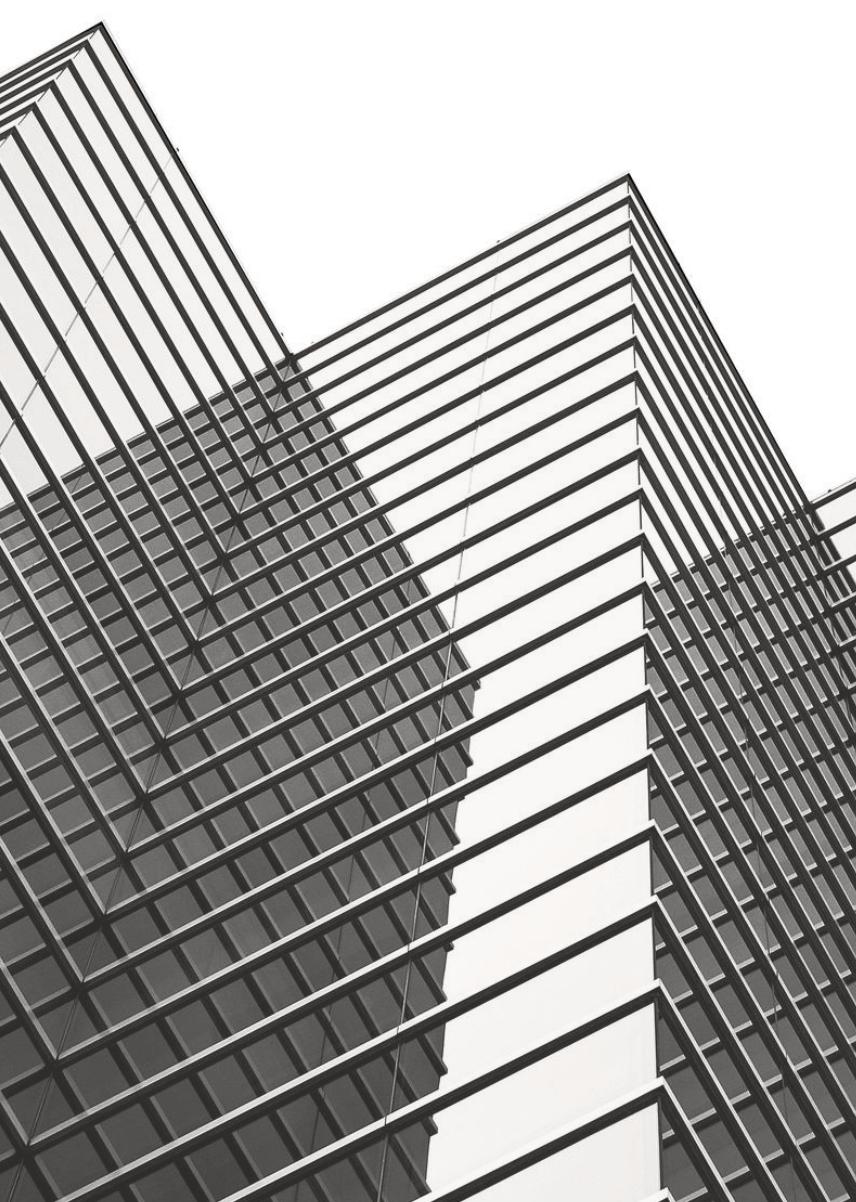




REPORT TRIMESTRALE: ECONOMIA E MERCATI

Q4 2025 - BANCA DEL SEMPIO

INDICE



MESSAGGIO – AREA FINANZA
E MERCATI

03
MACROECONOMIA

05
FINANZA

08
LO SAPEVI CHE...

09
EXPERT TALK



MESSAGGIO - AREA FINANZA E MERCATI

Nonostante il mercato abbia continuato a preferire l'esposizione ai mercati finanziari tradizionali, nell'ultimo trimestre l'elemento di spicco è stato rappresentato da una forte concentrazione dell'interesse attorno al comparto delle materie prime, con riferimento ai metalli preziosi e, in particolare, a oro e argento.

Diversi sono i motivi alla base di questo andamento; tuttavia, ai nostri fini, dove l'obiettivo è quello di individuare forme equilibrate di composizione dell'asset allocation dei portafogli, è rilevante porsi domande su uno dei temi che stanno alla base dei movimenti citati, vale a dire quello della perdita di potere di acquisto della moneta.

Il consistente aumento dei debiti pubblici globali, che ha visto nella crisi del 2008 un momento di svolta nelle dinamiche di molti paesi e che si è poi alimentato di crisi successive (debito europeo, COVID-19), porta inevitabilmente con sé la necessità che gli Stati ricorrono a una strategia di mantenimento di tassi reali negativi nel corso del tempo. Tuttavia, questo atteggiamento porta a conseguenze opposte per Stati e investitori: i primi ottengono un beneficio di riduzione del debito pubblico grazie alla crescita del PIL nominale; i secondi invece subiscono una svalutazione progressiva degli investimenti puramente monetari per via dell'effetto inflattivo.

In questo senso, in generale e prescindendo dal profilo valutario di ciascun investitore, una pura strategia di investimento orientata ai mercati monetari non consentirebbe di raggiungere il minimo obiettivo di conservazione patrimoniale. Nonostante il lungo periodo di tassi nominali negativi, in un orizzonte temporale ormai ventennale, non si può tuttavia giungere alla errata conclusione che vi sia stato un totale annullamento del potere di acquisto di patrimoni.

