ceresio investors

Il boom AI sostiene la crescita USA, ma è sostenibile?

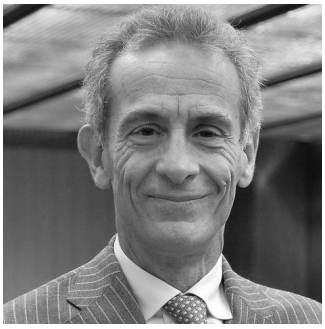
OSSERVATORIO

OTTOBRE 2025

IN SINTESI

- L'indice di **incertezza globale** ha segnato nuovi massimi storici in estate e l'annuncio di Trump di dazi aggiuntivi sulle merci cinesi lo farà salire ancora.
- È tattica negoziale in vista dell'accordo Cina-USA da firmare a fine mese in Corea del Sud, ma riduce la già **bassa fiducia** di famiglie e imprese.
- I **consumatori americani** hanno paura di disoccupazione e inflazione più alte e il mercato del lavoro ha cessato di alimentare copiosamente il loro reddito. Hanno continuato a spendere attingendo ai risparmi accumulati in pandemia.
- Gli **investimenti in AI** aggiungono un punto percentuale alla crescita statunitense del 2025. Molti parlano sempre più apertamente di **bolla** e di capitali che non saranno ripagati da adeguati profitti. Finora, però, le Big Tech non hanno tradito le attese di aumento degli utili.
- Il **prodotto globale** ha accelerato, grazie ai servizi e con il manifatturiero che è tornato a espandersi.
- La **Francia** è diventata la pecora nera dell'Eurozona perché combina bassa crescita con alto deficit pubblico, e i mercati la puniscono. L'**Italia** si salva grazie al PNRR e alla gestione prudente della finanza statale.
- La **forza dell'oro** è la sintesi delle tensioni globale e il riflesso della perdita di leadership USA.
- **Views from the managers**: di ritorno da una settimana di incontri con i nostri gestori negli USA, è emerso un forte ottimismo sui mercati, trainato da crescita, politiche espansive e innovazione AI, con focus sulle opportunità più che sui rischi.

AUTORI



Luca Paolazzi

Economista e Advisor
Ceresio Investors

Angelo Marotta

Director,
Belgrave Capital
Management

Scritto da:
LUCA PAOLAZZI

L'inizio della fine? O la fine di un inizio? Il nuovo, **ennesimo annuncio** di ulteriori dazi USA sui prodotti della Cina colpisce per la tempistica e si intreccia con il **dubbio che aleggia** da un po' di tempo sui mercati azionari: la corsa all'*artificial* intelligence (AI) ha gonfiato una bolla nelle quotazioni?

Quell'annuncio va, quindi, esaminato sia per il suo significato nell'evoluzione della **guerra commerciale** sia per le reazioni borsistiche che ha scatenato. Entrambi, significato e reazioni, influenzano la congiuntura e gli asset finanziari. Partiamo dal significato.

La misura di un dazio aggiuntivo del 100% sulle merci cinesi calata dal Presidente Trump il 10 ottobre ha riverberato come un **fulmine a ciel sereno**. Perché è arrivata in vista dell'incontro con Xi Jinping al vertice APEC in Sud Corea che comincerà l'ultimo giorno del mese. Non è uno scherzo di Halloween, anche se cadrebbe nel giorno giusto per tale tipo di scherzi.

Quell'incontro è atteso come l'happy end della guerra commerciale avviata dallo stesso Trump il 2 aprile, con i due leader che firmeranno in pompa magna e sotto l'occhio delle telecamere l'accordo che si sta trattando da maggio. Se no, cosa si incontrerebbero a fare?

<Non lo incontro più>-<non ho cancellato l'incontro>-<non so se lo vedrò>: la sequenza di dichiarazioni trumpiane riguardo al summit con Xi ricorda una pantomima e lascia capire che siamo davanti alle **ultime mosse negoziali.**

