

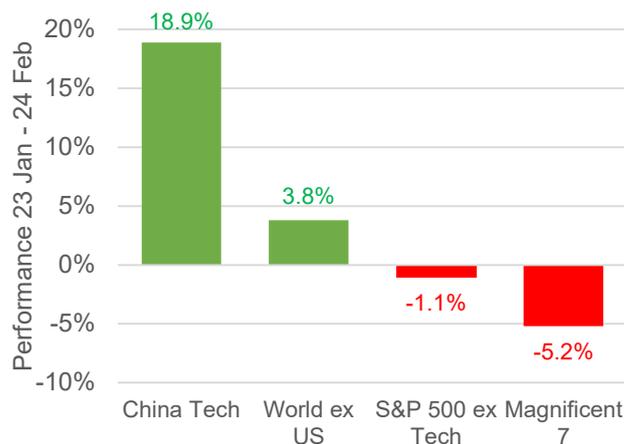
Risposte ai quesiti più frequenti sui mercati finanziari

Sintesi

- 1. L'Eurozona può migliorare la crescita economica attraverso riforme chiave?** Ci aspettiamo iniziative nei prossimi mesi per incrementare la crescita economica, in particolare attraverso indirizzi di deregolamentazione. Continuiamo a ritenere che gli investitori siano troppo pessimisti riguardo all'Eurozona. Gli elevati tassi di risparmio nell'UE, la moderazione dell'inflazione e la crescente fiducia nelle riforme e nei programmi di investimento dell'UE, potrebbero spingere la crescita del PIL reale vicino all'1%.
- 2. Il debito pubblico degli Stati Uniti e dell'Eurozona è sostenibile?** Non esiste una soglia predefinita sull'entità del debito che un paese può sostenere prima di evidenziare problemi di sostenibilità o il rischio di default. In teoria, ci sono tre modi per ridurre il debito pubblico: i) una crescita economica più rapida; ii) consolidamento fiscale e iii) repressione finanziaria. In questa fase, i deficit e gli oneri del debito, non costituiscono tuttavia una fonte di stress importante.
- 3. Cosa significa l'annuncio di DeepSeek per il tema degli investimenti nell'intelligenza artificiale?** Finora, non vi è stata alcuna evidenza di un rallentamento della crescita degli investimenti nell'intelligenza artificiale da parte dei 4 grandi hyperscaler statunitensi. Ci aspettiamo che la massificazione dell'IA, con la rapida introduzione di modelli concorrenti di IA generativa, riduca i costi di ingresso per gli utenti finali. Ciò, dovrebbe accelerare l'adozione su vasta scala di questa tecnologia nell'ecosistema economico. Le economie potrebbero trarre vantaggio da una crescita più rapida della produttività, con le conseguenti pressioni disinflazionistiche sul costo del lavoro.

4. Gli investitori dovrebbero mantenere o trarre profitto dall'oro? Il prezzo dell'oro è salito a un nuovo massimo storico, vicino al nostro obiettivo di 3.000 USD. Oltre che dagli acquisti da parte delle banche centrali (che diversificano dalle attività in USD le loro riserve), il prezzo dell'oro è sostenuto principalmente dalla fuga degli investitori verso beni rifugio, a causa delle elevate incertezze geopolitiche, dovute principalmente alle politiche del presidente Trump. Nel lungo termine, prevediamo che il trend rialzista continui, sostenuto da un ulteriore accumulo di riserve auree da parte delle banche centrali, combinato con il probabile perdurare delle incertezze geopolitiche ed economiche. **Aumentiamo quindi leggermente il nostro obiettivo a 12 mesi per l'oro da 3.000 USD/oncia a 3.200 USD/oncia mantenendo la nostra view positiva.**

PERFORMANCE IMPORTANTE PER LE AZIENDE TECH CINESI DAL 23 GENNAIO (DEEPSEEK)



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg. 24 Febbraio 2025



L'Eurozona può migliorare la crescita economica attraverso riforme chiave?

La crescita economica dell'UE è in ritardo rispetto alla crescita degli Stati Uniti da decenni. Questo è dovuto in parte alla maggiore crescita demografica negli Stati Uniti, ma il fattore principale è il divario di produttività. In effetti, una crescita della produttività più debole, e una conseguente crescita salariale più lenta, è un freno alla domanda interna. La velocità con cui l'economia può crescere senza generare pressioni inflazionistiche ("crescita economica potenziale") è determinata tuttavia anche da altri fattori. Per affrontare l'attuale "sfida esistenziale" per l'Europa, l'attenzione dovrebbe concentrarsi su tre aree principali: i) innovazione; ii) decarbonizzazione e competitività e iii) autonomia strategica.

