

WEEKLY UPDATE

10 febbraio 2025



PERCHÉ L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE CINESE COMINCIA A PREOCCUPARE GLI USA

Quando lunedì 27 gennaio l'apparato mediatico (giornali e tv) ha cominciato a martellare incessantemente il nome di DeepSeek, società cinese attiva nel settore dell'intelligenza artificiale (AI), i non addetti ai lavori si sono subito premurati per capire chi fosse mai Liang Wenfeng, il geniale ingegnere del Guandong fondatore di una delle start up più avanzate nel campo dell'AI in Cina; di sicuro, almeno all'interno dei confini della Terra del Dragone, non è un "Carneade" qualsiasi, considerando che è stato anche un portavoce della strategia tecnologica cinese, discutendo con leader del governo, incluso il premier Li Qiang, sulle opportunità per colmare il divario tecnologico con gli Stati Uniti: e non c'è alcun dubbio che il contributo di DeepSeek alla corsa alla supremazia nell'intelligenza artificiale sia tangibile e di grande spessore.

Anche perché il messaggio lanciato da Liang Wenfeng, ormai acclamato eroe in patria, è di ben più ampio respiro e sintetizzabile nel seguente messaggio: *"la Cina non si limita ad applicare, ma sa anche innovare"*; il che, inutile dirlo, preoccupa non poco l'amministrazione Trump, anche perché, in realtà, in ordine cronologico già in precedenza il "caso Qwen 2.5" di Alibaba aveva agitato non poco le certezze della Casa Bianca sul tema della leadership nel campo dell'AI su scala globale.

Per farla breve, già nell'ultimo trimestre del 2024 proprio il modello Qwen 2.5 era salito alla ribalta delle cronache in quanto scaricato da 94 milioni di utenti in soli tre mesi: il che aveva suscitato non poco

Documento a cura
di **Fabrizio Pozzi** -
Analista senior,
team Gestione
prodotti azionari e
obbligazionari



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

scalpore poiché, come ampiamente noto, il mondo dell'AI è sempre stato percepito come una sorta di monopolio a stelle e strisce, soprattutto dopo il blocco deciso da Washington ai danni di Pechino sui chip di Nvidia (che a tutt'oggi sono considerati i più avanzati per gli apprendimenti degli algoritmi di AI generativa).

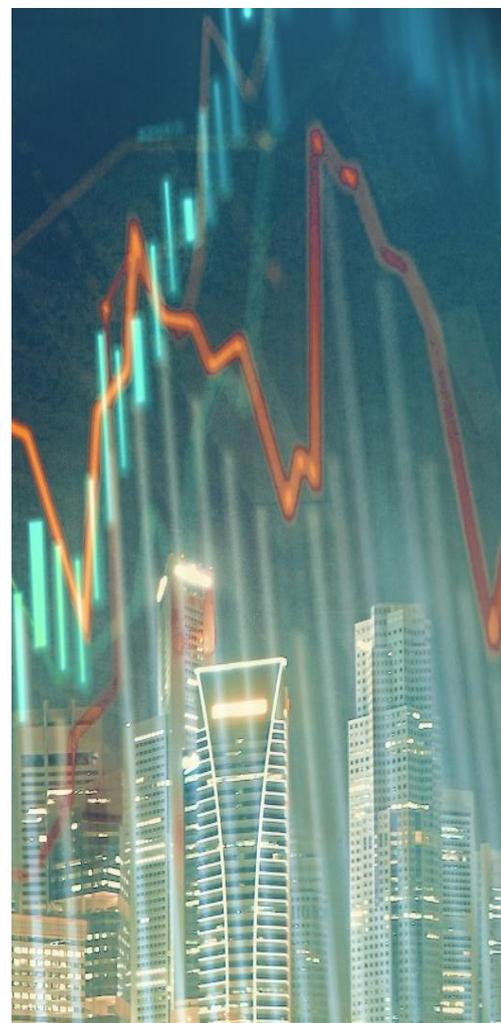
Poi, lunedì 27 gennaio si è perfezionato quello che Marc Andreessen, uno dei massimi esperti della Silicon Valley, ha definito lo "*Sputnik moment*" (ovvero quel momento in cui è necessario prendere atto della propria arretratezza in merito a qualcosa) e la rivelazione del nuovo modello R1 da parte di DeepSeek, società fino a pochi giorni prima del tutto sconosciuta ai più, ha avuto l'impatto di un fulmine a ciel sereno sui mercati e sui titoli tecnologici, alimentando più di un dubbio circa la indiscussa supremazia americana: in effetti, il semplice messaggio che è stato trasmesso a livello planetario è che, tutto sommato, non sia necessario investire miliardi di dollari in sofisticati microchip se poi risultati analoghi (o superiori) sono raggiungibili con costi e impegni finanziari decisamente inferiori rispetto ai numeri resi noti da OpenAI, riconosciuto (almeno finora) leader di mercato.

