

Scritto il 3 febbraio 2025

# PANORAMICA DI MERCATO FEBBRAIO

Di Dominique Marchese, Responsabile Azioni e Gestore Fondi

## 2025: GLI INVESTITORI NON SI ANNOIERANNO!

Le principali borse mondiali hanno iniziato il 2025 in modo positivo, nonostante le incertezze che circondano il nuovo mandato presidenziale di Donald Trump. Il settore tecnologico è stato tuttavia scosso dagli annunci riguardanti una startup cinese, DeepSeek, diventata il simbolo della guerra tecnologica tra Pechino e Washington nell'ambito dell'IA (intelligenza artificiale). Alle azioni europee è stato concesso il beneficio del dubbio: la presentazione della "bussola per la competitività" da parte della Commissione è stata accolta piuttosto bene dai mercati, nonostante i numerosi punti interrogativi.

## TRUMP 2.0: VERSO UNA GUERRA COMMERCIALE?

Al momento del suo insediamento, Donald Trump ha firmato una serie di ordini esecutivi che dimostrano la sua volontà di agire con diligenza prima delle elezioni di medio termine che si terranno tra meno di due anni (considerando che gli Stati Uniti sono un Paese in campagna elettorale quasi permanente). Finora le sue prime decisioni sono state più o meno in linea con quanto annunciato nel suo programma elettorale. I mercati non hanno quindi mostrato particolare nervosismo, tanto che gli investitori, nella loro stragrande maggioranza, sono convinti che le misure che potrebbero rilanciare l'inflazione o minacciare l'ottima salute di Wall Street verrebbero rapidamente diluite. Donald Trump è ancora visto come un pragmatico che ha come bussola l'effetto ricchezza indotto dai mercati finanziari e che avvantaggia le famiglie americane, un fattore che ha giocato un ruolo chiave nella buona performance dei consumi privati nel 2024. Questo ampio consenso non sarà, tuttavia, prevenire improvvisi scoppi di volatilità, come quello di lunedì 3 febbraio, in seguito all'annuncio di un aumento del 25% delle tariffe doganali contro Messico e Canada (decisioni da allora rinviate) e di un aumento del 10% contro la Cina, accompagnato da un aumento del dollaro che assorbe parte dell'aumento del costo delle importazioni americane. Quel che è certo è che gli investitori non si annoieranno nel 2025, il primo anno del mandato presidenziale che segnerà senza dubbio il culmine della turbolenza in termini di decisioni politiche da parte della nuova Amministrazione.

La banca centrale americana (Federal Reserve o Fed) non avrà quindi un compito facile. Se il processo di disinflazione prosegue con il proseguimento della normalizzazione dei salari, bisogna riconoscere che le misure che incidono sulle tariffe doganali e sull'immigrazione di manodopera sono di natura inflazionistica. Mentre l'economia procede a pieno regime (PIL in volume +2,7% nel 2025

secondo il FMI), ad un ritmo significativamente superiore alla sua crescita potenziale grazie alla spesa delle famiglie (circa  $\frac{3}{4}$  della crescita del PIL nel 2024) e agli investimenti (+4,5%, % in un anno), la Fed ha poche ragioni per continuare la sua politica di allentamento nei prossimi mesi e dovrebbe adottare una posizione prudente di attesa e osservazione per osservare più precisamente gli effetti concreti della politica. Macroeconomia di Donald Trump. Concentrerà quindi la sua attenzione sulle aspettative di inflazione, che finora hanno registrato solo un leggero aumento dopo le elezioni dello scorso novembre. Non dimentichiamo che Washington continua a scommettere sulla deregolamentazione, sulla riduzione dei prezzi dell'energia e sui tagli fiscali, in quanto potenti fattori che contribuiscono alla disinflazione. **Le aspettative di un taglio dei tassi da parte della Fed nel 2025 sono ora limitate a 25 punti base (0,25%). Non sarebbe sorprendente se la Fed alla fine rimanesse immobile per tutto l'anno.**

