettivamente; se la scadenza teorica di Powell è il 15 maggio prossimo, tuttavia l'approvazione parlamentare della nomina di Warsh è in salita, visto che in Senato è stato posto come *conditio sine qua non* il ritiro dell'incriminazione di Powell per i lavori di restauro della sede della FED stessa. Inoltre, Powell potrebbe ben decidere di **rimanere nel Board** fino alla fine del suo mandato, cioè fino a fine gennaio 2028. Ancora, tutte le persone nei **posti-guida delle FED distrettuali**, che a turno votano la politica monetaria, sono state confermate per cinque anni. Infine, sebbene Warsh sia stato scelto perché più malleabile e **allineato al Segretario al Tesoro**, Scott Bessent, in quanto suo ex collega in hedge fund, occorre capire quale effettivo margine di manovra avrà realmente. Comunque, i tassi americani sono destinati a calare, sicuramente sulle scadenze brevi e possibilmente su quelle lunghe.

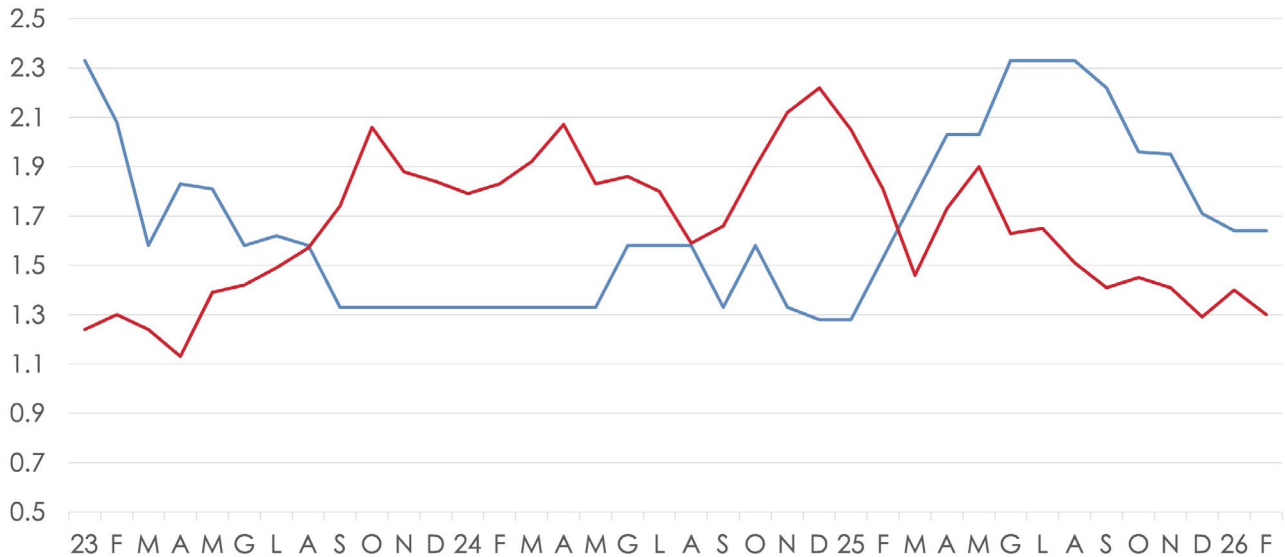
Dall'altro lato c'è l'Eurozona. La **BCE** non ha più bisogno di ridurre il costo del denaro, che è nullo o sottozero in termini reali (a seconda di quale indice dei prezzi si usi). E i tassi a lungo termine non sono tanto più alti di quelli a breve. Quindi, è probabile che il costo del denaro non si muova granché nell'area della moneta unica, restringendo quindi il divario con quello statunitense (Grafico 4).

Gr. 4

US\$-€: il divario nei tassi cala (Differenza nei livelli percentuali)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati FED, BCE

— Tasso FED-BCE
— T-Bond 10 anni



Infine, c'è il **Giappone**, dove i tassi reali sono negativi sia a breve sia a lungo termine, e questo mal si concilia con il livello dell'inflazione e le prospettive di crescita (vedi sopra). Tanto più che la Premier Sanae Takaichi ha un programma di sostegno della crescita che allevia il compito di supplenza della Banca centrale nipponica. Dunque, i tassi del Sol Levante tenderanno ancora a salire.