Per questo riteniamo, **pur** senza fare alcuna previsione di breve termine sull'andamento dei metalli preziosi, che non siano cambiate le condizioni di fondo per la gestione di un portafoglio, che deve pertanto essere costruito in modo equilibrato e il più possibile asimmetrico rispetto ai rischi corsi.

In generale, nelle esposizioni obbligazionarie prediligiamo un approccio attivo, che permette di fornire un extra rendimento tramite la dinamicità sull'esposizione dei tassi e sulla selezione del credito. Dal canto azionario, invece, manteniamo una visione equilibrata, con la convinzione che possa continuare a generare valore, soprattutto nell'ottica del ritorno a tassi reali negativi. Le valutazioni sul settore tecnologico ci appaiono sempre più sfidanti, motivo che ci spinge a sottopesare le nostre esposizioni rispetto agli indici di mercato cercando esposizioni in altre aree geografiche, tra Europa, Svizzera e paesi emergenti.

PIETRO SCIBONA

**VICE DIRETTORE GENERALE
RESPONSABILE AREA FINANZA E MERCATI**



MACROECONOMIA

Contesto economico mondiale

Il quarto trimestre ha offerto segnali più rassicuranti sul fronte macroeconomico globale, sostenuti da un atteggiamento più distensivo in materia di politiche commerciali e da indicazioni incoraggianti provenienti dai principali indicatori economici.

Negli **Stati Uniti**, il periodo è stato segnato dal più lungo *shutdown* governativo della storia del Paese, durato 43 giorni, a partire dall'inizio di ottobre e conclusosi a metà novembre con il raggiungimento di un accordo bipartisan.

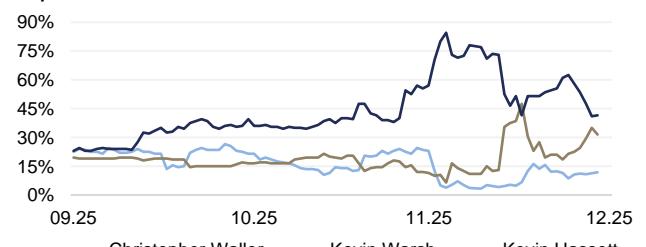
La sospensione temporanea di attività chiave, tra cui quelle del **Bureau of Labor Statistics**, ha interrotto la pubblicazione regolare dei dati su occupazione e inflazione, rendendo più complessa l'analisi. Le informazioni disponibili delineano tuttavia un quadro di supporto: il mercato del lavoro continua a mostrare segnali di rallentamento, mentre gli indicatori di crescita e consumi restano su livelli sostenuti, favoriti da un'inflazione in progressiva stabilizzazione.

Nel corso del trimestre, l'attenzione degli investitori si è alternata tra il rischio di un ulteriore indebolimento dell'occupazione e il timore di una ri-accelerazione dell'inflazione in un contesto di crescita ancora solida, fattori che hanno ristretto i margini di manovra della **Federal Reserve**. Nonostante ciò, la FED ha proceduto con due riduzioni consecutive dei tassi d'interesse, pari a 25 punti base ciascuna, portando il tasso di riferimento nell'intervallo 3.5 – 3.75% e annunciando contestualmente la sospensione del programma di riduzione del bilancio.

Parallelamente, il presidente Trump ha indicato alcuni possibili candidati alla guida della FED a partire dal 2026, tra cui il direttore del National Economic Council Kevin Hassett, il governatore della FED Christopher Waller e l'economista Kevin Warsh.

Probabilità di elezione del presidente della FED

% per candidato; 09.25 – 12.25



Fonte: Polymarket

In **Europa**, il quadro macroeconomico continua a essere caratterizzato da una crescita moderata. Nel terzo trimestre, il PIL ha registrato un lieve incremento dello 0.3%, mentre gli indici anticipatori PMI suggeriscono segnali iniziali di ripresa. L'inflazione annua nell'area euro si attesta ormai stabilmente attorno al 2%, condizione che ha supportato la scelta della **Banca Centrale Europea (BCE)** di mantenere i tassi sui depositi al 2%, adottando un approccio attendista e fortemente *data-dependent*.

Maggiore attenzione è stata rivolta al **Regno Unito**, con la pubblicazione della legge di bilancio da parte di *Rachel Reeves*, che ha in parte contribuito a ridurre i timori legati a una possibile indisciplina fiscale. Tuttavia, i piani di aumento del carico fiscale sulle fasce di reddito più elevate e i tagli di spesa pubblica hanno condizionato il PIL del paese, con una crescita di appena +0.1% nel terzo trimestre.

In **Asia**, la **Cina** ha registrato un miglioramento delle aspettative di crescita nel trimestre. Il Paese ha superato per la prima volta la soglia dei 1'000 miliardi di dollari di surplus commerciale con i partner globali, nonostante il confronto con gli Stati Uniti sull'inasprimento dei dazi, abbia generato nuove tensioni a ottobre, risolte poi con l'incontro tra i rispettivi leader in Corea del Sud a inizio novembre. A dicembre, il governo ha inoltre annunciato l'intenzione di estendere i programmi di spesa fiscale, a sostegno dei consumi interni, dell'indipendenza tecnologica e della manifattura avanzata.