Per quanto riguarda l'innovazione: la mancanza di un'unione dei mercati dei capitali rimane un ostacolo significativo al finanziamento delle aziende giovani e innovative. Migliorare l'accesso al capitale, in particolare al capitale di rischio, potrebbe essere un fattore chiave sia per l'innovazione che per la crescita economica. Tuttavia, mentre le normative dell'UE proteggono i consumatori, le restrizioni eccessive continuano a essere viste come un "ostacolo importante" alle decisioni di investimento a lungo termine. Queste normative limitano anche il flusso di capitale da banche, compagnie assicurative o fondi pensione. Pertanto, la deregolamentazione è un altro fattore chiave per l'innovazione. Inoltre, anche le istituzioni europee, come la Banca Europea per gli Investimenti (BEI), sono chiamate a svolgere un ruolo più attivo.

Altri fattori importanti sono: sicurezza energetica, decarbonizzazione e competitività: la sicurezza energetica dell'UE dipenderà dalla sua capacità di passare a fonti energetiche autosufficienti, in particolare rinnovabili. Inoltre, sostenere la produzione interna di tecnologie verdi potrebbe aiutare a compensare la debolezza del settore industriale dell'UE, poiché gli investimenti «verdi» tendono a generare un moltiplicatore di creazione di posti di lavoro più elevato.

Durante il periodo di transizione verso l'indipendenza energetica, abbassare i prezzi dell'energia dovrebbe rappresentare la massima priorità strategica per migliorare la competitività del sistema economico sia nel breve che nel lungo termine.

Riguardo all'autonomia strategica, per ridurre le vulnerabilità di sistema, la politica economica estera dell'UE dovrebbe dare priorità alla messa in sicurezza delle risorse critiche, promuovendo al contempo il riciclaggio e l'innovazione nei materiali alternativi. Questo si estenderebbe anche alle infrastrutture di rete, aspetto importante per le industrie strategiche.

Queste misure ci aspettiamo che siano implementate gradualmente, portando a un significativo incremento della crescita potenziale del PIL nel tempo. Dal lato della domanda, gli investimenti necessari avranno un importante effetto moltiplicatore (investimenti più elevati creano posti di lavoro e reddito, stimolando ulteriore domanda e crescita economica).

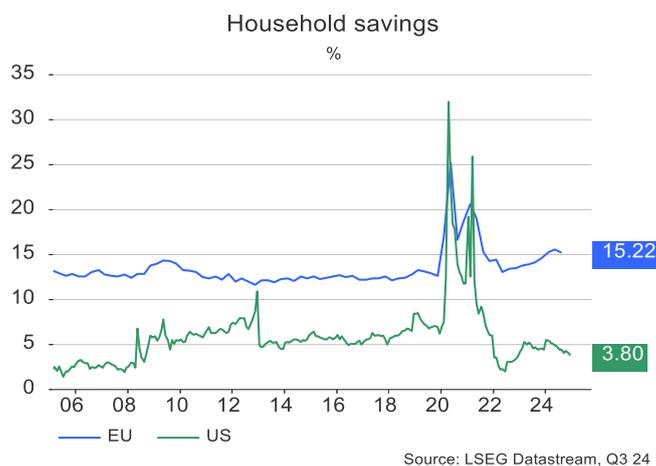
Tuttavia, dobbiamo rimanere realisti. Innanzitutto, dobbiamo valutare le priorità del nuovo governo tedesco e la probabilità di riformare il freno al debito. In caso di successo, la Germania potrebbe svolgere un ruolo di primo piano a livello UE, innescando programmi di investimento su larga scala. Anche gli investimenti nella difesa saranno fondamentali.

In sintesi, ci aspettiamo che le iniziative nei prossimi mesi migliorino l'economia tedesca, in particolare attraverso la deregolamentazione. La velocità delle iniziative dipenderà dalla stabilità della nuova coalizione di governo tedesca e dalla potenziale riforma del freno al debito. Continuiamo a credere che gli investitori siano troppo pessimisti sul futuro dell'eurozona. Gli alti tassi di risparmio nell'UE, uniti alla moderazione dell'inflazione e alla crescente fiducia nelle riforme e nei programmi di investimento dell'UE, potrebbero spingere la crescita del PIL reale vicino all'1%.