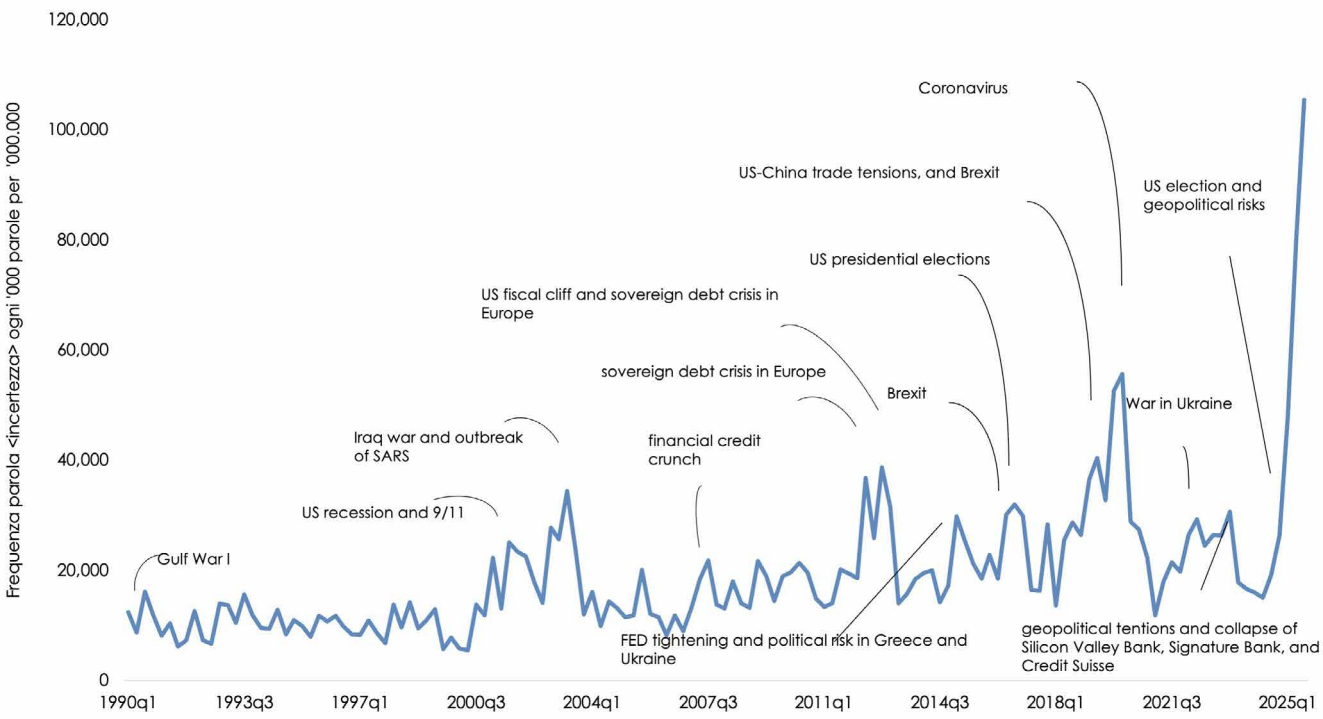
I governi del resto del mondo, le **imprese e i consumatori** sono spettatori impotenti e subiscono le conseguenze dell'ulteriore avvitamento di incertezza che l'improvvisa decisione di Trump ha provocato. Come se ce ne fosse stato bisogno, visto che il **World Uncertainty Index** era già a fine agosto ai livelli massimi del secondo dopoguerra, e per un ordine di grandezza pari a cinque volte i valori registrati negli anni 90 del secolo scorso (Grafico 1).

Gr. 1

Gr. 1 - Un mondo di incertezza

(Indice di incertezza mondiale, 143 Paesi, ponderato per il PIL)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2022), "World Uncertainty Index", NBER Working Paper.



