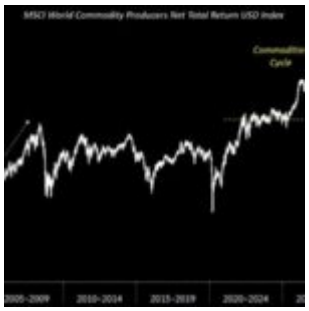
IL “SUPERCICLO” DELLE COMMODITIES



I mercati azionari non arrestano la loro crescita, nonostante anche i rendimenti attesi dai titoli a reddito fisso crescano decisamente in tutto il mondo salvo la Cina, entrambi (azioni e rendimenti obbligazionari) sostenuti da aspettative positive circa l’espansione economica globale, oltre che dalle attese di rialzo dell’inflazione. Tutta la zona Euro + Regno Unito resta tuttavia indietro per vari motivi. Anche per questo motivo il Dollaro americano resta relativamente forte, nonostante la tendenza al rialzo del prezzo delle materie prime e del petrolio. Il quadro globale resta perciò piuttosto positivo, soprattutto nel breve termine, ma dietro un’apparente calma si prepara una grande trasformazione.

L’INDICE GLOBALE DELLE AZIONI È COSTANTEMENTE AL DI SOPRA DELLA SUA

MEDIA MOBILE A 200 GIORNI

I FATTORI DI CAMBIAMENTO STRUTTURALE

La nuova configurazione geopolitica dell'economia mondiale, le nuove tecnologie basate sull'era dell'intelligenza artificiale, del quantum computing e sullo sviluppo della "space economy" sono di per sè degli importanti fattori di cambiamento per l'economia, ma soprattutto stanno modificando il precedente regime di abbondanza delle risorse, di globalizzazione industriale e commerciale alla ricerca della migliore efficienza di costo, verso uno di scarsità (soprattutto energetica), di necessità di sicurezza e capacità di resilienza.

Il mondo sta cioè vivendo in sordina una fase di grande transizione -per certi versi drammatica- con conseguenze inflazionistiche e di possibile moltiplicazione dei conflitti geopolitici, che porta in primo piano la lotta per l'accesso ai capitali privati, alle commodities, alle fonti di energia e alle competenze tecnologiche. Le possibili conseguenze future di tale transizione per i mercati finanziari non sono perciò banali.

IN COSA CONSISTE IL SUPERCICLO DELLE COMMODITIES

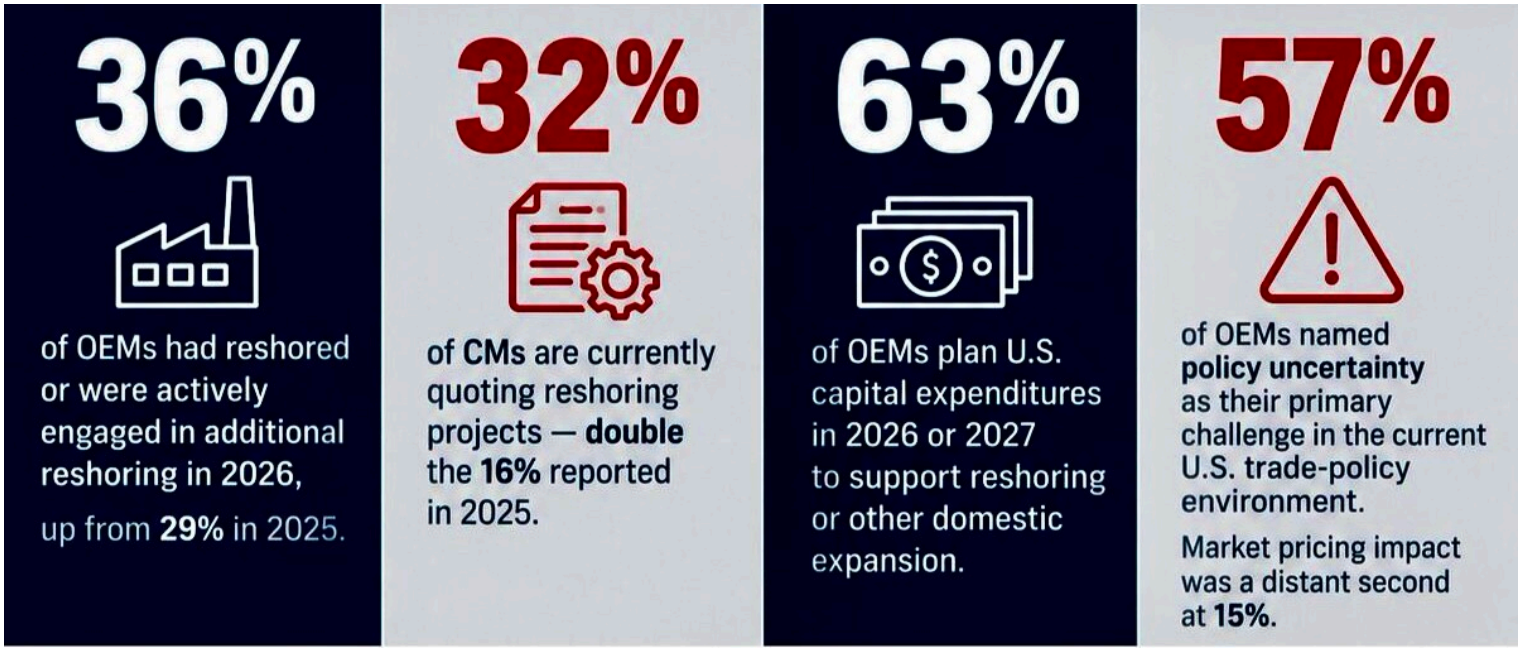
Quella che sembra descrivere meglio la congiuntura attuale è la tesi del "superciclo delle commodities", che parte dalla constatazione che il mondo sta entrando in una fase di inflazione strutturalmente più elevata, a causa non tanto dalla domanda ciclica per consumi e investimenti quanto dalla lotta per accaparrarsi le materie prime strategiche e i capitali per i grandi investimenti necessari a realizzare le nuove catene produttive e distributive.