Non solo, ma DeepSeek è stata presentata come autenticamente open-source (dunque il codice sorgente può essere scaricato e utilizzato commercialmente senza restrizioni), laddove invece OpenAI, nata nel 2015 con i medesimi propositi, "*oggi è la più chiusa in ogni modo possibile*" (R. Cohen).

Nello specifico, il modello R1 è un cosiddetto "*reasoning model*", dove appunto l'AI si riserva di "ragionare" e ripensare le risposte (secondo i maligni a tutto scapito di maggiori consumi elettrici), svolgendo una sorta di *auto-fact checking*: ne derivano, va da sé, risposte più accurate ma anche più lente.

Ciò premesso, il valore aggiunto deriva dal fatto, come riportato da TechCrunch, che il modello R1 è in grado di battere il modello 01 di OpenAI in diversi benchmark; in termini comparativi, DeepSeek V3 è un LLM (modello linguistico di grandi dimensioni) da 67 miliardi di parametri, dunque non un gigante, se si pensa che GPT-4 di OpenAI dovrebbe aver superato i 100 triloni di parametri: senonché, per realizzarlo, la spesa è quantificabile in poco meno di 6 milioni di dollari, ossia un decimo di quanto sarebbe costato GPT-4.

Inoltre, altro aspetto non secondario, è stato addestrato in soli due mesi e con risorse di calcolo palesemente inferiori rispetto a quelle utilizzate da Meta e OpenAI, per poi dimostrare una superiorità sui benchmark AIME, *MATH* e *SWE-bench verified*; e se non bastasse, DeepSeek ha anche introdotto versioni "distillate" di R1 (da 1.5 miliardi a 70 miliardi di parametri), tali cioè da poter essere comodamente installate su un computer portatile, mentre il modello completo di R1 è scaricabile attraverso l'API di DeepSeek ad un costo pari al 95% in meno rispetto a quello di 01 di OpenAI.



Insomma, ciò che appare sempre più chiaro, agli addetti ai lavori e non, è che ora più che mai il fattore-costo ha assunto il ruolo di variabile critica cruciale e imprescindibile.

Un'ulteriore dimostrazione? Secondo gli analisti, la più recente release di OpenAI, la versione 03, non ha solo potenzialità mostruose nel campo dell'intelligenza artificiale generativa, ma verosimilmente potrebbe ridisegnare l'economia di tutta l'industria del software in ragione del fatto che il *free access* (libero accesso) sarà sempre meno fruibile da consumatori e imprese.

Per il semplice motivo che se qualche tempo fa i costi di costruzione di modelli LLM e di successiva implementazione potevano ritenersi contenuti e comunque tali da poter elargire servizi gratuiti, gli attuali impegni finanziari sono di tale dimensione e portata che una buona parte di oneri dovrà essere necessariamente recuperata sul consumatore finale: nel caso di OpenAI 3, ad esempio, qualcuno stima che Sam Altman (deus ex machina di OpenAI) potrebbe addirittura arrivare ad imporre un esborso di 2000 dollari al mese per usufruire di tutte le potenzialità della piattaforma.