In **Giappone**, l'elezione del nuovo Primo Ministro *Sanae Takaichi* ha sancito l'avvio di un nuovo ciclo di politica fiscale espansiva, in concomitanza con il processo di normalizzazione della politica monetaria della **Bank of Japan (BOJ)**, che a dicembre ha proceduto a un rialzo dei tassi di interesse, portandoli allo 0.75%.

Deficit fiscale annuo della Cina ai massimi storici

% PIL annuo; 2010-2025



Fonte: Bloomberg, ANZ Bank



MACROECONOMIA

Focus: contesto geopolitico e Svizzera

Contesto geopolitico

Nel trimestre finale del 2025, l'attenzione mediatica si è progressivamente spostata dalle dinamiche di politica commerciale tra le potenze globali, verso temi legati alla **sicurezza nazionale** e alla gestione dei **conflitti internazionali**.

I dazi hanno progressivamente perso centralità nell'agenda del presidente **Trump**: il quarto trimestre è stato infatti caratterizzato dall'implementazione di accordi già avviati con numerosi partner internazionali, accompagnata da una generale distensione delle tensioni tariffarie. Nonostante le molteplici frizioni con la Cina — tra le restrizioni di Pechino all'export di terre rare e le misure di ritorsione adottate da Washington — l'incontro tra Donald Trump e **Xi Jinping** tenutosi a novembre ha permesso di finalizzare una nuova tregua commerciale, migliorando il tono della retorica bilaterale, pur mantenendo elevata la competizione strategica tra le due potenze. Nel complesso, i mercati hanno percepito una progressiva distensione del quadro commerciale, con livelli di dazi inferiori rispetto alle minacce iniziali e un'incertezza minore, elementi che hanno favorito una regolare ripresa delle attività economiche internazionali.

Sul piano geopolitico, sono aumentati gli sforzi diplomatici da parte degli Stati Uniti e dell'Europa per porre fine al conflitto tra **Russia e Ucraina**. I negoziati si sono intensificati e sono emersi segnali di avvicinamento a un possibile accordo, pur restando aperte questioni rilevanti, in particolare sul controllo territoriale e sulle garanzie di sicurezza. Parallelamente, il cessate il fuoco raggiunto tra **Israele e Gaza** a ottobre si è rivelato fragile, con il rischio di una nuova escalation regionale che continua a rappresentare una fonte significativa di incertezza per lo scenario globale.

Nel frattempo, si è assistito a un forte rafforzamento dei piani di spesa fiscale nell'ambito della difesa, sia in Europa che in Asia. In **Germania** è stato approvato un ampio pacchetto di investimenti da 500 miliardi di euro di cui almeno 108 miliardi destinati alla spesa militare, portandola su livelli ai massimi dalla Guerra Fredda, con l'obiettivo di raggiungere il 3.5% del PIL in spesa militare entro i prossimi 5 anni. In **Giappone** è stato annunciato un incremento strutturale del budget per la difesa, segnando una svolta nel proprio approccio alla sicurezza nazionale, in risposta alle crescenti tensioni geopolitiche regionali, in particolare con la Cina.

Svizzera

L'economia svizzera continua a mostrare segnali di debolezza. La **crescita** del PIL ha segnato un andamento negativo nel terzo trimestre con una contrazione di -0.5%, penalizzata dalla forza del franco svizzero e dalle distorsioni generate dalle politiche commerciali con gli Stati Uniti, in particolare in settori chiave come quello farmaceutico.

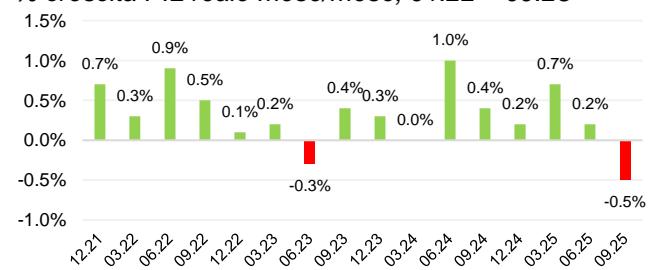
Gli indici PMI mostrano lievi segnali di ripresa, ma rimangono in territorio di contrazione per il terzo anno consecutivo. Le prospettive di rilancio dell'economia svizzera nel 2026 dipenderanno da una ripresa della manifattura tedesca, tra i principali partner commerciali, e dall'integrazione del nuovo accordo sui dazi firmato a novembre con gli Stati Uniti, che prevede un'aliquota massima del 15% su gran parte dei settori.

Durante il trimestre, la **Banca Nazionale Svizzera (BNS)** ha preferito mantenere invariata la propria politica monetaria, lasciando i tassi d'interesse allo 0% ed escludendo temporaneamente il ritorno a tassi negativi. Tuttavia, gli accordi raggiunti con gli Stati Uniti hanno deliberato l'uso di interventi sul mercato dei cambi da parte della banca centrale per gestire la forza del franco svizzero.

Infine, il dibattito tra **UBS** e il **Consiglio Federale** svizzero ha suscitato un'ampia attenzione mediatica. In particolare, la richiesta di una piena capitalizzazione delle sussidiarie estere — attualmente capitalizzate al 60% — al fine di rafforzare il capitale della capogruppo svizzera non è stata accolta favorevolmente dal management, che ha paventato l'ipotesi di uno spostamento della sede legale all'estero. Attualmente le parti stanno lavorando ad un'intesa, che nei primi mesi dell'anno nuovo sarà ratificata.