Tutto sembra discendere dalla fine della globalizzazione così come la conoscevamo fino a ieri, organizzata per minimizzare i costi delle filiere industriali ma non per massimizzare la resilienza agli shock geopolitici o la sicurezza nell'approvvigionamento dei fattori essenziali di produzione (materie prime, energia, tecnologia, forza lavoro qualificata e risorse alimentari) quando questi dovessero divenire scarsi. E oggi la prevalenza della loro domanda sull'offerta li sta facendo scarseggiare strutturalmente.

COSA COMPORTA LA TRANSIZIONE IN CORSO

Per le maggiori economie globali la transizione in corso significa infatti :

- il "reshoring" (o "nearshoring") industriale, cioè il ritorno delle fabbriche strategiche entro i confini nazionali o zone molto prossime,
- l'importanza degli accordi strategici con partner affidabili nel lungo periodo,
- il maggior peso di governi e organi di sicurezza nazionale nelle attività economiche di ciascun Paese,
- la crescente importanza delle grandi infrastrutture a supporto delle nuove esigenze climatiche, di telecomunicazioni, di produzione e distribuzione dell'energia (ad esempio le reti elettriche intelligenti),
- la cruciale rilevanza dell'accesso a grandi risorse naturali.

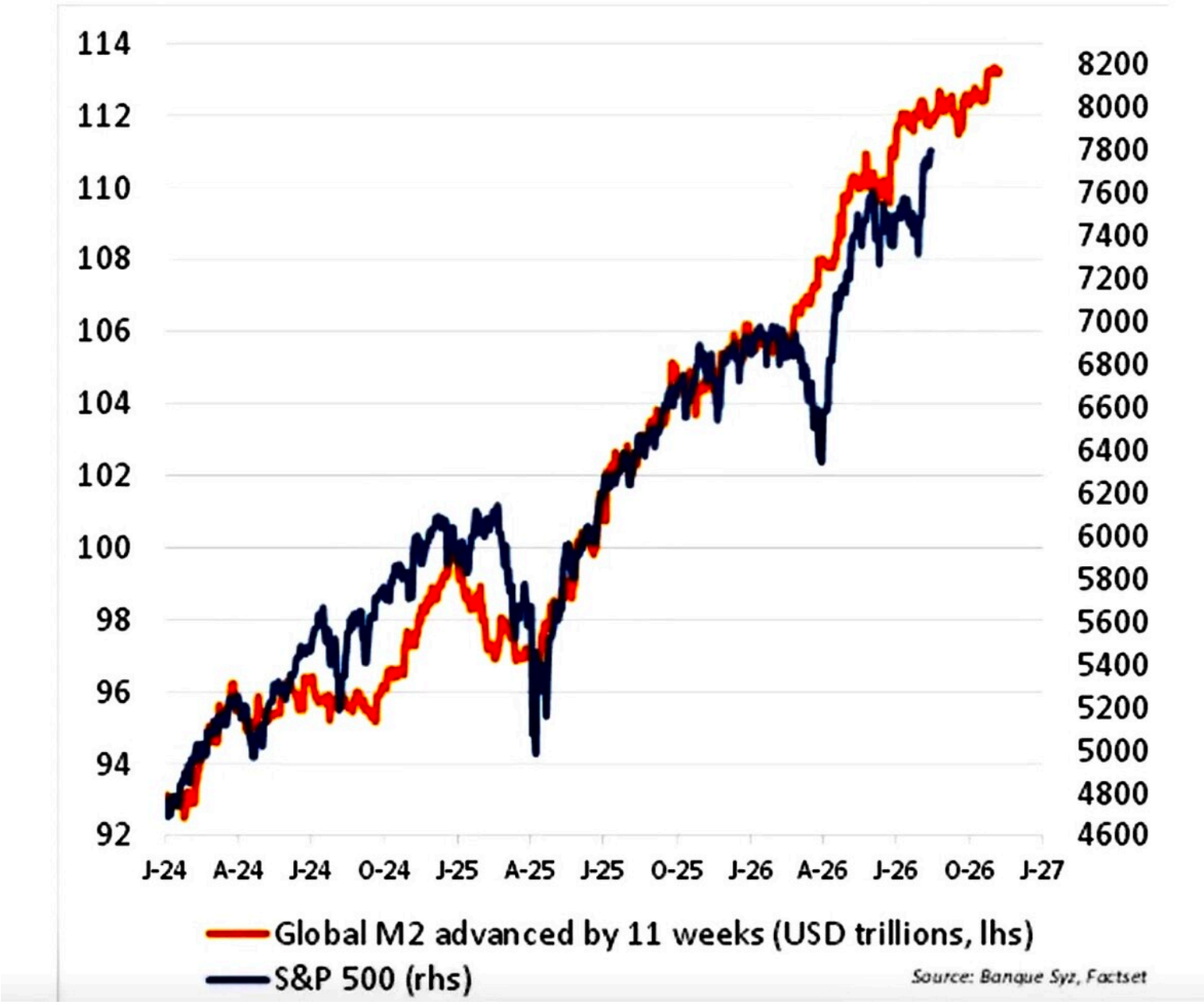


Questa transizione ha un’inevitabile conseguenza inflazionistica e spiega molto bene il rialzo strutturale dei tassi d’interesse (che per alcuni osservatori è soltanto appena agli inizi), nonché la lotta per assicurarsi l’accesso alle grandi risorse naturali e la ragione per la quale il mondo si incammina verso un incremento globale delle spese militari, per l’intensificazione delle strutture di sorveglianza e intelligence, e la maggior competizione per attrarre capitali, tecnologie e risorse umane qualificate.

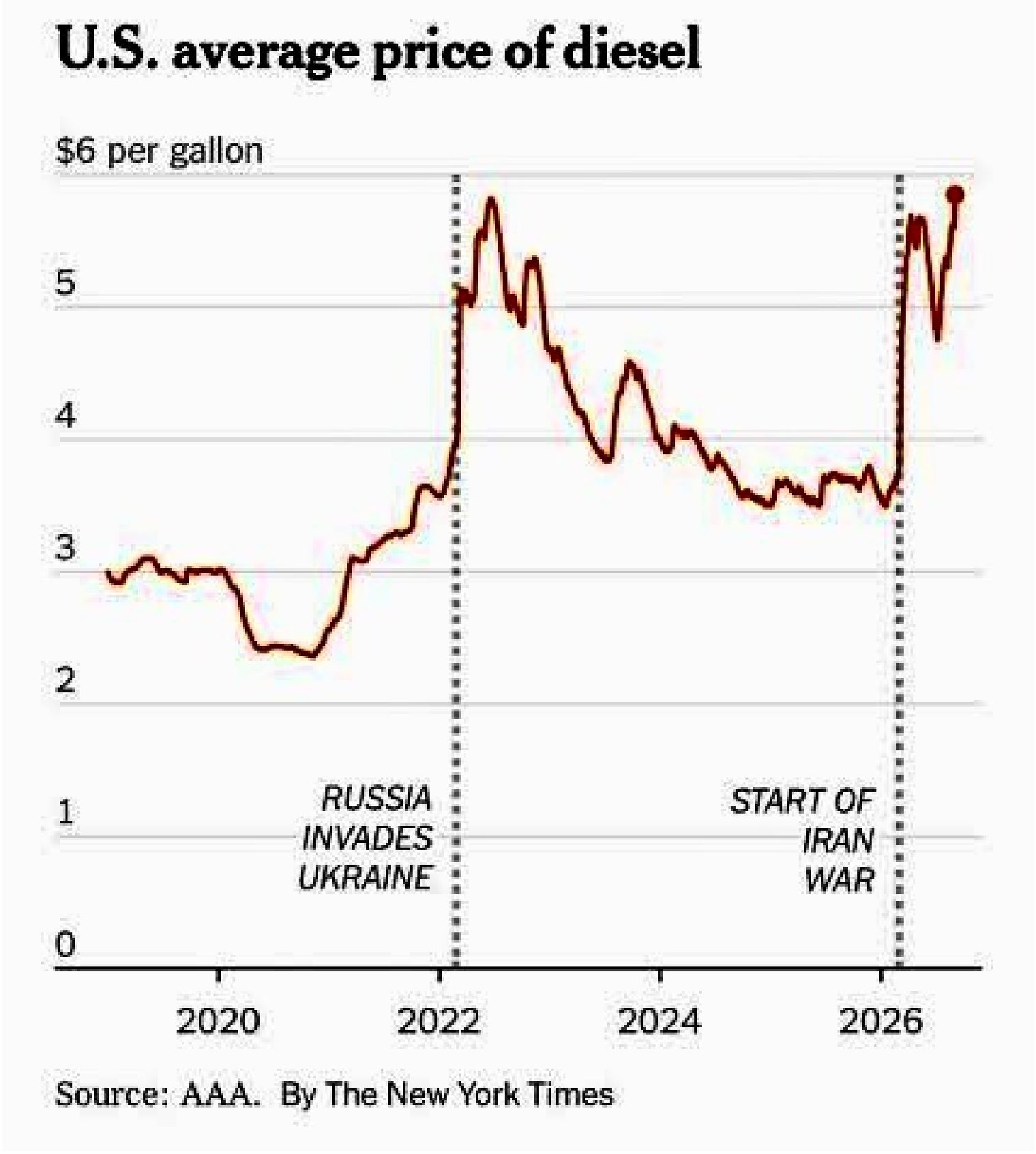
LA FINANZA E LE BLUE CHIP TORNANO PROTAGONISTI