Il dollaro punta a Sud

Se i tassi americani calano, quelli europei restano fermi e quelli giapponesi salgono, il **cambio del dollaro** non può che muoversi in una direzione: verso Sud. Tanto più che questa direzione è la stessa desiderata dall'Amministrazione Trump per stimolare la produzione Made in USA, secondo il verbo MAGA. E il Presidente ha detto chiaramente, con voce dal sen sfuggita, che la svalutazione del dollaro gli va benissimo.

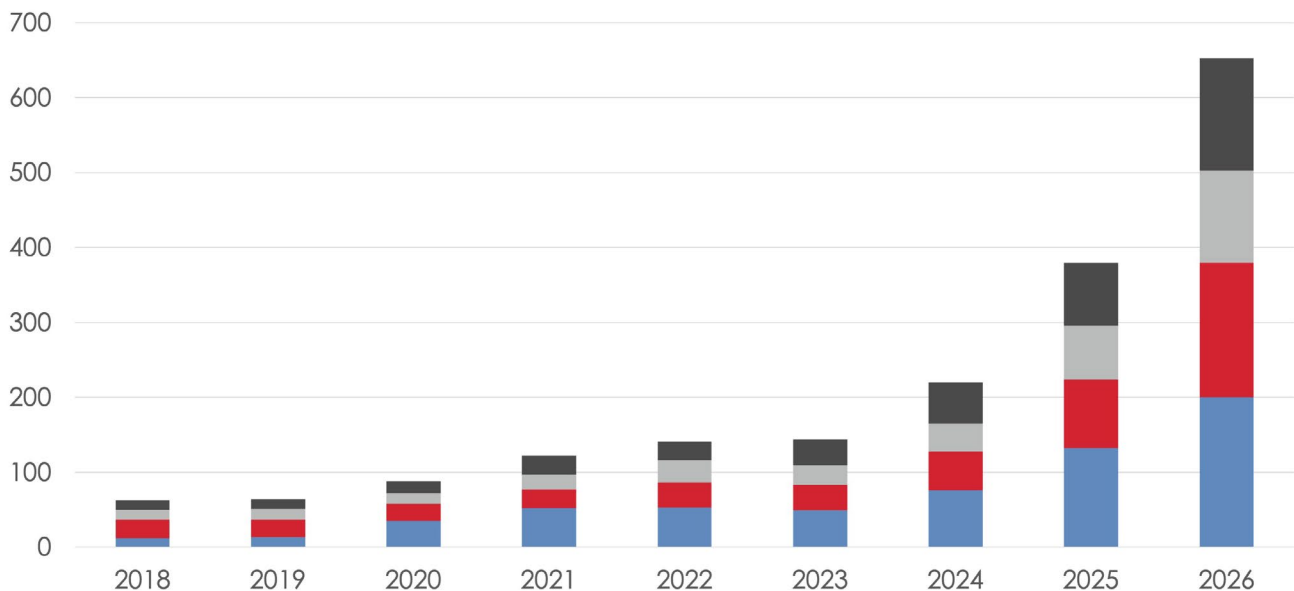
Il doppio rischio che nasce dall'AI

Dunque, tassi calanti o fermi o in normalizzazione (il caso giapponese) e utili in aumento muovono i capitali verso le azioni. Se non fosse che nelle ultime settimane il **Genio dell'AI** è uscito dalla lampada e sta facendo tremare, con potenti scosse, le fondamenta di tante imprese in **attività che apparivano solide**: gestione di risparmio, studi legali, produzione di software, servizi real estate, intermediazione assicurativa, logistica e altre ancora. Questo si aggiunge ai dubbi esistenti degli investitori sui **ritorni dei maxi investimenti** in potenza di calcolo e data center che le grandi imprese tecnologiche statunitensi stanno realizzando a piene mani (il susseguirsi di annunci in proposito ricorda la frase di un battitore all'asta: chi offre di più? Grafico 5).

Gr. 5

Le grandi alzano la posta AI
 (Miliardi di US investiti in beni per sviluppare AI)
 Fonte Elaborazione REF su dati Apricitas Economics

■ Amazon
■ Alphabet
■ Meta
■ Microsoft



Investimenti che sono condannate a fare, per non uscire dalla competizione, tanto più dopo gli annunci delle nuove potenzialità mostrate dagli ultimi programmi Claude e ChatGPT. Investimenti che intaccano, attraverso gli ammortamenti, i loro **strabilianti margini** e, di conseguenza, le loro quotazioni.