Contrazione del PIL più marcata degli ultimi 3 anni

% crescita PIL reale mese/mese; 01.22 – 09.25



Fonte: Bloomberg

FINANZA

Mercato azionario

Indici	Prezzo	Performance trimestre	Performance YTD
MSCI World	4'430.38	2.87%	19.13%
SMI	13'267.48	9.56%	14.37%
EuroStoxx 50	5'791.41	4.73%	18.94%
FTSE MIB	44'944.54	5.19%	31.47%
DAX	24'490.41	2.55%	23.01%
S&P 500	6'845.50	2.35%	15.89%
NASDAQ 100	25'249.85	2.31%	19.12%
Nikkei 225	50'339.48	12.03%	26.18%
Hang Seng	25'630.54	-4.56%	27.89%

Fonte: Bloomberg

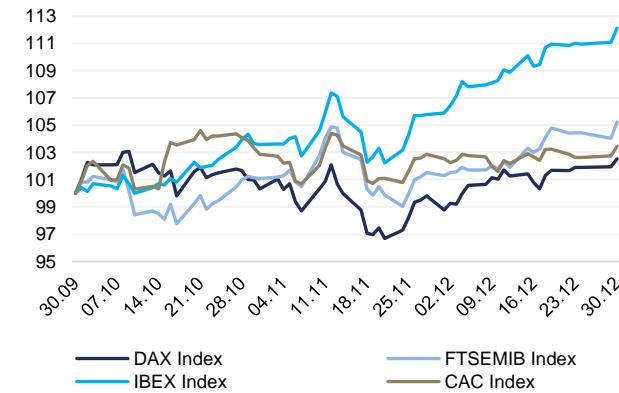
Il quarto trimestre del 2025 è stato caratterizzato da una marcata **rotazione** settoriale e geografica. Dopo una prolungata fase di sovrapreformance degli Stati Uniti, si è osservato un riassestamento a favore dell'Europa, mentre gli investitori hanno adottato un approccio più prudente, privilegiando qualità, solidità dei bilanci e settori difensivi, pur in un contesto di crescita degli utili ancora robusta.

Sul piano geopolitico, il trimestre è stato influenzato dal riemergere delle **tensioni** tra Stati Uniti e Cina. Nonostante un precedente accordo commerciale, Washington ha inserito alcune società cinesi nella *blacklist* per l'esportazione di tecnologie avanzate, provocando una risposta di Pechino tramite le esportazioni di terre rare, in particolare per applicazioni legate alla difesa. Le minacce di un inasprimento dei dazi hanno alimentato la volatilità, riflettendosi su indicatori come il VIX, rimasto su livelli più elevati rispetto ai mesi precedenti, raggiungendo picchi superiori a 26.

Negli **Stati Uniti**, la crescita degli utili per azione si è attestata intorno all'11%, uno dei livelli più elevati degli ultimi anni e nettamente superiore alle attese, con miglioramento dei margini, nonostante i timori legati ai dazi. Il settore tecnologico ha continuato a rappresentare il principale motore della crescita degli utili, sebbene siano emerse crescenti preoccupazioni sulla sostenibilità degli investimenti legati all'intelligenza artificiale (IA), in particolare sul fabbisogno di capitale e sull'indebitamento di alcuni attori chiave dell'ecosistema. Il mercato ha iniziato a mostrare una maggiore dispersione, premiando le big tech con modelli di business più solidi e penalizzando le società più speculative, come ad esempio Oracle e quelle prive di ricavi, sebbene esposte al tema dell'IA, in particolare nei segmenti nucleare e data center.

Performance dei principali indici europei

Ribasato a 100: 10.25 – 12.25



Fonte: Bloomberg

Il trimestre è stato inoltre segnato dai tagli dei tassi da parte della Federal Reserve (**FED**), che li ha portati nell'intervallo 3.50-3.75%. La banca centrale ha tuttavia, continuato a sottolineare la dipendenza dalle condizioni macroeconomiche, anche alla luce delle distorsioni nei dati causate dallo *shutdown* governativo. La debolezza del dollaro ha sostenuto i prezzi delle materie prime e dei metalli preziosi, spingendo al rialzo gli indici legati al settore estrattivo minerario. I **mercati azionari europei** hanno registrato performance positive ma differenziate, con i listini periferici che hanno sovraperformato rispetto ai mercati "core". Spagna e Italia hanno chiuso rispettivamente a +12.15% e +5.19%, sostenute dai settori bancario, utility ed energia; Francia (+3.45%) e Germania (+2.55%) hanno invece evidenziato risultati più moderati, penalizzate dalla debolezza del comparto manifatturiero e dei beni ciclici, ancora sotto pressione per la debole domanda interna.

In **Cina**, il PIL si è attestato intorno al +4.8% su base annua, al di sotto dell'obiettivo del governo del +5%, riflettendo la persistenza delle tensioni commerciali con gli USA e una domanda interna ancora debole. Anche il mercato azionario ha mostrato segnali di consolidamento dopo i forti guadagni dell'anno, con gli investitori istituzionali cauti, ma sostenuti dalle politiche monetarie accomodanti e dal recupero dei settori tecnologico e AI.