Notiamo che i tassi di interesse a lungo termine in dollari (USD) si sono stabilizzati (titoli del Tesoro a 10 anni al 4,55%, invariati dal 1° gennaio ovvero un tasso reale - dopo l'inflazione - del 2,10%), il che riflette la grande serenità dei mercati obbligazionari. Un improvviso aumento dei tassi a lungo termine oltre la soglia simbolica del 5% (tassi reali superiori al 2,5%) potrebbe indebolire seriamente le azioni americane, data la loro elevata valutazione. Ricordiamo che i tassi di equilibrio di lungo termine - secondo la teoria economica - corrispondono alla somma della crescita potenziale, dell'inflazione prevista e di un premio a termine che dovrebbe remunerare l'investitore per la volatilità dei tassi di interesse. Il segmento lungo della curva dei rendimenti del dollaro statunitense dovrebbe pertanto attestarsi tra il 4,5% e il 5% (PIL potenziale prossimo al 2%, inflazione tra il 2% e il 2,5%, premio a termine 0,5%), che è esattamente il suo livello attuale. Se Donald Trump aumentasse la volatilità dei mercati obbligazionari

attraverso le sue politiche, il rischio sarebbe un aumento del premio a termine richiesto dagli investitori e/o un aumento delle aspettative di inflazione. I tassi di cambio del dollaro statunitense dovrebbero quindi

essere tenuti d'occhio con attenzione, perché influenzano notevolmente i mercati finanziari americani e globali.

## UNIONE EUROPEA: VERSO UN SALUTARE CAMBIO DI ROTTA?

Albert Einstein diede la seguente definizione di follia: **consiste nel fare la stessa cosa più e più volte aspettandosi risultati diversi. Questa definizione è in linea con l'Unione Europea da ben dieci anni, e in particolare da quando Ursula von der Leyen è arrivata a guidare la Commissione nel 2019.** Nelle nostre precedenti lettere mensili, abbiamo discusso a lungo del lungo rapporto di Mario Draghi sulla competitività europea – che si concentra soprattutto sulle sue debolezze – un rapporto che lo scorso settembre è stato accolto piuttosto freddamente dai leader politici chiaramente implicati nel declino economico dell'Unione a discapito di Stati Uniti e Cina. L'elezione di Donald Trump sembra aver finalmente convinto le massime autorità della necessità di riformulare le politiche comunitarie ritenute eccessivamente burocratiche. La Commissione ha così presentato il suo programma denominato **"bussola per la competitività"** e la sua agenda per i prossimi due anni (cinquanta testi da adottare). Vorremmo esprimere il nostro più profondo scetticismo nei confronti di questa iniziativa, che per il momento appare come un semplice esercizio di comunicazione e non un atto di contrizione, poiché la maggior parte degli argomenti affrontati nel documento della Commissione non apportano nulla di rivoluzionario rispetto alle passate dichiarazioni. di intenti, ad esempio per quanto riguarda l'esigenza di un mercato unico dei servizi finanziari – il cui nome è stato modificato in "Unione del Risparmio e degli Investimenti" –, dalla diversificazione delle filiere di fornitura, all'assistenza alle startup. **Prima domanda:** coloro che sono all'origine dell'attuale crisi sono i più attrezzati intellettualmente per rivedere, a volte di 180 gradi, le direttive che hanno accentuato il relativo declassamento del Vecchio Continente? **Seconda domanda:** l'annuncio di una valanga di nuovi testi comunitari è la risposta più opportuna alla sclerosi economica dovuta all'eccesso di norme e di burocrazia? **Terza domanda:** mentre la nuova Commissione riproduce in modo identico la precedente coalizione centrista con un leggero spostamento a destra (socialisti, *Renew*, conservatori del PPE), chi potrà garantire l'abbandono delle ideologie controproducenti all'origine dei testi? più criticate (tassonomia, Green Deal, Farm to Fork, AI Act, CSRD e CS3D che aumentano l'onere amministrativo per le imprese, ecc.), per dare finalmente priorità alla prosperità economica dell'Unione? **Quarta domanda:** il grande difetto della costruzione politica europea è il rifiuto del federalismo – che consente di prendere le decisioni e, soprattutto, di correggerle molto più rapidamente; Come possiamo convincere la gente della sua assoluta necessità dopo aver indebolito interi settori dell'industria europea attraverso regolamentazioni kafkiane (telecomunicazioni, energia, prodotti chimici, estrazione mineraria, automobile, banche d'investimento, ecc.)?