GRAFICO 1: DIVARIO DI REDDITO REALE



GRAFICO 2: TASSI DI RISPARMIO EU VS USA



Il debito pubblico degli Stati Uniti e dell'eurozona è sostenibile?

Il debito pubblico si accumula attraverso i deficit annuali. È solitamente espresso come percentuale del PIL, il che consente confronti tra paesi di diverse dimensioni (cfr grafico 3).

Non esiste una soglia predefinita che stabilisca quanto debito un paese può sostenere prima di trovarsi ad affrontare problemi di sostenibilità o il rischio di insolvenza.

Esistono regole e indici utili per valutare i livelli di debito sostenibile e le probabilità di default. Supponendo che non ci siano nuovi deficit, una linea guida fondamentale è che la crescita economica sia superiore al costo medio del debito esistente (remunerazione media del titolo di debito). Le entrate di un governo, provenienti principalmente dalle tasse, sono in genere proporzionali alla crescita. Supponendo che non ci siano deficit aggiuntivi, il costo principale è l'onere degli interessi. Poiché i governi emettono nuovo debito a tassi che variano, è essenziale calcolare il costo medio del debito. Ad esempio, ci aspettiamo che gli Stati Uniti raggiungano una crescita nominale di circa il 5% quest'anno, mentre il costo medio del debito è del 2,75%. Nella zona euro, la crescita del PIL nominale dovrebbe essere di circa il 3% con un costo medio del debito di circa il 2% (cfr grafico 4). Non c'è quindi stress in questa fase.

In teoria, ci sono tre modi per ridurre il debito pubblico: i) una crescita economica più rapida; ii) il consolidamento fiscale e iii) la repressione finanziaria.

Sul primo aspetto, il potenziale di crescita economica è più alto negli USA che nell'UE. In entrambe le regioni tuttavia, i tassi di crescita nominale dovrebbero superare il costo medio del debito. Come accennato in precedenza, l'UE si concentrerà sulla promozione della crescita attraverso investimenti che migliorino la produttività e tramite la deregolamentazione. Negli Stati Uniti è già così.

Per quanto riguarda il consolidamento fiscale, negli Stati Uniti è già in corso, con il deficit previsto in riduzione dal -6% del PIL al -3%, con ulteriori tagli possibili se necessario. Nell'UE, i deficit potrebbero rimanere elevati durante l'orizzonte temporale di riferimento del rapporto Draghi, ma i governi possono aumentare le tasse in caso di stress. Il potenziale per le entrate fiscali dipende principalmente dal PIL pro capite che è elevato negli Stati Uniti e nell'eurozona. L'UE ha un tasso di risparmio molto elevato. Un'altra opzione è quella di ridurre la spesa pubblica, anche se in genere ciò richiede più tempo. Aumentare l'efficienza del governo è un'ulteriore possibilità per ridurre la spesa

La terza opzione è la repressione finanziaria che implica il mantenimento di tassi di interesse inferiori a quelli che il mercato autonomamente fisserebbe. Storicamente, questa strategia è stata utilizzata per collocare il debito pubblico a tassi inferiori all'inflazione. Un esempio di ciò sono gli acquisti di obbligazioni delle banche centrali dopo la Grande crisi finanziaria e l'allentamento quantitativo iniziato durante la crisi del debito dell'UE. Questi acquisti rimangono uno strumento potente per limitare l'aumento del costo del debito, soprattutto quando un paese affronta stress temporanei all'interno dell'Unione europea. Per ridurre il rischio di una crisi del debito pubblico, l'UE ha implementato misure come una regolamentazione bancaria più severa, un meccanismo di bail-in e una ridotta esposizione delle banche ai titoli governativi nazionali.

Dovremmo dunque monitorare i livelli di deficit e debito, ma in questa fase non rappresentano una fonte di stress importante.