Positiva anche la performance del **Giappone**, sostenuta da tassi reali profondamente negativi e da una politica monetaria della Bank of Japan percepita come graduale e accomodante, fattori che hanno favorito il mercato azionario locale.

FINANZA

Mercato obbligazionario

<i>Rendimenti governativi (in % p.a.)</i>	2 anni	5 anni	10 anni
Svizzera	-0.09	0.08	0.28
Italia	2.19	2.85	3.55
Germania	2.12	2.45	2.85
Stati Uniti	3.47	3.73	4.17

Fonte: Bloomberg

L'ultimo trimestre dell'anno sui mercati obbligazionari è stato caratterizzato da una fase di consolidamento, con le aspettative sulle future traiettorie dei tassi riviste al rialzo in molti paesi. L'indice Bloomberg Global Aggregate in euro ha chiuso il trimestre sostanzialmente invariato, a +0.25%, portando la performance complessiva del 2025 a +2.7%.

Come già evidenziato in precedenza, negli **Stati Uniti** il contesto macroeconomico è stato influenzato dal prolungato *shutdown* governativo, che ha limitato la disponibilità di dati e reso più complessa la lettura delle decisioni di politica monetaria. In questo quadro, la FED ha proseguito il ciclo di riduzione dei tassi, con due tagli da 25 punti base, in risposta a un mercato del lavoro in indebolimento.

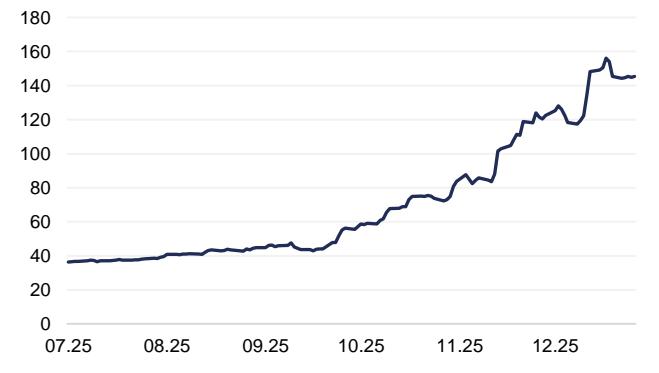
Tali interventi non hanno tuttavia avuto effetto sulle scadenze più lunghe della curva, dove permangono timori legati a un atteggiamento fiscale e monetario eccessivamente espansivo, potenzialmente in grado di riaccendere il rischio inflattivo. Il rendimento decennale USA continua a muoversi tra 4 – 4.20%, nonostante la volontà dell'amministrazione USA di favorirne una discesa per stimolare consumi e il mercato immobiliare. L'annuncio del nuovo presidente della FED è stato rinviato a inizio 2026, con Trump intenzionato a esercitare una forte pressione al fine di avere tassi molto più bassi nel corso dell'anno.

In **Europa**, la BCE ha escluso nuovi tagli dei tassi, finché il contesto macroeconomico si manterrà immutato. Le stime di crescita e inflazione sono state riviste al rialzo, anche alla luce di un impatto dei dazi statunitensi inferiore alle attese, ritenendo l'attuale tasso di riferimento del 2% coerente con una posizione di equilibrio.

Lo stimolo fiscale annunciato dalla Germania avrà un impatto significativo nel 2026, e potrebbe compensare le manovre di consolidamento fiscale avviate in altri paesi, come Francia e Italia. Lo spread francese si è stabilizzato su livelli simili a quello italiano, grazie ad

Costo dei CDS a 5 anni di Oracle

In punti base, USD; 07.25 – 12.25



Fonte: Bloomberg

alcuni compromessi raggiunti a livello governativo che permetteranno di mantenere il deficit sotto controllo, seppur su livelli piuttosto elevati.

La **BNS** mantiene i tassi a zero. Finché il differenziale rispetto ai tassi dell'area euro resterà ampio, il ricorso a tassi negativi appare poco probabile; tale opzione rimane tuttavia sul tavolo in caso di eccessiva forza del franco o di dinamiche dei prezzi tendenti alla deflazione.

La **BOJ** si trova in una posizione complessa: pur avendo rialzato i tassi a 0.75%, il forte ritardo nel combattere l'inflazione ha condotto a una cronica debolezza dello yen e a curve obbligazionarie molto inclinate. Il rendimento del titolo di Stato decennale ha superato il 2%, un livello che non si osservava da diversi decenni nel Paese.

Il **mercato del credito** resta solido, con l'indice *Markit iTraxx Crossover* – che misura gli spread non-investment grade europei – sotto ai 250 punti base, segnalando aspettative di default contenute. Permangono tuttavia aree di attenzione, in particolare nel segmento del private credit statunitense, mercato di elevate dimensioni e limitata trasparenza.

Inoltre, stanno emergendo preoccupazioni nel **settore tecnologico**, in particolare per società che stanno ricorrendo a livelli di indebitamento elevato per finanziare la costruzione di data center, come mostrato dai costi di finanziamento di Oracle. Tali timori rimangono circoscritti e non hanno provocato allargamenti generalizzati degli spread di credito, che rimangono contenuti, sostenuti da prospettive di crescita del PIL robuste e politiche fiscali espansive.