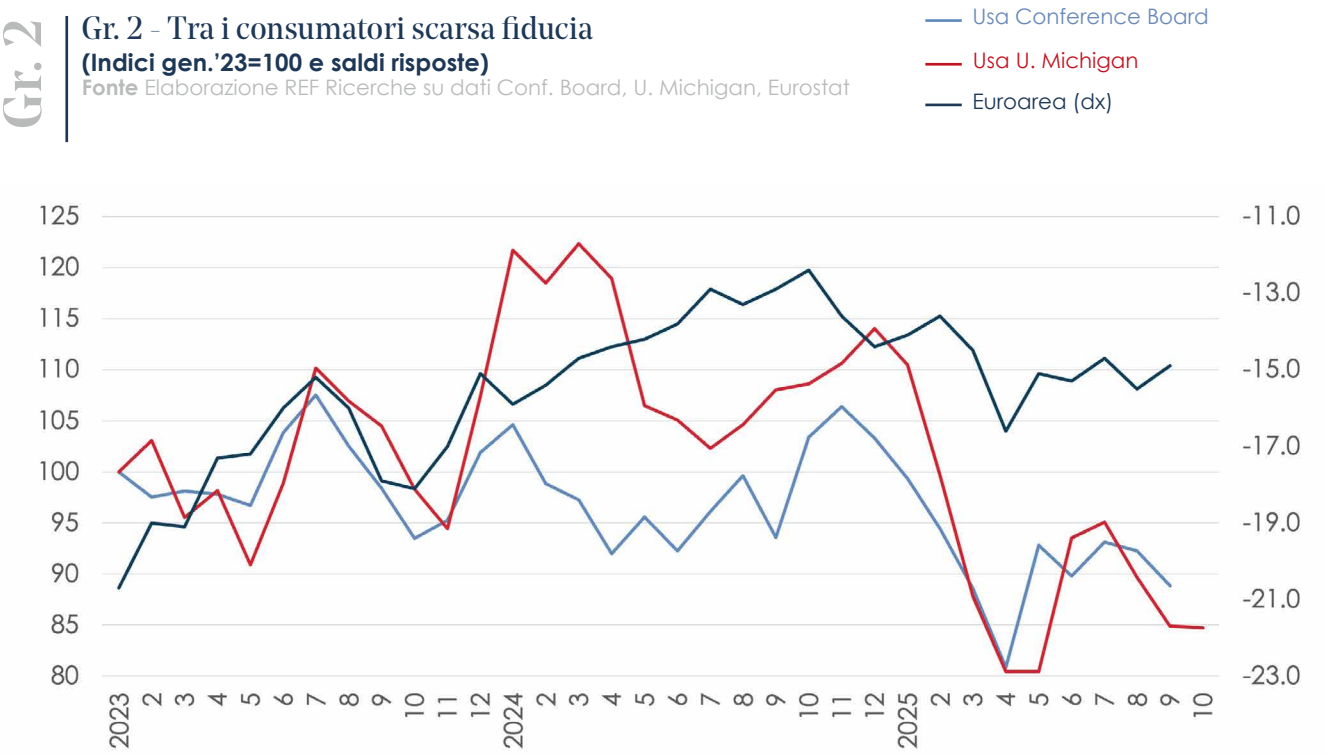
La scarsa visibilità dello scenario economico è evidente nella **poca fiducia dei consumatori** USA ed europei (Grafico 2). Tuttavia, finora i comportamenti di spesa sono stati molto diversi tra le due sponde dell'Atlantico.

Gr. 2

Gr. 2 - Tra i consumatori scarsa fiducia

(Indici gen.'23=100 e saldi risposte)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati Conf. Board, U. Michigan, Eurostat



Se da un lato le **famiglie americane** hanno manifestato maggiore pessimismo per timore sia di disoccupazione sia di inflazione, dall'altro hanno continuato a **spendere a gran ritmo**: nel terzo trimestre la FED di Atlanta stima che i loro acquisti di beni e servizi siano saliti del 3,2% annualizzato sul precedente, quando avevamo messo a segno un +2,5%. L'aumento dei consumi non è più sostenuto dalla brillante dinamica del **monte retribuzioni reali**, perché il mercato del lavoro ha vistosamente frenato. Non disponiamo della solita abbondante messe di informazioni sul suo andamento in settembre perché lo scontro politico sul bilancio pubblico ha causato la chiusura degli uffici federali (shutdown), ma i dati ADP dicono che i posti di lavoro privati sono scesi di 32mila unità rispetto ad agosto. Tuttavia, anche senza l'incremento dei redditi di lavoro le famiglie possono alimentare la crescita della loro spesa attingendo ancora all'abbondante **eccesso di risparmio** accumulato durante la pandemia (Grafico 3).