A titolo di esempio, il **trattato di Lisbona**, entrato in vigore il 1° dicembre 2010, ha assegnato a ciascun paese membro dell'Unione l'obiettivo di raggiungere il 3% del proprio PIL in spese per ricerca e sviluppo entro il 2020. Le autorità pubbliche dell'epoca avevano ben chiaro che la crescita potenziale poteva essere sostenuta solo da un notevole sforzo di innovazione e di diffusione del progresso tecnico nella società. Quindici anni dopo, i dati sono disastrosi e dimostrano l'incapacità dell'Unione di attuare efficacemente quanto deciso al vertice: la spesa pubblica e privata in R&S supera di poco la soglia del 2% (contro il 3,5% degli Stati Uniti), con divari significativi tra, ad esempio la Germania (3,1%, ma con oltre il 40% concentrato nel suo moribondo settore automobilistico) e i paesi del sud, Italia e Spagna, che raggiungono a malapena l'1,5%, e la Francia che spende il 2,2% nonostante l'indiscutibile qualità dell' le sue principali scuole di ingegneria. La "bussola della competitività" riuscirà a risolvere questo problema cruciale per la competitività? Ci permettiamo di dubitare. Vorremmo sottolineare che il processo legislativo è decisamente troppo lungo: **in media quaranta mesi al Parlamento europeo per adottare un testo in seconda lettura** (contro i ventiquattro mesi di vent'anni fa, secondo la rivista *Le Point* del 30 gennaio 2025). )! Un'eternità nella corsa all'intelligenza artificiale e al calcolo quantistico!

**Accumulando normative, l'UE è riuscita ad accumulare politiche che sono diventate contraddittorie.** L'ondata di deregolamentazione e apertura alla concorrenza degli anni Novanta e Duemila, volta a smantellare i monopoli di Stato per favorire la concorrenza e quindi abbassare i prezzi per una maggiore felicità dei cittadini-consumatori, ha progressivamente lasciato il posto a regolamentazioni inflazionistiche (un netto aumento nei costi di produzione), a un protezionismo controproducente (la recente tassazione dei veicoli elettrici cinesi mentre il successo della transizione energetica richiede un massiccio calo dei prezzi delle auto per le classi medie), e a scelte ideologiche più che discutibili (tassonomia che rallenta gli investimenti privati in l'industria europea della difesa, con grande soddisfazione dei fornitori americani; recente lettera di missione al Commissario per l'Energia che indebolisce il settore nucleare), e molto lontano dagli obiettivi originari dei fondatori del progetto europeo. Durante il primo mandato di Ursula von der Leyen a capo della Commissione, nei corridoi del Berlaymont si parlava poco di prosperità; la poca musica della sobrietà, un falso fiuto per il declino e l'impoverimento generale, si è gradualmente imposta con grande dispiacere dell'industria europea. Sebbene abbia tutte le carte in regola, l'UE è ben lungi dall'aver completato il suo aggiornamento. Il tempo stringe.

## DEEPSEEK: BUONE NOTIZIE PER IL SUCCESSO DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE

Lunedì 27 gennaio, i titoli tecnologici sono stati scossi dalla notizia di una startup cinese, DeepSeek, che ha sviluppato due modelli concorrenti di intelligenza artificiale generativa americana come quelli progettati da OpenAI (ChatGPT-4o e OpenAI-o1 per il modello recente nel ragionamento competenza). I valori legati all'ecosistema dell'AI, in particolare i produttori di semiconduttori come la famosa Nvidia, i fornitori di apparecchiature per i data center, così come gli operatori energetici hanno subito violente correzioni, spesso tra il 10 e il 20% in una sola sessione, prima riprendendosi un po' nei giorni successivi. Cosa è successo di così preoccupante? Le prime informazioni trapelate insistevano sul costo ridicolo dell'addestramento dei modelli DeepSeek (sei milioni di dollari rispetto ai 50-100 milioni di dollari per i più recenti modelli di linguaggio di grandi dimensioni - LLM - attualmente disponibili, utilizzo di un numero molto più limitato di processori GPU Nvidia, non soggetto alle sanzioni statunitensi contro la Cina), con risultati paragonabili a quelli dei migliori modelli americani. Tutto questo è bastato per innescare consistenti prese di profitto in un segmento del mercato azionario che negli ultimi diciotto mesi è stato particolarmente consensuale. Tuttavia, non tutti i titoli tecnologici sono stati colpiti allo stesso modo. In effetti, i produttori di software, i servizi IT e i produttori di elettronica di consumo come gli smartphone hanno spesso visto addirittura aumentare le loro azioni. Dal 27 gennaio circolano informazioni che sembrano indicare che le performance annunciate da DeepSeek siano in gran parte discutibili. Non entreremo qui in considerazioni tecniche; Considerando che l'architettura del modello DeepSeek si basa sulle stesse fondamenta degli LLM, ci sembra altamente improbabile che gli hyperscaler americani che spendono decine di miliardi di dollari all'anno per costruire la loro infrastruttura di intelligenza artificiale siano rimasti così indietro in termini di ottimizzazione di modelli e i loro investimenti. Cerchiamo umilmente di