FINANZA

Mercato valutario e materie prime

Valute	Prezzo	Performance trimestre	Performance anno
EUR/CHF	0.9307	-0.40%	-1.04%
USD/CHF	0.7926	-0.48%	-12.29%
EUR/USD	1.1746	0.10%	12.87%
GBP/USD	1.3475	0.22%	7.37%
USD/JPY	156.71	5.96%	-0.08%

Fonte: Bloomberg

Materie Prime	Prezzo	Performance trimestre	Performance anno
Commodity Index	109.69	4.84%	10.95%
Petrolio WTI	57.42	-7.94%	-19.12%
Petrolio Brent	60.85	-9.21%	-18.20%
Oro	4'319.37	11.93%	65.72%
Argento	71.66	53.63%	147.53%

Fonte: Bloomberg

Valute

L'ultimo trimestre del 2025 si è chiuso in linea con il precedente, mostrando una maggiore stabilità sui mercati valutari.

La volatilità si è mantenuta su livelli contenuti, ai minimi degli ultimi 10 anni nel contesto **G10**, favorita in particolare dall'andamento del dollaro statunitense. La valuta americana è rimasta confinata nell'intervallo di trading compreso tra 1.15 e 1.18 contro l'euro, condizionato dal restringimento dello spread di tasso tra le due valute, a seguito dei tagli della FED.

Il franco svizzero si è confermato estremamente forte rispetto alle principali valute globali, consolidando il suo ruolo di valuta rifugio per antonomasia, sostenuto da un sentimento piuttosto prudente sui mercati valutari e dagli sviluppi geopolitici globali.

Lo yen giapponese ha registrato performance più contrastanti, risultando generalmente debole rispetto alle altre valute G10, nonostante la Bank of Japan sia l'unica banca centrale del gruppo ad avere avviato un ciclo di rialzo dei tassi di recente.

Anche la sterlina britannica, pur in presenza di alcune incertezze legate al contesto economico interno, si è mantenuta relativamente stabile contro il dollaro.

Infine, il mercato delle criptovalute ha chiuso il 2025 con delle forti correzioni al ribasso, parzialmente dovuto da prese di profitto su Bitcoin e da un contesto generalmente più debole per le società di tesoreria legate alle criptovalute, con pressioni di vendita maggiormente focalizzate nell'ultima parte dell'anno. Bitcoin ha terminato l'anno intorno a -6%, mentre le altre criptovalute principali hanno registrato cali più marcati, compresi tra il -11% di *Ripple* e il -35% di *Solana*.

Materie prime

L'indice delle principali materie prime ha registrato un rinnovato rialzo nel trimestre finale del 2025.

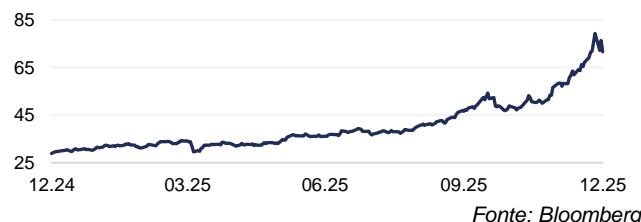
L'ultima parte dell'anno ha confermato la tendenza dei trimestri precedenti, con i metalli preziosi che si attestano come i principali vincitori in termini di performance. **Oro**, **argento** e **platino** hanno aggiornato i rispettivi massimi storici, sostenuti dalle aspettative di tagli dei tassi di interesse da parte delle principali banche centrali, dalla forte domanda proveniente da **ETF** e **banche centrali** (in particolare per l'oro), oltre che al rafforzamento del ruolo di bene rifugio con l'esacerbarsi delle tensioni geopolitiche.

Platino e **palladio** hanno beneficiato di un'accresciuta domanda industriale e delle dinamiche di prezzo favorevoli. Il prezzo dell'argento, oltre a una rilevante componente industriale – in particolare nei settori del fotovoltaico e dell'elettronica – ha tratto beneficio da un deficit strutturale dell'offerta: mercati con scorte contenute e una produzione globale insufficiente a soddisfare la domanda hanno contribuito a generare pressioni al rialzo sui prezzi. Dinamiche simili si sono osservate anche nelle quotazioni del **rame**, che ha chiuso l'anno sui massimi storici.

Diverso, invece, l'andamento dei **futures** sull'energia. I prezzi del petrolio **WTI** e **Brent** hanno registrato un calo, riflettendo una domanda ancora debole a fronte di un'offerta elevata, sostenuta sia dai Paesi membri dell'OPEC sia dagli Stati Uniti.

Andamento del prezzo dell'argento

USD/uncia: 01.25 – 12.25





Lo sapevi che...

66

...la nuova serie Ironwood potrebbe ridisegnare gli equilibri nel mondo dell'AI...

"

La rivelazione di **Ironwood**, la nuova Tensor Processing Unit (TPU) sviluppata da Google, introduce sul mercato un nuovo chip ad alte prestazioni che potrebbe modificare gli equilibri di mercato dei semiconduttori per l'intelligenza artificiale.

Quali sono le principali differenze tra GPU e TPU e come influenzano lo sviluppo dell'AI?

Le Graphics Processing Unit (GPU) e le Tensor Processing Unit (TPU) possono essere immaginate come due tipi di motori diversi per alimentare i sistemi di intelligenza artificiale.