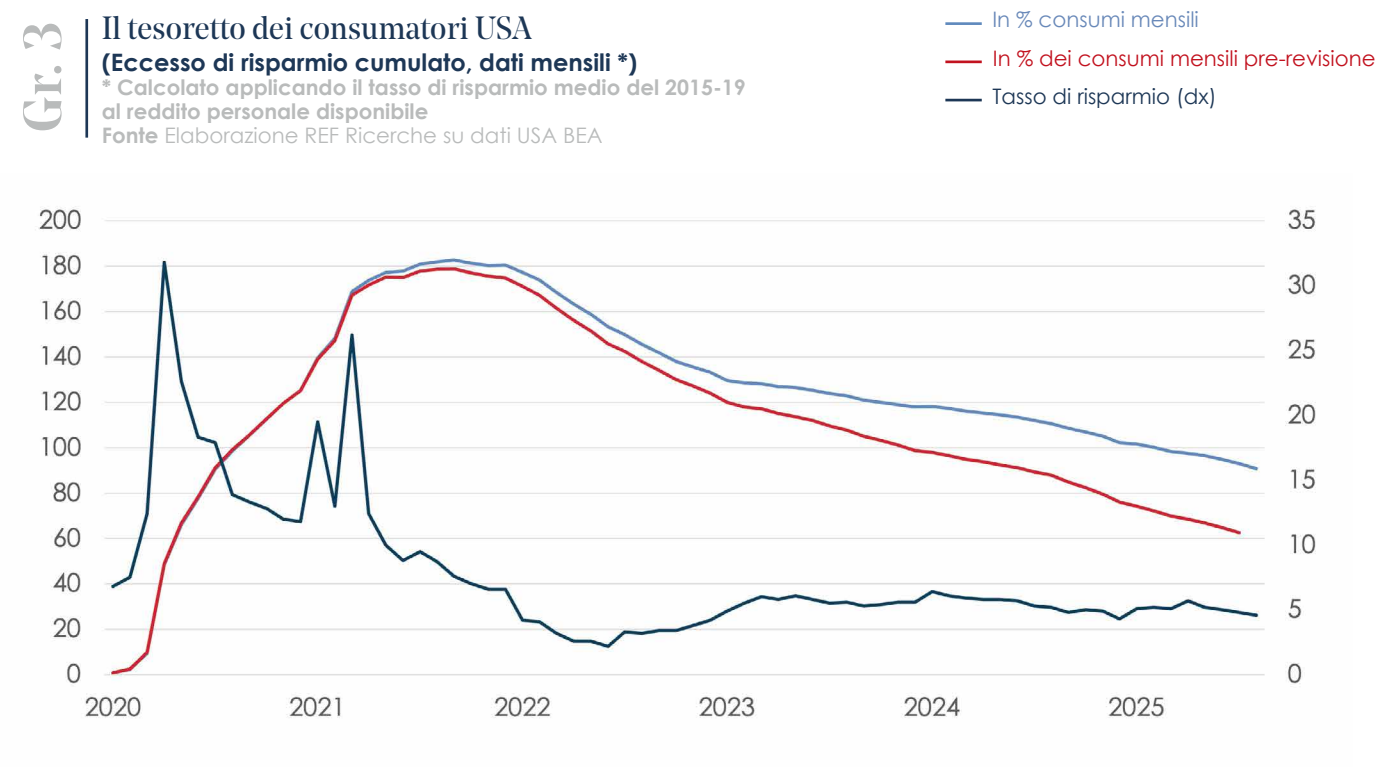
Gr. 3

Il tesoretto dei consumatori USA

(Eccesso di risparmio cumulato, dati mensili *)

*** Calcolato applicando il tasso di risparmio medio del 2015-19 al reddito personale disponibile**

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati USA BEA



Tanto più che l'ultima revisione dei conti nazionali statunitensi ha innalzato sostanziosamente questo tesoretto che ora è pari a oltre il 90% dei consumi mensili, mentre prima era calato al 63%. Interessante anche il fatto che **il tasso di risparmio** sia sceso di circa un punto percentuale da maggio ad agosto di quest'anno, proprio perché i consumatori hanno deciso di continuare a spendere attingendo alle risorse accumulate in precedenza; se il comportamento fosse stato coerente con la loro minore fiducia avrebbero dovuto risparmiare di più per ragioni precauzionali.

All'opposto, nell'**Eurozona** le famiglie hanno aumentato gli acquisti di appena lo 0,4% annualizzato nel secondo trimestre e le vendite al dettaglio dicono che in estate è andata peggio. Il divario rispetto agli USA nell'andamento dei consumi è lo specchio fedele del **differenziale di crescita** tra le due grandi economie che perdura da alcuni anni e che trova negli ultimi trimestri una spiegazione ulteriore nel **boom di investimenti in macchinari per l'AI**. Secondo alcune stime, infatti, questi investimenti stanno tenendo alta la crescita del PIL statunitense, ed evitano che le ricadute negative dei provvedimenti di Trump abbiano il sopravvento e arrestino la marcia economica.

Dunque, nell'immediato la moltiplicazione di data center e di tutto ciò che occorre all'AI ha effetti positivi sul sistema economico. Si può sostenere lo stesso allungando un po' più in là lo sguardo? La questione è multiforme e spinosa perché investe i vari modi in cui l'AI cambierà domanda e offerta, consumi e lavoro e molto altro, coinvolgendo temi etici molto rilevanti sul rapporto tra uomo e macchina. Qui interessa un aspetto apparentemente molto più semplice, perché più circoscritto, e venale: tutti questi capitali impiegati daranno un **ritorno sufficiente** a ripagarli?

La domanda arrovella chi detiene titoli azionari e non da oggi. Nel luglio 2024 una frase incauta del CEO di Microsoft, Satya Nadella, che invitava ad aver pazienza circa gli utili generati dall'AI, mise in moto un'ampia correzione a Wall Street. Da allora tutto è aumentato: immobilizzazioni in data center, utili e quotazioni delle società. Cosicché **la posta in gioco è salita ulteriormente** e con essa il nervosismo. Naturale che ci sia stata una violenta caduta dei prezzi azionari come reazione al nuovo giro impresso da Trump alla giostra della guerra commerciale, giro che riguarda proprio materie prime e tecnologie legate all'ultima grande fase della rivoluzione digitale. Ultima fase che è appena partita e il ripiegamento della Borsa può al più segnare una battuta d'arresto dei suoi riflessi sulla gestione del risparmio.