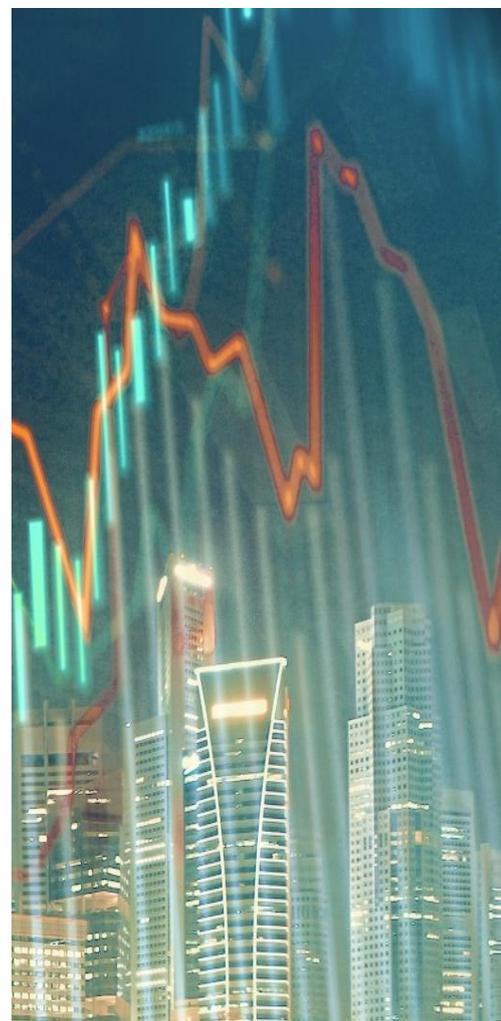
Se così fosse, ovviamente, è facilmente intuibile perché le dichiarazioni di fine gennaio della start up cinese abbiano creato una sorta di maremoto all'interno del "cerchio magico" della Silicon Valley: perché la Cina comincia seriamente a preoccupare non solo per le indubie capacità creative, ma anche per le innate e indiscusse abilità commerciali nel sapersi relazionare a partner utili per favorire la crescita.

È il caso, ad esempio, della partnership sull'AI tra Cina e Arabia Saudita.

Il partenariato, già siglato nel 2022, svilupperà un quadro di cooperazione che coprirà vari settori, dal digitale alle tecnologie dell'informazione, con (ovviamente) riferimento anche all'AI e alla robotica; anzi, lo sviluppo dell'AI è una caratteristica centrale del quadro "Arabia Saudita 2030" e, in particolare, merita menzione la joint venture tra la King Abdullah University of Science and Technology (KAUST) e due università cinesi per un progetto relativo ad un modello linguistico (LLM) chiamato AceGPT e basato su LLama 2 di Meta.

Per la Cina, ovviamente, la partnership non è solo cultural-scientifica ma significa anche poter attingere a nuove fonti di capitali al fine di rendere più paritetica la competizione per la gestione di quel nuovo "oro immateriale" rappresentato dall' AI.

Ecco perché la Casa Bianca segue con molta attenzione le mosse tattico-strategiche di Pechino nell'Hi-Tech e il progetto Stargate (da 500 miliardi) annunciato da Trump ha l'ambizione di creare un gap cognitivo (sull'AI) sempre più marcato con gli eterni rivali del Celeste Impero.



Nel mentre, non tutti sono convinti sui numeri rilasciati da DeepSeek e, a tale proposito, anche il Ceo di Scale AI (A. Wang) in un'intervista alla CNBC non ha nascosto il proprio scetticismo sottolineando che, a suo parere, DeepSeek farebbe *“uso di circa 50.000 chip Nvidia H100, cosa che la società non dichiara perché sarebbe in violazione dei limiti all'export di microchip verso società cinesi decisi da Washington”*; sulla stessa falsariga, peraltro, anche una primaria casa di investimento avrebbe stigmatizzato le dichiarazioni dei vertici della startup, sostenendo che *“i costi complessivi di addestramento del modello V3 di DeepSeek non sono chiari ma dovrebbero essere molto più alti di quanto dichiarato dalla società”*.