trarre le conclusioni più ovvie da questo evento. Innanzitutto, l'elevata volatilità dei titoli tecnologici riflette l'elevata valutazione di questo segmento del mercato azionario e la natura altamente consensuale dell'intelligenza artificiale nelle strategie di investimento. Ciò giustifica ancora una volta la necessità di una maggiore diversificazione dei portafogli al di fuori dei grandi indici ultraconcentrati (gestione attiva). La seconda conclusione che possiamo trarre da DeepSeek è che la velocità di diffusione dell'IA - o meglio, dovremmo parlare di IA - e la moltiplicazione dei casi d'uso nelle aziende e nella popolazione dipendono ovviamente da una significativa diminuzione dei costi. Se il gioco della sana competizione ci permetterà di ridurre drasticamente i costi di formazione dei modelli e quelli di inferenza (utilizzo), e in particolare il consumo energetico - la vera bestia nera dell'IA generativa -, ciò non potrà che essere redditizio per tutti gli utenti. In altre parole, se DeepSeek non si rivelasse un "deep fake", potremmo sperare in un aumento più rapido del contributo dell'intelligenza artificiale all'aumento della produttività, alla potenziale crescita dell'economia e, in ultima analisi, ai profitti aziendali. Infine, con DeepSeek, la Cina dimostrerebbe brillantemente l'inutilità delle sanzioni americane (restrizioni alle esportazioni) nel campo tecnologico. Dobbiamo ora temere un calo degli investimenti degli hyperscaler (Amazon.com, Microsoft, Alphabet, Oracle, per citarne i principali) nei data center (apparecchiature elettriche, semiconduttori per l'intelligenza artificiale)? Nel breve termine non crediamo che sarà così, ma nel lungo termine è di gran lunga preferibile che i leader del cloud controllino l'entità degli investimenti dedicati all'intelligenza artificiale e quindi il ritorno sul capitale impiegato. Infine, tra i leader tecnologici, il titolo più a rischio resta Nvidia, data la sua elevata valutazione.

## CONCLUSIONE

Gli investitori hanno votato per Donald Trump, ma ciò non significa che rimarranno sordi alle decisioni irrazionali che metterebbero in discussione l'eccezionalismo americano (forte crescita economica, aumenti di produttività, disinflazione). Gli eventi di

gennaio (nuova amministrazione a Washington, affare DeepSeek, "bussola della competitività" dell'UE) preannunciano un 2025 che sarà certamente entusiasmante, ma che rimarrà inevitabilmente segnato dalle incertezze e dai rivolgimenti dei mercati finanziari.

## DISCLAIMER

Il contenuto di cui sopra è stato prodotto e distribuito da Pure Capital SA. È fornito solo a scopo informativo e mira a presentare le attività di gestione della società Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") nonché a fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni e i dati (inclusi testi e supporti fotografici) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione a terzi, in tutto o in parte, senza la preventiva autorizzazione di Pure Capital è vietata.

Pure Capital si riserva il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento in qualsiasi momento e senza preavviso.

Il presente documento non deve essere in alcun modo interpretato come un'offerta di acquisto/vendita di uno strumento finanziario o come un'attività di sollecitazione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni qui pubblicate sono fornite esclusivamente a scopo informativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, non può essere data alcuna garanzia circa la loro accuratezza o completezza. Le presenti informazioni non sono state redatte in conformità ai requisiti legali che promuovono l'indipendenza della ricerca sugli investimenti e devono pertanto essere considerate una comunicazione di marketing. Sebbene tali contenuti non siano soggetti ad alcun divieto di utilizzo prima della loro diffusione (ad esempio per l'esecuzione di ordini), Pure Capital non cerca di trarne profitto.

Per ulteriori dettagli sui prodotti di investimento, i documenti ufficiali di vendita (il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, il prospetto, la relazione semestrale e la relazione annuale) sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Pure Capital SA. (di seguito "Pure Capital") (tel.: +352 26 39 86) o consultando il sito web [www.purecapital.eu](http://www.purecapital.eu).

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite in buona fede e non possono impegnare la responsabilità di Pure Capital.

Non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti. I risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le prestazioni possono variare nel tempo. Il valore patrimoniale netto del portafoglio dipende dall'andamento del mercato. Ogni fondo di investimento è quindi soggetto alle fluttuazioni del mercato e l'investitore può recuperare solo una somma inferiore a quella investita.

Il titolare del tuo conto potrebbe addebitare commissioni di custodia annuali o spese di custodia. Variano da una struttura all'altra. Per conoscerli, informateli.

Il presente documento vi viene fornito a condizione che non costituisca una base primaria per alcun investimento. Ogni investimento dovrebbe essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e consapevole.