Non di sola AI, comunque, si nutre la congiuntura nei suoi vari aspetti: crescita della domanda e della produzione, inflazione, decisioni delle autorità monetarie, fluttuazioni dei tassi di cambio, occupazione, e così via.

I dati più aggiornati suggeriscono che sul finire dell'estate si è consolidata, pur con qualche titubanza, **l'accelerazione globale della produzione**, trainata dai servizi come in precedenza e con il manifatturiero che sta facendo la sua parte (Grafico 4). A tirare sono ancora e soprattutto gli **ordini interni** perché la molta sabbia (e non della più fine) gettata da Trump negli ingranaggi delle catene globali del valore impone molto tempo per aggiustare localizzazioni produttive, rotte degli scambi, logistica.

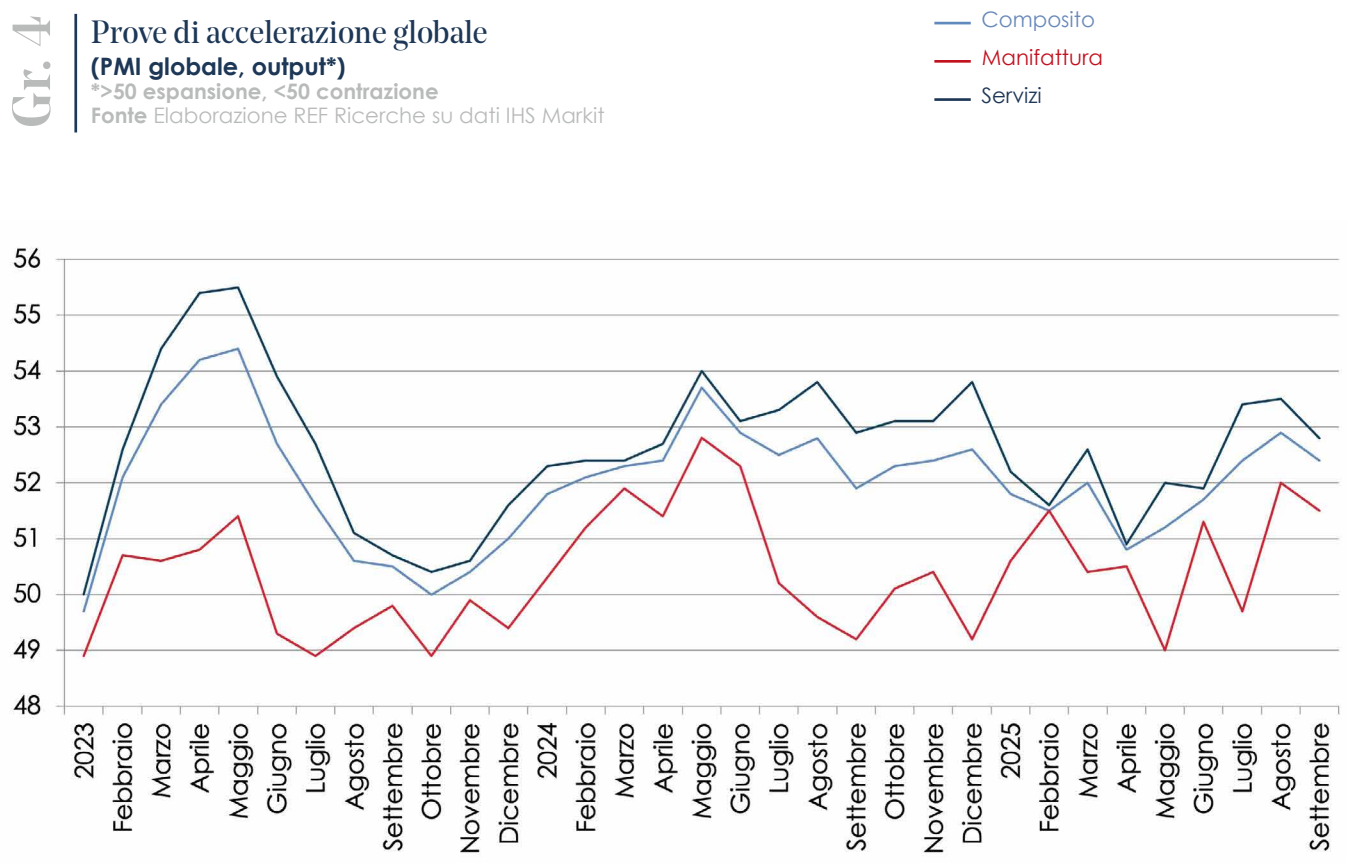
Gr. 4

Prove di accelerazione globale

(PMI globale, output*)