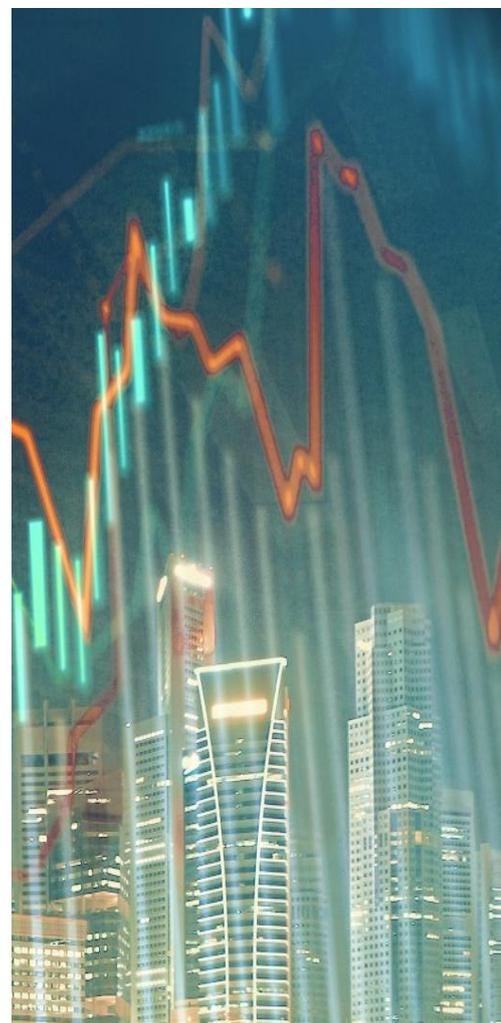
Al dibattito, poi, non si è certo sottratto Trump lamentando che *“la distribuzione di DeepSeek dovrebbe essere un segnale d'allarme per le nostre industrie e dobbiamo focalizzarci al massimo sulla competizione per vincere”*: perché è sempre più chiaro come l'AI sia la tecnologia al centro dello scacchiere geopolitico internazionale ed è altrettanto evidente, parafrasando Giulio Cesare, che ormai *“Il dado è tratto”*, e vista la posta in gioco, la partita USA-Cina nei prossimi anni si preannuncia aspra e senza esclusione di colpi.

Con buona pace anche per le Borse per le quali, al netto di un'inevitabile volatilità, *“l'intelligenza artificiale si prepara a diventare il principale motore dei mercati finanziari”* e con un chiaro ammonimento per l'amministrazione Trump poiché, al di là delle personali ambizioni e dei proclami del tycoon, *“it would be dangerous to take America's lead for granted”* (sarebbe pericoloso dare per scontata la supremazia americana).

In effetti, a nessuno è sfuggito che, in un solo giorno, è stato messo in discussione quanto Sam Altman andava ripetendo da mesi circa l'onerosità di creare infrastrutture idonee a rendere fruibile l'AI in concreto e gli addetti ai lavori, scomodando il “paradosso di Jevons” (secondo cui i miglioramenti tecnologici che aumentano l'efficienza di una risorsa possono fare aumentare il consumo di quella risorsa, anziché diminuirlo), non hanno esitato a decretare che, in ultima istanza, l’*“uragano DeepSeek”* creerà più effetti positivi che negativi su scala globale poiché i veri vincitori saranno i consumatori finali: in pratica, piaccia o no a Trump, *“DeepSeek ha indicato una nuova strada da seguire”*.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Avvio del mese di febbraio (lunedì 3) con colorazione rossa sui mercati azionari globali, dopo che l'intero precedente week-end di fine gennaio aveva lasciato intendere come i fermi propositi di Trump di calare la scure dei dazi si sarebbero perfezionati velocemente coinvolgendo, in vario modo, tutte le varie potenze economiche su scala globale.



I toni esacerbati provenienti dalla Casa Bianca hanno cominciato a levarsi venerdì 31 gennaio, per poi evolvere in una progressiva *escalation* nel corso del fine settimana, tale da incidere subito sulle chiusure mattutine asiatiche, pur con le Borse cinesi ancora chiuse per il Capodanno Lunare.

Gli osservatori internazionali, peraltro, memori del primo mandato di Trump quando, in effetti, molti proclami pre-elettorali particolarmente aspri assunsero poi toni più concilianti, non nascondono la segreta speranza che in sede di negoziazione il *tycoon* ammorbidisca le sue posizioni, in ragione di potenziali conseguenze negative che potrebbero ritorcersi contro gli interessi stessi degli Stati Uniti: in effetti, se il neopresidente USA intende far leva, in particolare, su petrolio e oro per ripristinare una nuova epoca di ricchezza e benessere per il proprio Paese, non va affatto sottovalutato il paradosso per cui eventuali dazi a Messico e Canada potrebbero concretamente penalizzare le *corporate* americane (fermo restando che sia con Messico che con Canada Trump ha già negoziato la sospensione dei dazi per almeno un mese in cambio di un rafforzamento militare sui confini anche se, intanto, è scattata la ritorsione cinese con dazi del 15% su carbone e gas liquefatto, nonché su un ulteriore 10% sul petrolio e su alcuni modelli di auto).