GRAFICO 3: RAPPORTO DEBITO/PIL- EU VS US

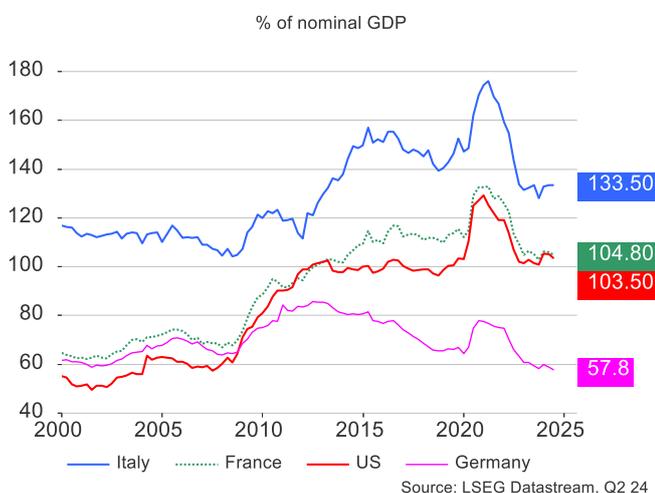


GRAFICO 4: SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

Country	Average Maturity	Coupon Average		Golden Rule*	
		21/02/2025	Average 5Y	21/02/2025	Average 5Y
US	5.79	2.75	2.02	2.95	5.04
France	8.18	1.73	1.65	0.07	2.00
Germany	6.96	1.59	1.26	1.01	2.96
Italy	7.03	2.83	2.57	-0.03	1.81

* Difference between the Nominal GDP and the cost of debt (coupon)

Source: Bloomberg



Cosa significa l'annuncio di DeepSeek per il tema dell'intelligenza artificiale?

Reazione alle vendite del settore tecnologico statunitense

Abbiamo assistito a vendite nei settori della tecnologia e dei semiconduttori a mega-capitalizzazione in seguito al sorprendente annuncio del 23 gennaio degli impressionanti risultati del modello LLM cinese low-cost DeepSeek R1. Ma questo evento ha semplicemente accelerato una rotazione di settore al di fuori della tecnologia statunitense a grande capitalizzazione, che era già iniziata alla fine del 2024.

Dal 23 gennaio alla data di stesura del documento, i magnifici 7 titoli tecnologici statunitensi hanno perso il 5,2%, mentre l'indice World ex-US è cresciuto del 3,8% e l'indice Nasdaq Gold Dragon dei titoli tecnologici cinesi è cresciuto di un vertiginoso 18,9%.

Il tema qui è la massificazione dell'intelligenza artificiale: modelli e algoritmi di intelligenza artificiale più numerosi e meno costosi forniranno alle aziende un percorso più conveniente per integrare processi basati sull'intelligenza artificiale nelle loro attività.

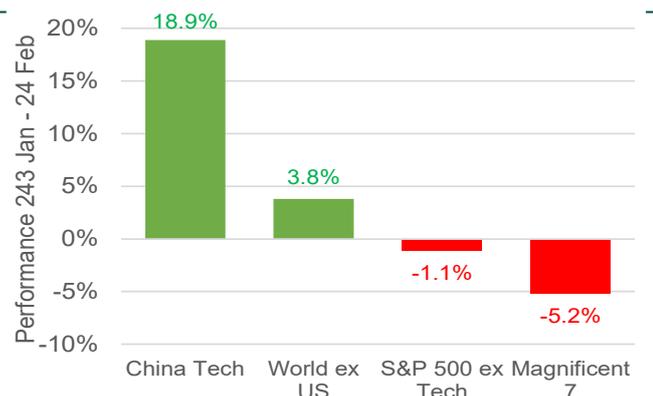
Nessuna indicazione di rallentamento della capex AI

Finora, i quattro "hyperscaler" statunitensi (Microsoft, Amazon, Google, Meta) si sono impegnati ad aumentare le spese in conto capitale legate all'intelligenza artificiale di quasi il 50%, fino a 317 miliardi di dollari quest'anno, senza alcun cambiamento in queste intenzioni nonostante gli annunci legati all'intelligenza artificiale da parte di DeepSeek e di altre aziende tecnologiche cinesi come Alibaba.

E' difficile vedere aziende come Google (Alphabet) ridurre le sue intenzioni di spesa in conto capitale, poiché questo massiccio investimento nell'intelligenza artificiale può essere visto in gran parte come un investimento difensivo per cercare di mantenere la forte posizione dominante nella pubblicità online, guidata dal quasi monopolio nei motori di ricerca Internet con Google Search.

Esistono infatti prime prove aneddotiche del fatto che gli utenti più esperti preferiscono utilizzare app basate su modelli large-language di intelligenza artificiale, come ChatGPT e Perplexity.ai, per ricerche Internet più intelligenti di quelle attualmente eseguibili con Google Search.