In questo scenario le banche, le assicurazioni e le altre grandi istituzioni finanziarie stanno tornando peraltro ad avere un ruolo centrale per supportare le nuove infrastrutture, alimentare gli investimenti per la ricerca, la transizione energetica, l'accesso alle risorse idriche e alimentari, per le nuove industrie di trasformazione e per la progettazione e fabbricazione di armamenti.

Così come tornano ad essere preferite le grandi aziende (rispetto a quelle più piccole) capaci di generare importanti flussi di cassa. In un mondo instabile, inflazionario e che necessita grandi innovazioni tecnologiche infatti, la liquidità in circolazione che fino ad oggi è sempre cresciuta, potrebbe iniziare a ridursi e la generazione di cassa delle singole aziende tornerebbe a venire fortemente privilegiata nelle scelte degli investitori.



Tornano inoltre ad essere di interesse le imprese localizzate nei paesi emergenti che presentano caratteristiche privilegiate nell'accesso alle risorse naturali e alle masse di forza lavoro a basso costo, mentre diventano meno interessanti le imprese tradizionali, quelle localizzate nei paesi a più arretrata industrializzazione e con maggiore difficoltà nell'accesso a risorse naturali e a manodopera e a basso costo.



LE IMPLICAZIONI PROFONDE

La tesi del “superciclo delle commodities” va tuttavia assai oltre la semplice previsione che i prezzi di queste ultime possano rialzarsi. Indica l’ipotesi che la domanda mondiale di risorse naturali e materie prime possa crescere per un lungo periodo ben più rapidamente della loro offerta, determinando tensioni, sommovimenti e modificazioni negli assetti industriali nonché maggiori esigenze finanziarie.

Da cosa deriva questa tendenza di lungo termine? Innanzitutto dal fatto che dopo anni di sottovalutazione delle commodities sono stati rinviati i relativi investimenti in estrazione, raccolta, trasformazione e distribuzione. Oggi -anche correndo velocemente ai ripari- si comprende che ci vorranno molti anni per coprire il gap di offerta e quindi i prezzi oscillano in modo più significativo. Coprire il gap di offerta significa inoltre investire maggiormente, e quindi determinare una maggior domanda di capitali di rischio e una miglior remunerazione per questi ultimi.

LE RAGIONI DEL SUPERCICLO

Ma ciò che cambia maggiormente è la loro domanda: la combinazione delle emergenze climatiche (di per sé inflazionistiche) e la nuova stagione tecnologica basata sull'iperdigitalizzazione, l'iperconnettività e l'intelligenza artificiale genera molta più esigenza che in precedenza di materie prime per la generazione di energia, impianti e infrastrutture di trasporto diverse da quelle tradizionali, notoriamente molto inquinanti. Al tempo stesso l'esplosione dei consumi derivanti dal maggior benessere di numerosi paesi emergenti incrementa la competizione per accaparrarsi alimenti, energia e materie prime. E come se non bastasse l'incremento verticale delle esigenze relative alla macchina militare di ciascuna nazione sta moltiplicando la domanda di risorse naturali ben oltre i livelli precedenti.

La combinazione di queste dinamiche lascia supporre una situazione di deficit strutturale

dell’offerta di commodities che può durare decenni e generare un lungo periodo di inflazione dei prezzi e scarsità di risorse finanziarie. Questi fattori potrebbero rilanciare il livello “normale” dei tassi d’interesse reali, che in passato sono stati vicini allo zero o anche leggermente al di sotto, e che invece in futuro potrebbero crescere significativamente.