Le GPU, nate per animare grafica e videogiochi, rappresentano un motore flessibile. Sono composte da molte unità di calcolo che lavorano in parallelo, permettendo di svolgere un'ampia varietà di compiti: dall'addestramento di modelli AI alla simulazione scientifica, fino alla creazione di immagini. L'esempio più emblematico sono le GPU di Nvidia, diventate uno standard grazie al cosiddetto sistema Compute Unified Device Architecture (CUDA), che consente di affittare la potenza di calcolo in diversi data center tramite il cloud, adattandosi a software e applicazioni differenti. La stessa infrastruttura può così essere impiegata per usi e software differenti, offrendo un elevato grado di versatilità.

Le TPU, invece, sono motori ad elevate prestazioni progettati per uno scopo specifico. Sviluppate da Google, sono ottimizzate per eseguire in modo estremamente efficiente operazioni su matrici e tensori, il cuore matematico del deep learning, in particolare nella fase di inferenza su larga scala. Per utilizzarle è necessario operare all'interno dell'ecosistema **Google Cloud**, dove vengono offerte come servizio gestito. Questo approccio garantisce una maggiore efficienza energetica, ma minore flessibilità a differenti sistemi ed esigenze rispetto a CUDA.

Quali potrebbero essere le implicazioni dell'arrivo delle TPU per il mercato dell'AI?

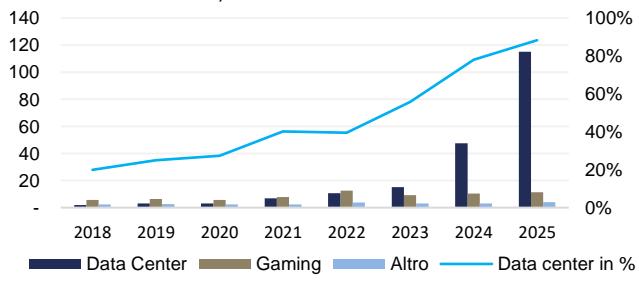
Le TPU di Google, introdotte oltre un decennio fa per accelerare il motore di ricerca, sono oggi utilizzate per l'addestramento e l'operatività del modello Gemini 3.0. La nuova serie Ironwood, tuttavia, potrebbe ridisegnare gli equilibri nel mondo dell'AI. Questi chip altamente specializzati offrono prestazioni elevate su calcoli tipici del deep learning, migliorando l'efficienza e accelerando l'addestramento di modelli complessi, specie nei data center focalizzati sull'inferenza.

Dal punto di vista competitivo, l'innovazione di Google potrebbe innescare una nuova competizione tra fornitori di acceleratori hardware. Nvidia, l'attuale leader nel mercato delle GPU per data center – che rappresenta oggi l'88% del suo fatturato – potrebbe subire una maggiore pressione per mantenere il proprio vantaggio tecnologico. Tuttavia, il suo ecosistema ampio e la flessibilità delle GPU continuano a rappresentare punti di forza chiave.

Più che un'immediata perdita di leadership da parte di Nvidia, il mercato potrebbe entrare in una fase di maggiore competizione infrastrutturale, in cui attori come **Meta**, **Anthropic** e altri valuteranno con maggiore parsimonia il bilanciamento tra efficienza, integrazione e specializzazione nella valutazione dei propri piani di spesa legati all'AI.

Fatturato annuo di Nvidia, per area di business

In miliardi di USD, 2018-2025



Fonte: Bloomberg

KEY TAKEAWAYS

1 – AUMENTO DI PERFORMANCE¹ DI IRONWOOD RISPETTO ALLA PRIMA TPU

30x

2 – VENDITE NELL'AREA DATA CENTER DI NVIDIA PER L'ANNO CONTABILE 2025²

\$115.2 mld

3 – SPESA GLOBALE DI CAPITALE IN AI STIMATA PER IL 2026²

\$630 mld

Expert Talk

Umberto Grimi

«A quali cambiamenti può portare la revisione della normativa europea su divieto di vendita di auto a combustione interna dal 2035?»

Intervista ad **Umberto Grimi**, gestore del fondo Smart Equity:

Quali sono state le decisioni della Commissione Europea sul settore automobilistico?

Il settore automobilistico europeo proviene da un biennio di performance fortemente negative, in netto contrasto sia con l'andamento degli indici azionari europei che con le performance dei produttori statunitensi. Oltre alle differenti dinamiche dei consumi e allo scenario competitivo, un fattore determinante è rappresentato dall'incertezza normativa, che ha spinto le case automobilistiche europee a investire in modo significativo nella mobilità elettrica, con la prospettiva di un divieto totale alla produzione di motori endotermici a partire dal 2035.

A dicembre, la **Commissione Europea** è tornata a esprimersi sul tema, rivedendo la normativa finalizzata nel 2022 e introducendo un allentamento dei requisiti regolamentari. In particolare:

- *Riduzione delle emissioni*: l'obiettivo è stato fissato al 90%, rispetto al precedente target del 100%;
- *Produzione di veicoli a combustione interna (benzina o diesel)*: è consentita in misura limitata, con compensazione delle emissioni attraverso i benefici derivanti dall'utilizzo di acciaio a basso carbonio o di e-fuels e biofuels;
- *Veicoli ibridi*: la Commissione Europea ha espresso apertura verso una possibile rimozione del divieto di produzione entro il 2040, attualmente previsto dalla normativa vigente.

Quali implicazioni potrebbero avere queste decisioni sul settore?