***>50 espansione, <50 contrazione**

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati IHS Markit



Non tutti i Paesi partecipano coralmente alla progressione produttiva, ma ci sono **soprese positive**, oltre a conferme di vario segno. Tra le sorprese va registrata la ripresa cinese, giacché finora il gigante asiatico (prima economia mondiale in parità di potere d'acquisto) era avanzato con grande affanno. Tra le belle conferme c'è la **galoppata indiana** per affermarsi come hub globale (e infatti continua ad avere forti aumenti di domanda estera), tra le brutte l'ulteriore **afflosciarsi della Francia**, cui la crisi politico-istituzionale di certo non aiuta.

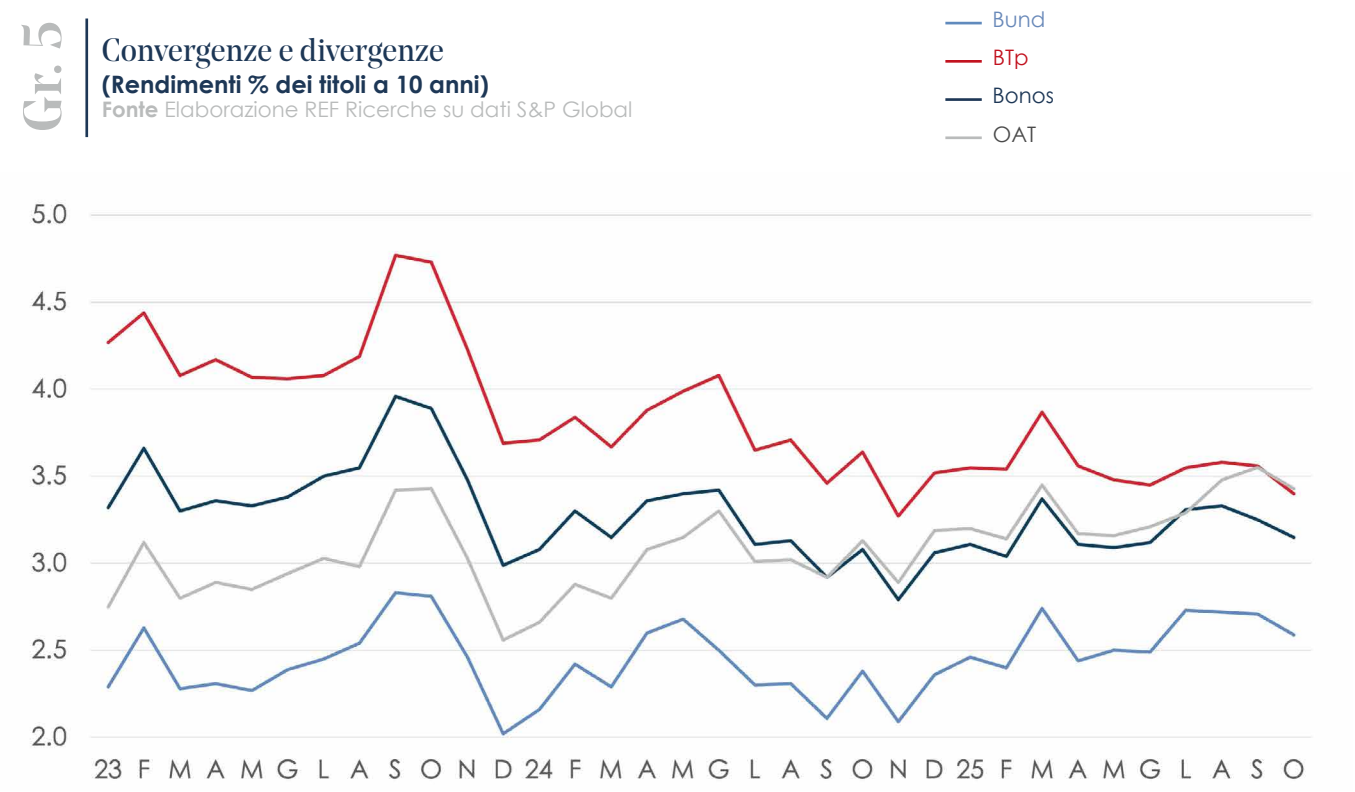
I **titoli sovrani francesi** soffrono sia per la debolezza della crescita economica sia per la difficoltà di imbrigliare il deficit pubblico, un combinato ben noto agli italiani fino a non molto tempo fa, cosicché il loro rendimento è salito a livello di quello dei BTP (Grafico 5). Parigi non ha mai brillato per disciplina nei conti statali, ma almeno aveva la crescita; ora neppure quella.