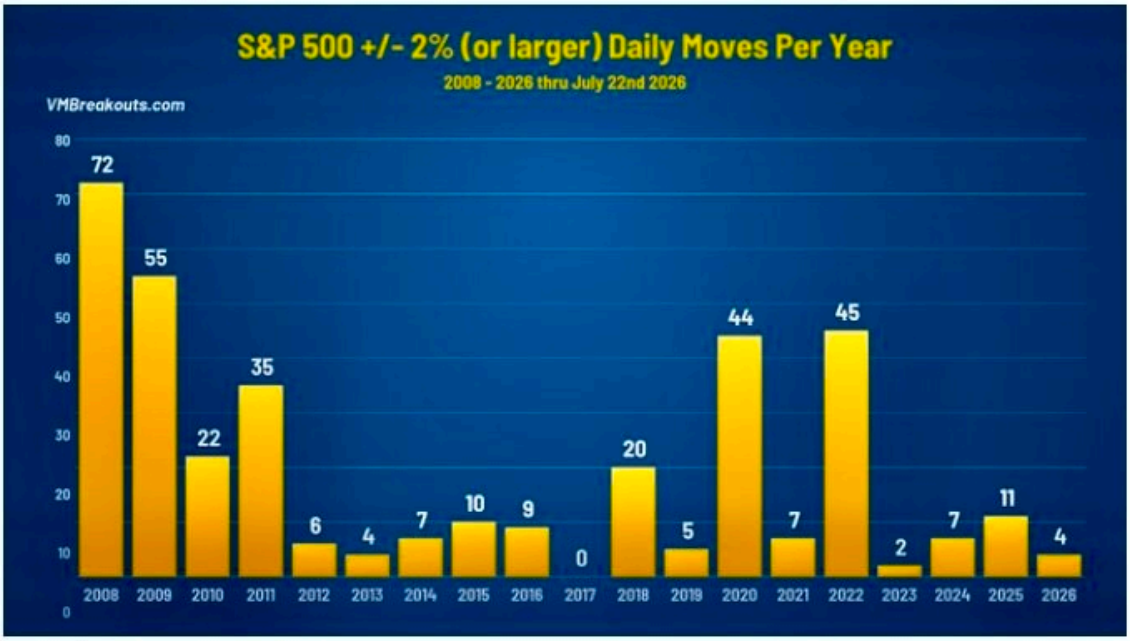
QUALI PREVISIONI ?

Non è però facile elaborare delle previsioni in conseguenza di questo scenario (che peraltro non è certo). L’unica cosa davvero probabile saranno i rialzi nei rendimenti richiesti dagli investitori per sottoscrivere i titoli a reddito fisso. Cosa che potrebbe far pensare ad una riduzione strutturale delle valutazioni d’azienda ma con l’accortezza di considerare le imprese alla stregua di “beni reali” che di conseguenza alle spinte inflattive potrebbero subire una rivalutazione spontanea. In realtà il “superciclo” è sospinto proprio dall’ottimo stato di salute dell’economia globale, che fino ad oggi si è tradotto in grassi profitti per le grandi aziende.

Dal punto di vista dell’impatto di queste dinamiche sul livello dei listini azionari è probabile ci sarà una rotazione degli investimenti e una variazione dei parametri di valutazione delle aziende. Nonostante non sia mai facile esprimere previsioni, è probabile un ritorno all’attenzione nei confronti dell’industria pesante, di una rivalutazione di quella di trasformazione e un’ulteriore esaltazione della produzione di semilavorati strategici (quali i semiconduttori) che, per loro natura, potrebbero essere assimilati alle materie strategiche.

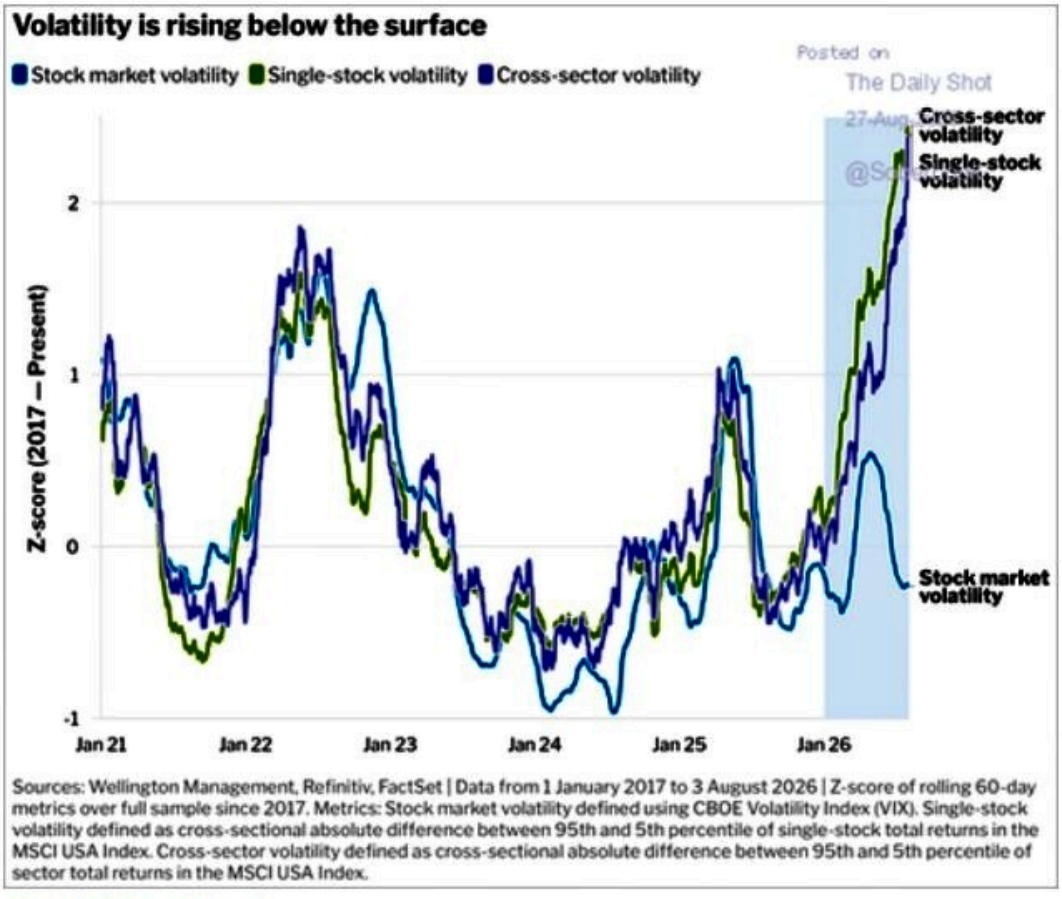
Chi potrebbe farne le spese potrebbero essere le supervalutazioni che oggi il mercato finanziario riserva alle imprese super-tecnologiche, ma con l’ovvia eccezione di quelle che presentano maggiori probabilità di crescita della generazione di cassa o che potranno controllare alcuni snodi strategici dell’economia. Dunque sarebbe troppo facile dedurne considerazioni pessimistiche generali.