GRAFICO 5: BRUSCA ROTAZIONE DA MAGNIFICI 7 A CHINA TECH



Fonte: BNP Paribas

Il paradosso di Jevons e l'intelligenza artificiale

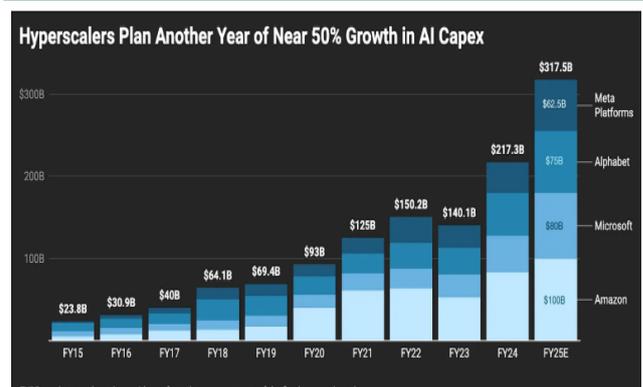
Secondo il paradosso di Jevons, man mano che i miglioramenti tecnologici aumentano l'efficienza nell'uso delle risorse, il consumo complessivo delle risorse tende ad aumentare (non a diminuire), poiché la domanda aumenta rapidamente.

Modelli di intelligenza artificiale all'avanguardia più economici dovrebbero accelerarne l'adozione diffusa, portando a guadagni di produttività in tutti i settori e guidando d'altra parte una crescita ancora più rapida della domanda di elettricità. I grandi vincitori di questa prossima fase del ciclo di sviluppo dell'intelligenza artificiale non saranno necessariamente i Magnifici 7, ma le aziende che possono ottenere significativi benefici di produttività correlati all'intelligenza artificiale nei settori finanziario, sanitario e del software. La massificazione dell'intelligenza artificiale dovrebbe anche stimolare lo sviluppo di una nuova ondata di aziende e settori, come si è visto con l'adozione diffusa di Internet mobile e smartphone.

Benefici economici più ampi derivanti dall'adozione dell'intelligenza artificiale

Nel lungo termine, vediamo un potenziale importante di aumento della produttività nell'economia globale, come è stato nei precedenti cicli di innovazione tecnologica che hanno portato all'adozione del PC e di Internet. Uno studio di Erik Brynjolfsson (National Bureau of Economic Research), Danielle Li e Lindsey R. Raymond (entrambi del Massachusetts Institute of Technology) stima che l'intelligenza artificiale generativa potrebbe aumentare la produttività dei lavoratori del 14% in media e del 34% per i lavoratori nuovi e poco qualificati.

GRAFICO 6: I 4 "HYPERSCALER" STATUNITENSIS AUMENTERANNO LA CAPEX AI DI QUASI IL 50% NEL 2025



Dobbiamo mantenere o prendere profitto sull'oro?

Oro: alimentato dagli acquisti delle banche centrali e dalla maggiore incertezza geopolitica

Il prezzo dell'oro è salito a un nuovo massimo storico, vicino al nostro obiettivo di 3000 USD per oncia. Oltre gli acquisti da parte delle banche centrali (che diversificano le loro riserve dalle attività in USD), il prezzo dell'oro è sostenuto principalmente dalla fuga degli investitori verso beni rifugio, a causa delle elevate incertezze geopolitiche soprattutto per quanto riguarda le politiche di Trump (minacce di dazi più elevati, isolamento militare dell'Europa ed esclusione dai negoziati con la Russia, sarà in grado di raffreddare l'inflazione e ridurre il deficit fiscale?).

Dopo il recente rally (+16% dal minimo di novembre), l'oro potrebbe trovarsi in situazione di lieve ipercomprato. Nel breve termine riteniamo dunque possibile un consolidamento o una lieve correzione, in particolare se i negoziati di pace tra Russia e Ucraina andranno nella giusta direzione e/o se ci sarà un accordo commerciale tra gli Stati Uniti ed i suoi principali partner commerciali (Cina, Europa, Canada, Messico). Ma nel lungo termine, ci aspettiamo ancora che il trend rialzista continui, sostenuto da un'ulteriore accumulo di riserve auree da parte delle banche centrali, e dalla probabile continuazione delle incertezze geopolitiche ed economiche (la politica inflazionistica di Trump, gli elevati deficit fiscali ed il debito pubblico degli Stati Uniti, una possibile guerra commerciale, sviluppi militari).

Pertanto, aumentiamo leggermente il nostro obiettivo a 12 mesi per l'oro da 3.000 USD/oncia a 3.200 USD/oncia mantenendo il nostro giudizio positivo. Pertanto, qualsiasi correzione a breve termine potrebbe offrire nuove opportunità di acquisto.