Numeri alla mano, del resto, è ampiamente noto alla Casa Bianca che prudenza e diplomazia dovrebbero essere le vie maestre da seguire nelle contrattazioni, dato che Canada e Messico sono i principali fornitori di greggio delle raffinerie statunitensi, pesando rispettivamente per il 60% e il 10%; nello specifico, le raffinerie del Midwest dipendono dal petrolio canadese per circa tre quarti del loro fabbisogno di greggio, mentre le forniture messicane sono un punto di riferimento per le raffinerie sulla costa texana del Golfo del Messico.

Per non dire poi del conto salato che rischia di riversarsi sull'*automotive*. I produttori in questi anni hanno costruito un complesso sistema di fabbriche e catene di fornitura tra Messico, Stati Uniti e Canada, dove i prodotti semilavorati passano più volte la frontiera sud e nord degli USA prima di finire sul mercato; ora, è del tutto palese che eventuali dazi sui prodotti importati da Canada e Messico farebbero aumentare i costi di produzione e in definitiva i prezzi delle auto, scaricando tutti gli effetti inflazionistici sui consumatori finali.

Peraltro, a dire la sua sui possibili impatti dei dazi sull'inflazione, non si è sottratta Michelle Bowman (esponente di punta della FED e nota per il suo approccio restrittivo in politica monetaria), la quale vede "*rischi tangibili che l'inflazione possa rivelarsi più resiliente di quanto atteso, per via della crescita economica sostenuta, dell'aumento dei salari e delle tensioni geopolitiche. Proprio per questo, preferirei che gli aggiustamenti sui tassi fossero gradualisti, valutando molto attentamente i progressi che riusciamo a fare nella lotta contro l'inflazione*".



Un po' diversa l'aria che si respira nel Vecchio Continente, come ampiamente noto, dato che, senza il traino della Germania, l'economia dell'Eurozona è praticamente ferma: nell'ultimo trimestre del 2024 la crescita è stata pari a zero rispetto ai tre mesi precedenti, quando aveva fatto registrare un aumento dello 0.4%.

Ed è sempre più chiaro come il *decoupling* (disallineamento) tra BCE e FED in materia di tassi sia ormai iniziato e, verosimilmente, non potrà che estendersi ulteriormente.

La numero uno della banca centrale europea, a differenza di Powell, ha ribadito che la direzione è quella di ulteriori tagli, anche se il ritmo sarà scandito dai dati economici.

Lagarde ha inoltre precisato che la politica monetaria BCE è da ritenersi ancora restrittiva e che è del tutto prematuro parlare di "tasso neutrale", cioè quello che non comprime né stimola l'economia: peccato che, secondo alcuni economisti, la BCE potrebbe trovarsi costretta a scendere sotto il livello stesso del tasso neutrale (ovunque esso sia) allo scopo di stimolare l'economia, soprattutto in ragione del fatto che i temuti dazi potrebbero impattare negativamente sul PIL europeo complessivo.

D'altra parte, proprio secondo un recente sondaggio della BCE, le imprese manifatturiere in particolare temono l'effetto indiretto dei dazi verso la Cina, anche perché poi Pechino potrebbe invadere il mercato europeo con prodotti a basso costo.

In ogni caso, gli economisti della BCE continuano a prevedere, per il 2025, una crescita dell'1.1% dovuto ad un effetto traino da parte dei consumi, anche se il governatore della banca centrale slovacca (P. Kazimir) qualche giorno fa ha tenuto a precisare che *"la crescita economica debole continua ad essere una preoccupazione, anche se non è una sorpresa. Il ritmo della ripresa è piuttosto deludente e i tassi di interesse più bassi possono aiutare, ma da soli non sono sicuramente sufficienti"*.

In ogni caso, comunque, al di là delle riflessioni dei banchieri centrali, la comunità finanziaria internazionale resta sempre molto focalizzata sugli utili aziendali attesi e, almeno sinora, le prospettive sembrano tutt'altro che tetre; oltreoceano, con quasi il 50% delle società dell'S&P 500 che ha comunicato i risultati trimestrali, si rileva una complessiva crescita degli utili con tangibile beneficio anche per i comparti non tecnologici e anche nel contesto europeo, stando alle stime raccolte fra gli analisti da Lseg I/B/E/S, l'ultima parte del 2024 dovrebbe essersi conclusa, per le aziende che compongono l'indice Eurostoxx 600, con incremento dei profitti pari all'1.5% rispetto al quarto trimestre dell'anno precedente: non a caso, una primaria casa di investimento si è sbilanciata asserendo che *"c'è un po' troppo pessimismo, ma potrebbe essere ora di investire in Europa"*.