In my tracker from 2008 measuring large daily moves of +/- 2% of the S&P 500 you can see that the overall index volatility is below average with only four events YTD with the last big move of -2.64% back on June 5th.



Value & Momentum Breakouts

What is especially unique this year is that while the S&P 500 overall index volatility has remained relatively low, there are indications that volatility is rising below the surface. As the chart analysis shows the volatility at the stock and sector level is at multi-year extreme highs.



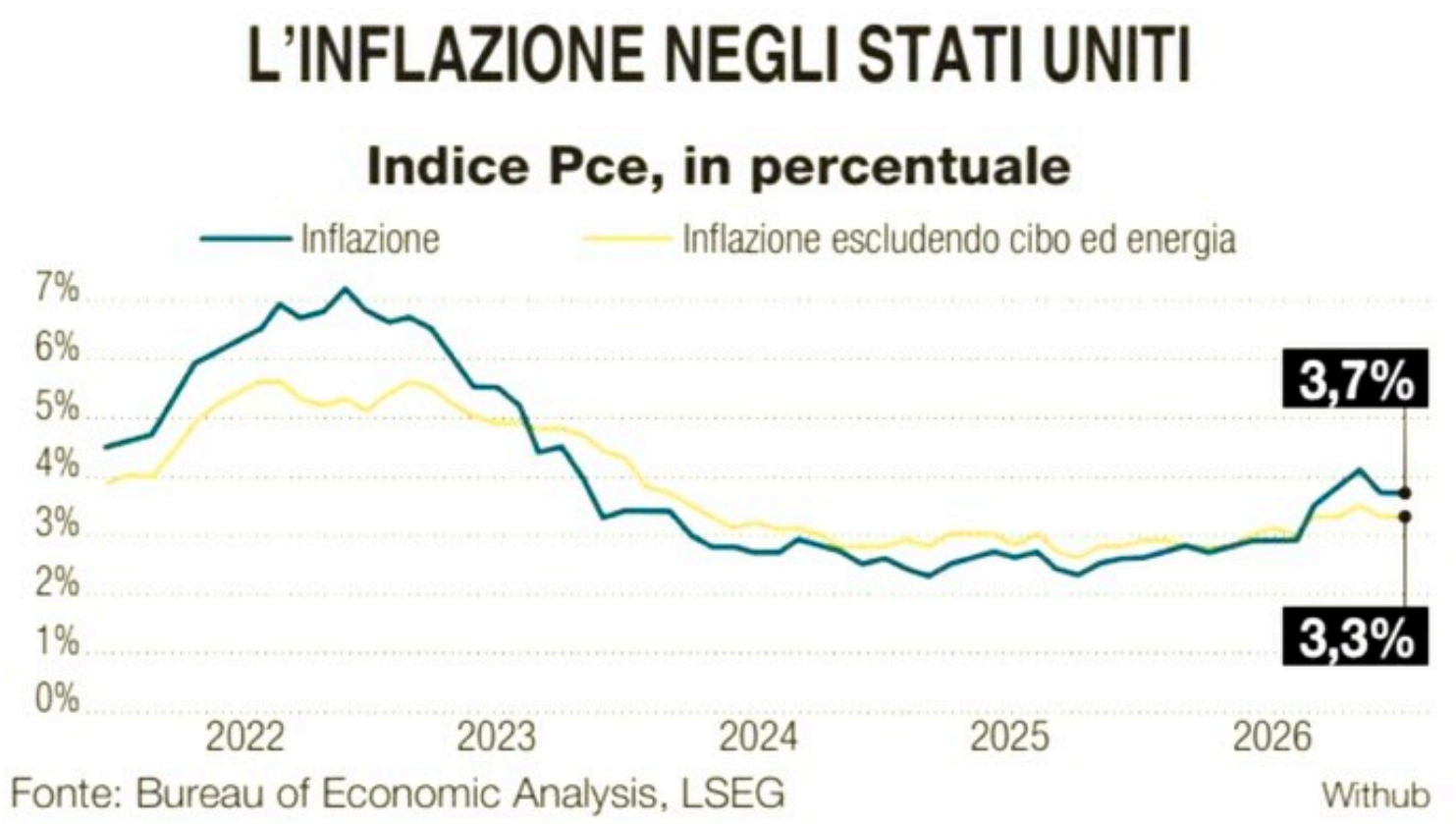
Wellington Management

La crescita dei rendimenti nominali (ma anche reali) potrebbe inoltre determinare una maggior volatilità dei mercati a causa delle tensioni che potranno generarsi, ad esempio nei confronti delle nazioni con una maggiore dipendenza strategica da risorse naturali o finanziarie esterne. Anche sotto il profilo geopolitico è possibile ipotizzare una tendenziale maggiore instabilità nel medio termine, e dunque maggior imprevedibilità degli assetti. Con conseguenze difficilmente prevedibili oggi per i mercati finanziari.