Gr. 5

Convergenze e divergenze

(Rendimenti % dei titoli a 10 anni)

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati S&P Global



E l'Italia? Il **PIL italiano**, a differenza del passato, non fa peggio di quelli tedesco e francese, e qualcuno anzi indica con orgoglio la migliore performance post-pandemica rispetto a quella dei due partner europei più grandi. Performance che, assieme alla prudente gestione delle finanze pubbliche e alla stabilità politica, è stata premiata dai mercati che hanno **abbassato lo spread** tra BTp e Bund.

Tuttavia, il sostegno che veniva dall'**export** partecipa ora alla debolezza degli scambi commerciali internazionali, mentre la spinta data dal PNRR è controbilanciata dalla **restrizione della politica di bilancio**. A proposito di **PNRR**: senza questo e senza il boom delle costruzioni nato dai vari bonus edilizi, il PIL italiano sarebbe di almeno il 5% inferiore ai livelli attuali, e allora addio extra performance. Per avere una crescita un po' meno asfittica urge ridare slancio alle **retribuzioni reali**, e nei conti di molte imprese c'è lo spazio per farlo.

In questo quadro, comunque traballante, ci sono tre punti fermi che, **come stelle** polari, guidano le scelte degli investitori finanziari. Prima stella: l'inflazione è domata e i tassi di interesse si sono adeguati nell'Eurozona, dove c'è qualche pertugio di ulteriore taglio da parte della **BCE**; negli USA senza i dazi la situazione sarebbe stata identica, e ora alla **FED** tocca muoversi sul crinale sottile tra l'evitare il radicamento di comportamenti inflazionistici e l'indebolimento del mercato del lavoro (il quale potrebbe recuperare se la domanda interna tenesse).

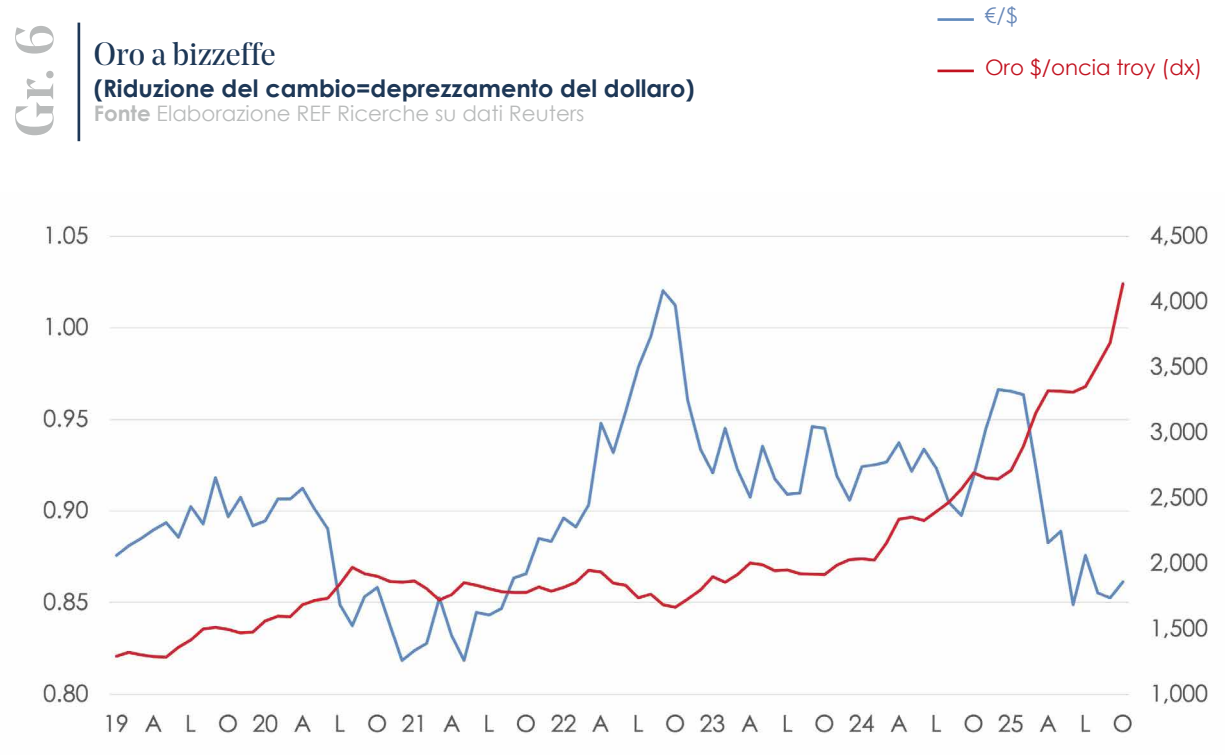
Seconda stella: con la prospettiva di tassi bassi o calanti l'**investimento azionario** resta allettante anche alle attuali quotazioni, che sono "ricche" in USA e meno in Europa. Ricche, poi, rispetto a cosa? Fin qui le **grandi imprese tecnologiche** non hanno deluso nel generare utili, e spesso hanno battuto le aspettative; le ragioni sono state illustrate nella Newsletter XXVII, e comprendono il fatto che ogni vendita aumenta i ricavi ma non i costi, perché quelli marginali sono nulli.