Il cambiamento normativo, maggiormente orientato alla neutralità dei consumi piuttosto che sulla tipologia di propulsione, potrebbe alleviare la pressione normativa sui produttori europei e consentire una maggiore monetizzazione delle piattaforme a combustione interna, che rimarrebbero redditizie almeno per un'ulteriore generazione di modelli. Al contempo, ciò favorirebbe una transizione verso l'elettrificazione più graduale e maggiormente allineata alla domanda.

Tuttavia, nonostante l'aggiornamento della normativa europea, riteniamo improbabile un cambiamento sostanziale delle case automobilistiche nelle proprie strategie di propulsione o nei piani di spesa in conto capitale, alla luce del permanere di obiettivi di riduzione delle emissioni di lungo periodo. In questo contesto, il beneficio appare più rilevante per le società di leasing e di credito al consumo, maggiormente esposte al rischio di valore residuo dei veicoli a benzina e diesel.

Di conseguenza, non riteniamo che tali decisioni rappresentino un *game-changer* per il settore, ma piuttosto un intervento di supporto limitato, coerente con l'approccio tipico delle politiche europee.

Il potenziale beneficio potrebbe risultare più significativo qualora il provvedimento incentivasse le case d'auto a collaborare nello sviluppo congiunto di gruppi propulsori a combustione di nuova generazione, al fine di ridurre i costi e massimizzare i rendimenti degli investimenti.

“*[...] nonostante l'aggiornamento della normativa europea, riteniamo improbabile un cambiamento sostanziale delle case automobilistiche nelle proprie strategie di propulsione ...*”



UMBERTO GRIMI
Gestore Smart Equity

DISCLAIMER

Il presente documento è a carattere informativo e contiene informazioni generali sia macroeconomiche che riguardanti societarie. Il documento non è da intendersi come un'offerta né una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere qualsiasi valuta o prodotto/strumento finanziario, effettuare investimenti o partecipare a qualsiasi strategia di trading in qualsiasi giurisdizione in cui tale offerta o sollecitazione non sarebbe autorizzata, o a qualsiasi persona a cui sarebbe illegale fare tale offerta. Il presente documento ha il solo scopo di fornire un'ampia panoramica del mercato, pertanto non sostituisce alcun altro documento legale relativo a uno specifico strumento finanziario, che può essere richiesto alla Banca del Sempione SA (di seguito la "Banca").

In questo documento la Banca non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'idoneità o all'adeguatezza per qualsiasi cliente e non tiene conto delle circostanze, degli obiettivi o delle esigenze dei singoli clienti. Pertanto, i clienti che desiderano ottenere maggiori informazioni su eventuali strumenti finanziari specifici possono richiederle direttamente alla Banca e/o al consulente personale.

Il contenuto generale di questo documento si basa su informazioni oggettive e dati raccolti da fonti affidabili. Tuttavia, la Banca non può garantire che le informazioni raccolte in buona fede siano complete, nella misura in cui le circostanze possano cambiare e influenzare le notizie e i dati illustrati al momento della pubblicazione. Pertanto, informazioni quali le performance passate degli strumenti finanziari sono soggette a modifiche in qualsiasi momento e senza preavviso. Le performance passate non sono indicative dei risultati attuali o futuri, che sono imprevedibili per definizione. Inoltre, la Banca non rilascia alcuna dichiarazione, non fornisce alcuna garanzia e non fornisce alcun impegno, esplicito o implicito, in merito alle informazioni, proiezioni contenute nel presente documento, né accetta alcuna responsabilità per eventuali errori, omissioni o inesattezze nel documento.

Infine, questo documento è riservato ed è destinato ad essere utilizzato solo dalla persona a cui è stato consegnato. Il presente documento non può essere riprodotto, né in tutto né in parte. La Banca vieta la ridistribuzione di questo documento, senza la sua autorizzazione scritta e non si assume alcuna responsabilità per le azioni di terzi al riguardo. Questo documento non è destinato alla distribuzione in giurisdizioni in cui la sua distribuzione da parte della Banca sarebbe limitata.

Questo documento non è stato esaminato da alcuna autorità di regolamentazione. La Banca è autorizzata e regolamentata in Svizzera dall'Autorità Federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA).



BANCA DEL SEMPIOLE
PRIVATE BANK
SINCE 1960

Sede centrale di Lugano

Via P. Peri 5
CH-6900 Lugano
Tel. +41 (0)91 910 71 11
Fax +41 (0)91 910 71 60
info@bancasempione.ch
www.bancasempione.ch

Succursale di Chiasso

Piazza Boffalora 4
CH-6830 Chiasso
Tel. +41 (0)91 910 71 11
Fax +41 (0)91 910 73 61
chiasso@bancasempione.ch

Succursale di Bellinzona

Viale Stazione 8a
CH-6500 Bellinzona
Tel. +41 (0)91 910 71 11
Fax +41 (0)91 910 73 60
bellinzona@bancasempione.ch

Succursale di Locarno

Via della Stazione 9
CH-6600 Locarno-Muralto
Tel. +41 (0)91 910 71 11
Fax +41 (0)91 910 73 62
locarno@bancasempione.ch

Ufficio di rappresentanza di Zurigo

Bahnhofstrasse 65
CH-8001 Zurigo
Tel. +41 (0)91 910 71 11
zuerich@bancasempione.ch