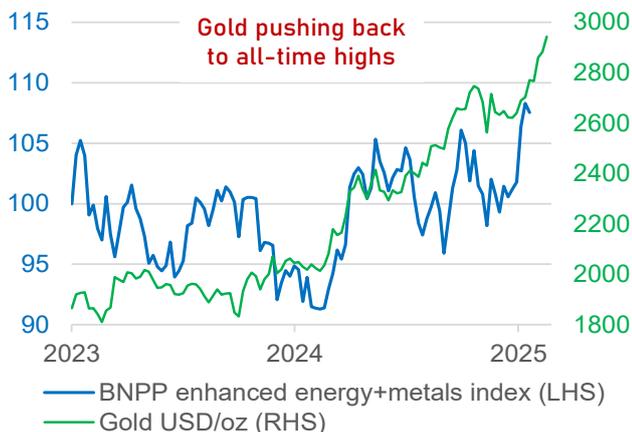
L'argento continua a offrire un'opportunità interessante grazie sia agli investimenti che alla domanda industriale

L'argento segue il rally dell'oro, beneficiando dell'effetto sostituzione nel settore della gioielleria. Anche la domanda industriale dovrebbe continuare ad aumentare, in particolare quella legata all'elettronica, ai data center ed ai pannelli solari.

Dato che il mercato dell'argento è molto più piccolo di quello dell'oro, è più esposto a potenziali squilibri tra domanda ed offerta, che potrebbero innescare un ulteriore recupero dei prezzi rispetto a quello dell'oro. Il rapporto oro/argento è attualmente vicino a 90 ma potrebbe eventualmente tornare a 80.

Aumentiamo il nostro obiettivo a 12 mesi da 35 USD a 38 USD/oncia.

L'ORO RAGGIUNGE NUOVI MASSIMI STORICI VICINO A 3000 USD/ONCIA



Fonte: BNP Paribas



BNL-BNP PARIBAS
PRIVATE BANKING

La banca
per un mondo
che cambia

METTITI IN CONTATTO CON NOI

INVESTMENT STRATEGY FOCUS



privatebanking.bnpparibas.it

DISCLAIMER

Il documento è stato redatto da BNP Paribas Wealth Management e BNL- BNP Paribas (la "Banca") e contiene dati, informazioni e pareri riferiti alla data indicata sullo stesso documento.

Per variazioni delle condizioni di mercato, la Banca potrebbe modificare le valutazioni espresse nel Documento, senza che ciò obblighi la Banca ad aggiornare o modificarne le informazioni ivi contenute.

Il documento ha natura squisitamente informativa e non costituisce né può essere considerato come un'offerta di vendita, di sottoscrizione o di acquisto di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi natura, né come sollecitazione o raccomandazioni di investimento.

Si ricorda che: ogni decisione d'investimento è di esclusiva competenza del cliente. Eventuali decisioni di investimento in strumenti/prodotti finanziari distribuiti dalla Banca andranno prese dall'investitore dopo aver letto attentamente i documenti informativi e precontrattuali relativi agli specifici prodotti (quali, fascicolo /prospetto informativo, condizioni di assicurazione/contratto, scheda prodotto, documento "KIID" per i fondi, ecc.), forniti all'investitore prima della sottoscrizione.

Il cliente deve essere consapevole che le operazioni su prodotti e strumenti finanziari sono soggette alle fluttuazioni di mercato e ai rischi connaturati a tali prodotti/strumenti finanziari e che gli investimenti non danno garanzia di risultati futuri e possono esporre al rischio di perdita parziale o totale del capitale investito. In ogni caso BNL -BNP Paribas non è responsabile dei risultati delle operazioni effettuate dall'investitore tramite la Banca, anche se conseguenti a raccomandazioni d'investimento, a seguito di raccomandazioni della Banca o ai risultati dalle stesse prodotte.

Il presente documento s'intende strettamente personale e riservato ai clienti e potenziali clienti di BNL BNP Paribas. È fatto divieto di riprodurre, distribuire ad altre persone, pubblicare e in generale diffondere, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, il presente documento e/o ogni informazione in esso contenuta.

© BNP Paribas (2025). Tutti i diritti riservati.

Immagini di Getty Images.



BNL-BNP PARIBAS
PRIVATE BANKING

La banca
per un mondo
che cambia