La terza stella è la **perdita di allure del dollaro** che si manifesta non tanto nel suo deprezzamento nel mercato dei cambi, in mancanza di alternative valutarie forti (però è significativo che cada quando ci sono turbolenze), quanto nei confronti dell'**oro** (Grafico 6), tornato ad avere il ruolo di riserva di valore anche per le Banche centrali. La corsa del prezzo del biondo metallo fa <fa tremar le vene e i polsi>.

In un mondo dominato da **barbare incertezze**, la barbara reliquia ritrova la sua ragion d'essere. Un brutto segnale, ma tocca giocare con le regole e le carte che ci sono state date.

Gr. 6

Oro a bizzeffe
(Riduzione del cambio=deprezzamento del dollaro)
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati Reuters



Views from the managers

Scritto da:
ANGELO MAROTTA

Siamo recentemente tornati da una settimana di incontri con i nostri gestori statunitensi, che hanno offerto un punto di vista privilegiato sulle opinioni prevalenti e sui temi di investimento. Le discussioni hanno evidenziato come la robusta crescita economica, le politiche fiscali favorevoli e il ritmo senza precedenti dell'innovazione guidata dall'intelligenza artificiale stiano alimentando collettivamente un contesto rialzista per i mercati azionari. In particolare, la maggior parte dei gestori si è mostrata meno preoccupata dei rischi geopolitici, del debito pubblico o degli ostacoli macroeconomici, concentrandosi invece sulle abbondanti opportunità di gestione attiva e generazione di alfa.

Un tema centrale emerso dagli incontri è l'impatto trasformativo delle infrastrutture di intelligenza artificiale sull'economia reale. La crescita dei data center, trainata dalla crescente domanda di elaborazione e storage, sta convogliando capitali significativi in settori come le utility, le apparecchiature di rete e i materiali, in particolare il rame. I gestori hanno espresso particolare interesse per le aziende in grado di monetizzare la scarsità di energia, con le utility e gli operatori di rete destinati a beneficiare da contratti a lungo termine e da una migliore visibilità sui flussi di cassa. Tuttavia, la narrazione rialzista è attenuata da vincoli pratici: disponibilità di energia, ostacoli normativi e colli di bottiglia nella supply chain, soprattutto nella produzione di rame e semiconduttori. Il boom dell'intelligenza artificiale sta inoltre accelerando la migrazione al cloud e stimolando la domanda di HBM (high-bandwidth memory), DRAM e NAND, con il settore dello storage che sta registrando un netto aumento della redditività. Sebbene l'attenzione rimanga focalizzata sulle infrastrutture, una vera monetizzazione sta iniziando a emergere anche a livello applicativo, con tassi di conversione pubblicitari migliori e numerose iniziative di riduzione dei costi.

Nonostante l'ottimismo prevalente, diversi manager rimangono consapevoli dei rischi e delle sfide strutturali insiti nel contesto attuale. Si sono manifestate preoccupazioni circa il potenziale eccesso di infrastrutture di intelligenza artificiale, la sostenibilità di questa crescita trainata dagli investimenti in conto capitale e il rischio di pressione sugli utili: se da un lato gli investimenti in conto capitale per l'intelligenza artificiale sostengono la crescita a lungo termine, dall'altro creano anche un "muro di ammortamento" a breve termine, poiché i nuovi asset di data center e infrastrutture iniziano a essere contabilizzati nei bilanci societari. Questo onere non monetario avrà un impatto negativo sui margini dichiarati e sull'utile per azione prima che i benefici derivanti dai ricavi divengano finalmente visibili appieno. Altri rischi macroeconomici, come la crisi dei debiti sovrani, la carenza di abitazioni e l'impatto dei dazi, sono riconosciuti, sebbene non siano al centro delle decisioni di investimento.

In definitiva, il recente viaggio ha rafforzato l'idea che stiamo entrando in un'era guidata dagli investimenti, alimentata dall'intelligenza artificiale e dall'innovazione, ma delimitata dalla capacità di adattarsi alla volatilità, dai vincoli di risorse e dalle dinamiche di un mercato in evoluzione.

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.