Nel mentre, a nessuno è sfuggito che l'oro ha aggiornato un nuovo record storico, schizzando verso i 2900 dollari l'oncia sul mercato spot, anche perché rimane sempre in grande fermento il mercato del metallo giallo da quando Donald Trump ha vinto le elezioni, con spostamenti anomali di lingotti nei magazzini del Comex: con altre 30 milioni di once (pari a oltre 850 tonnellate) attese nella prima decade di febbraio ovvero, tanto per intenderci, si parla di volumi superati una sola volta dal 1994, secondo le comunicazioni depositate al Cme Group.

Peraltro, già a fine gennaio gli operatori erano stati allertati dalle statistiche doganali pubblicate dalla Svizzera (primario centro di raffinazione dell'oro) che davano conferma circa gli imponenti volumi di oro trasferiti negli USA: flussi innescati inizialmente anche da timori di dazi sul metallo nobile, poi ulteriormente gonfiatisi con le conseguenti spinte speculative.

I numeri, comunque, sono inequivocabilmente alti e parlano chiaro; solo nello scorso dicembre la Svizzera ha esportato negli USA ben 64.2 tonnellate di oro, venti volte più che a dicembre 2023: non solo, ma l'export elvetico si è ampliato in modo abnorme anche verso la Gran Bretagna (sino a 14 tonnellate), al punto che il "traffico di oro" nella City (sede di grandi caveau che custodiscono lingotti anche per conto di molte banche centrali) si sta intasando in misura anomala e tale da richiedere 4-8 settimane di attese per ritirare oro dai caveau rispetto ai normali pochi giorni (per non dire del tasso interbancario (*lease rate*) per i prestiti di oro a 1-3 mesi, salito di recente fino al 12% da un abituale 0.5%).

In più, a chiusura del cerchio, come sottolineato da un analista, *"gli speculatori che hanno mantenuto posizioni corte a leva sull'oro stanno chiudendo queste scommesse acquistando metallo, perché sono diventate troppo costose da mantenere. Tutto si lega"*.

L'evento clou della scorsa ottava, comunque, riguardava i nuovi dati sul mercato del lavoro americano e i punti salienti emersi sono così sintetizzabili:

1. Il mercato del lavoro USA si conferma molto solido in gennaio nonostante una crescita degli addetti lievemente inferiore alle attese;
2. Una sorpresa significativa al rialzo è certamente venuta dall'andamento dei salari, risultato decisamente più forte delle attese in gennaio, anche se non è da escludere che la dinamica stessa, inaspettatamente alta, sia stata influenzata dall'effetto esogeno del maltempo e degli incendi in California;
3. La solidità del mercato del lavoro, nel complesso, è ulteriormente ravvisabile nel calo del tasso di disoccupazione, ora al 4% dal precedente 4.1%;



4. Alla luce dei dati di venerdì 7, è verosimile supporre che la FED mantenga l'atteggiamento attendista confermato nella riunione di fine gennaio.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha nel complesso evidenziato segni positivi, con l'S&P 500 sempre oltre quota 6000, l'Eurostoxx 600 con vista 550 e lo Shanghai Composite in gran recupero di quota 3300, a fronte di un Topix in lieve affanno per via del tangibile rafforzamento dello yen, ma pur sempre saldamente oltre la soglia 2700.

Universo obbligazionario tendenzialmente favorevole, con i rendimenti decennali americani scesi fino al 4.4% e i corrispettivi tedeschi quasi prossimi al 2.3% (salvo poi evolvere in parte al rialzo in entrambi i casi dopo il rilascio dei dati sul mercato del lavoro USA), a fronte di uno spread Btp-Bund sempre largamente sotto i 110 punti base.

Moneta unica in lieve recupero dopo un minimo settimanale a 1.0211, ma il livello 1.05 continua a rivelarsi ostico ai fini di un tangibile rafforzamento.

In tema di commodities, il petrolio ha tentato un affondo oltre i 75 dollari, per poi scivolare intorno a 70 in chiusura di ottava su voci di un'offerta che nel secondo semestre 2025 dovrebbe surclassare la domanda debole su scala globale, mentre hanno continuato al galoppo le quotazioni del grano, sui massimi a tre mesi, dopo che la Cina ha deciso di imporre tariffe sull'energia e sulle attrezzature agricole statunitensi.



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.