Siccome non ci si fa mancare nulla, il vertiginoso aumento degli investimenti in AI ha **impennato la domanda di semiconduttori**, che ha portato a una strozzatura senza precedenti nella loro offerta, cosicché i prezzi dei chips stanno aumentando rapidamente, con conseguente schiacciamento dei margini di molte società che li incorporano nei loro prodotti (da Apple a Tesla) e ampliamento di quelli delle imprese produttrici (Samsung, Nvidia). La selettività si accresce ulteriormente.

Tutto questo **aggiunge incertezza** al quadro e innalza la volatilità, mettendo a dura prova il sangue freddo e il discernimento di gestori e investitori.

Scritto da:
George Lee

Dopo la fiducia, i fondamentali: il nuovo equilibrio dell'Europa che riparte

Per l'azionario europeo, il 2025 è stato l'anno della speranza. La situazione economica era ancora difficile: un'inflazione ostinata, tassi d'interesse ritoccati ma non tagliati in modo sostanziale, politiche commerciali globali volatili, una domanda cinese interna debole. Considerato tutto questo, la fiducia nell'economia era comprensibilmente bassa – sembra quasi un miracolo che le economie europee siano riuscite a crescere!

Ma c'era speranza. La speranza che, dopo anni di stagnazione, qualcosa potesse finalmente cambiare in meglio; la speranza che il nuovo governo tedesco riuscisse a rimettere in moto l'economia. I mercati azionari amano la speranza, e così le borse europee hanno avuto un anno eccellente: gli indici più ampi sono saliti di circa il 20% e alcuni Paesi, come l'Italia, hanno fatto ancora meglio.

Se le azioni europee vorranno continuare a performare nel 2026, il mercato avrà bisogno di qualcosa di più della speranza. Chiederà crescita degli ordini, dei ricavi, degli utili e dei flussi di cassa. La buona notizia è che, in Europa in particolare, ci sono segnali di una ripresa nascente. Il piano fiscale tedesco aveva due pilastri: difesa e infrastrutture. La difesa è arrivata per prima, dato che gran parte della spesa era già stata concordata e messa a bilancio ancor prima dell'elezione di Merz. I progetti sono stati identificati, gli ordini effettuati e i fondi hanno iniziato a fluire. Lo si è visto nel rimbalzo della manifattura tedesca e degli ordinativi industriali nell'ultimo trimestre del 2025, trainati da prodotti metallurgici ed elettrici, molti dei quali destinati a carri armati e velivoli. Questa tendenza dovrebbe rafforzarsi ulteriormente nel 2026.

Le infrastrutture verranno dopo. Sono state annunciate più tardi, e spendere questi fondi può essere più complicato rispetto alla difesa. Invece di ordinare miliardi di euro in nuovi jet o carri armati a una o due grandi aziende, è necessario allocare i fondi a livello locale, ottenere permessi, mettere i contratti in gara e così via. Tutto ciò richiede tempo, ma dovremmo iniziare a vedere arrivare ordini nel 2026, anche se la maggior parte della spesa effettiva ricadrà nel 2027 e oltre.

Dunque, la domanda domestica sembra aver iniziato a muoversi. Se questo potrà essere affiancato da un miglioramento del contesto globale – ulteriore crescita degli investimenti legati all'AI, tassi d'interesse globali più bassi e una politica commerciale meno volatile in vista delle elezioni di mid-term negli Stati Uniti – allora le prospettive europee per i prossimi anni potrebbero migliorare sensibilmente.

Se così sarà, ne trarranno beneficio in particolare quelle aziende industriali europee che negli ultimi dieci anni hanno sofferto di più a causa della scarsa crescita economica e dei bassi flussi di fondi di investimento. Si trovano in vari settori industriali – macchinari per le costruzioni, ingegneria impiantistica, chimica, solo per citarne alcuni. Ciò che le accomuna è un livello di utilizzo della capacità produttiva molto lontano dall'ottimale, e quindi margini compressi, e valutazioni azionarie che sembrano presupporre l'assenza di qualsiasi ripresa futura di ricavi o margini. La leva operativa in queste aziende è enorme, e questa facoltà non è prezzata dal mercato. Tutto ciò di cui hanno bisogno ora è che la speranza di una ripresa si trasformi in realtà!

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.



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.