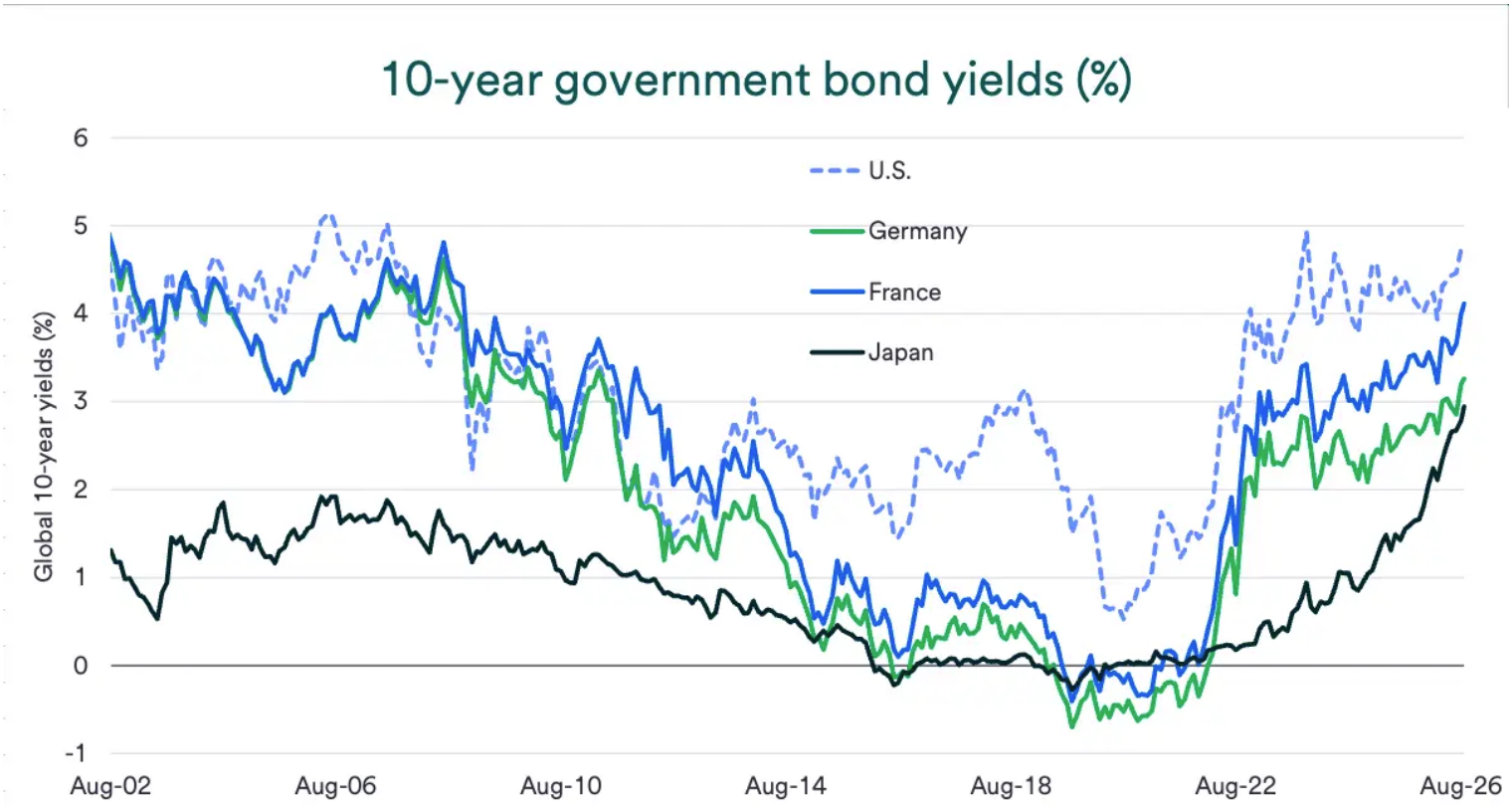
Stefano di Tommaso

GLI ALLARMI DI FED E BANK OF AMERICA

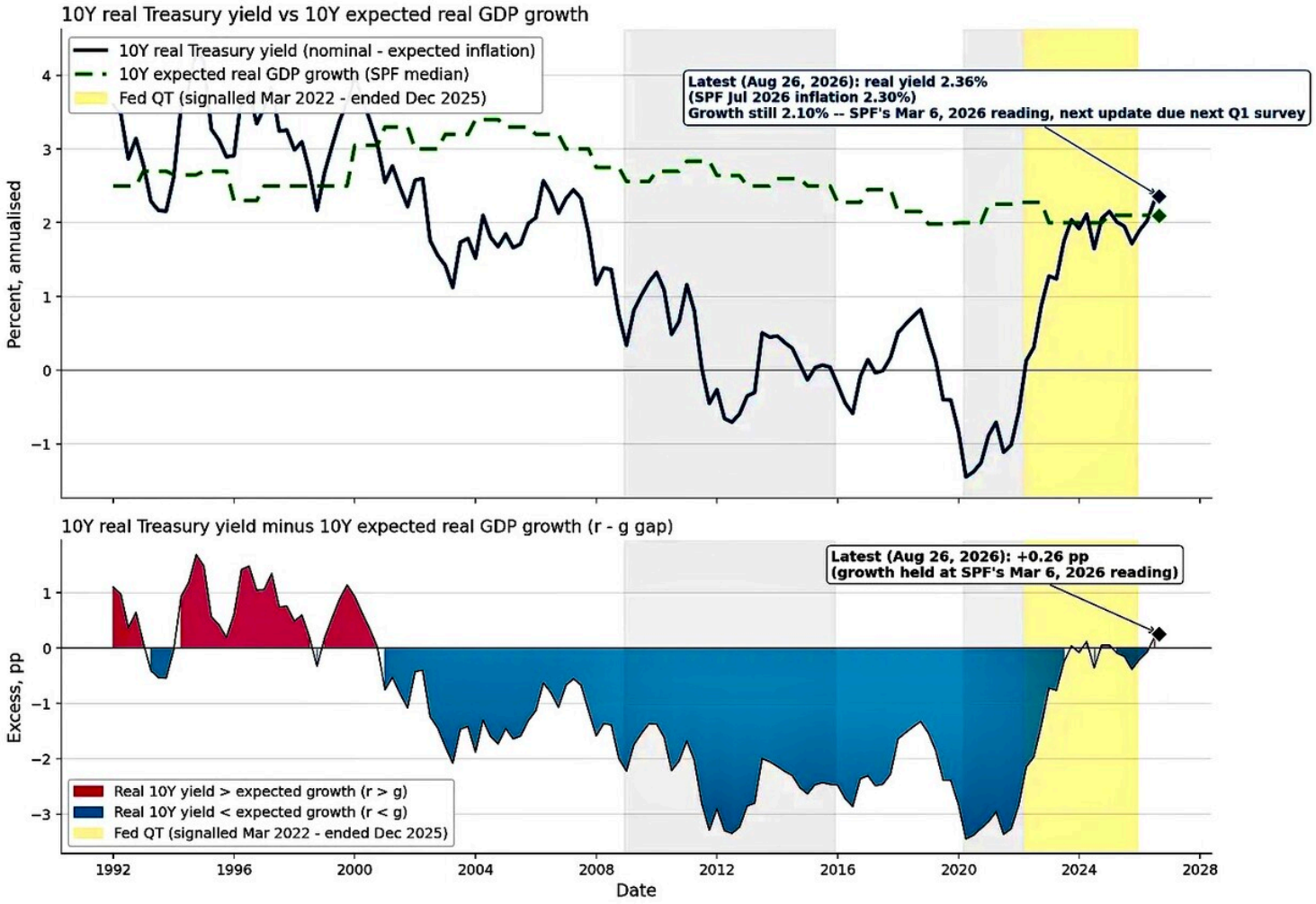
Nel discorso al tradizionale convegno annuale dei banchieri centrali Jackson Hole, il Presidente della Fed Kevin Warsh ha criticato la precedente abitudine di fornire indicazioni preventive sulle mosse future della banca centrale, definendole un gioco di specchi che acceca, con la conseguenza di errori di politica monetaria. Senza mezzi termini ha dichiarato che i cinque anni di inflazione al di sopra dell'obiettivo sono responsabilità dei banchieri centrali e a pagare il prezzo di questi errori non sono stati i mercati finanziari, bensì la gente di strada.



Gli indici di aumento dei prezzi al consumo negli USA restano vicini al 4% annuo e mostrano che l'inflazione è ancora oggi nettamente superiore all'obiettivo del 2%. Warsh ha sostenuto che i dati peraltro non indicano un miglioramento e che perciò la priorità assoluta della Fed deve essere il controllo dei prezzi. Un discorso chiaro e duro: non è stato fatto abbastanza per combattere l'inflazione. Non stupisce che, a seguito del suo discorso, i rendimenti dei titoli di stato a breve termine sono aumentati.



Il governatore della banca centrale americana è andato addirittura oltre: nonostante i rialzi dei tassi (che avrebbero dovuto frenare leconomia), le condizioni finanziarie complessive dei mercati hanno continuato ad essere troppo favorevoli, la liquidità in circolazione è cresciuta e il boom di investimenti delle grandi imprese (per oltre la metà legati all'infrastruttura dell'IA) è stato finanziato in parte con nuovo debito. Dunque implicitamente Warsh ha previsto che il costo del credito debba aumentare. E altrettanto implicitamente ha ammonito il Tesoro americano a non esagerare con le proprie politiche espansive.



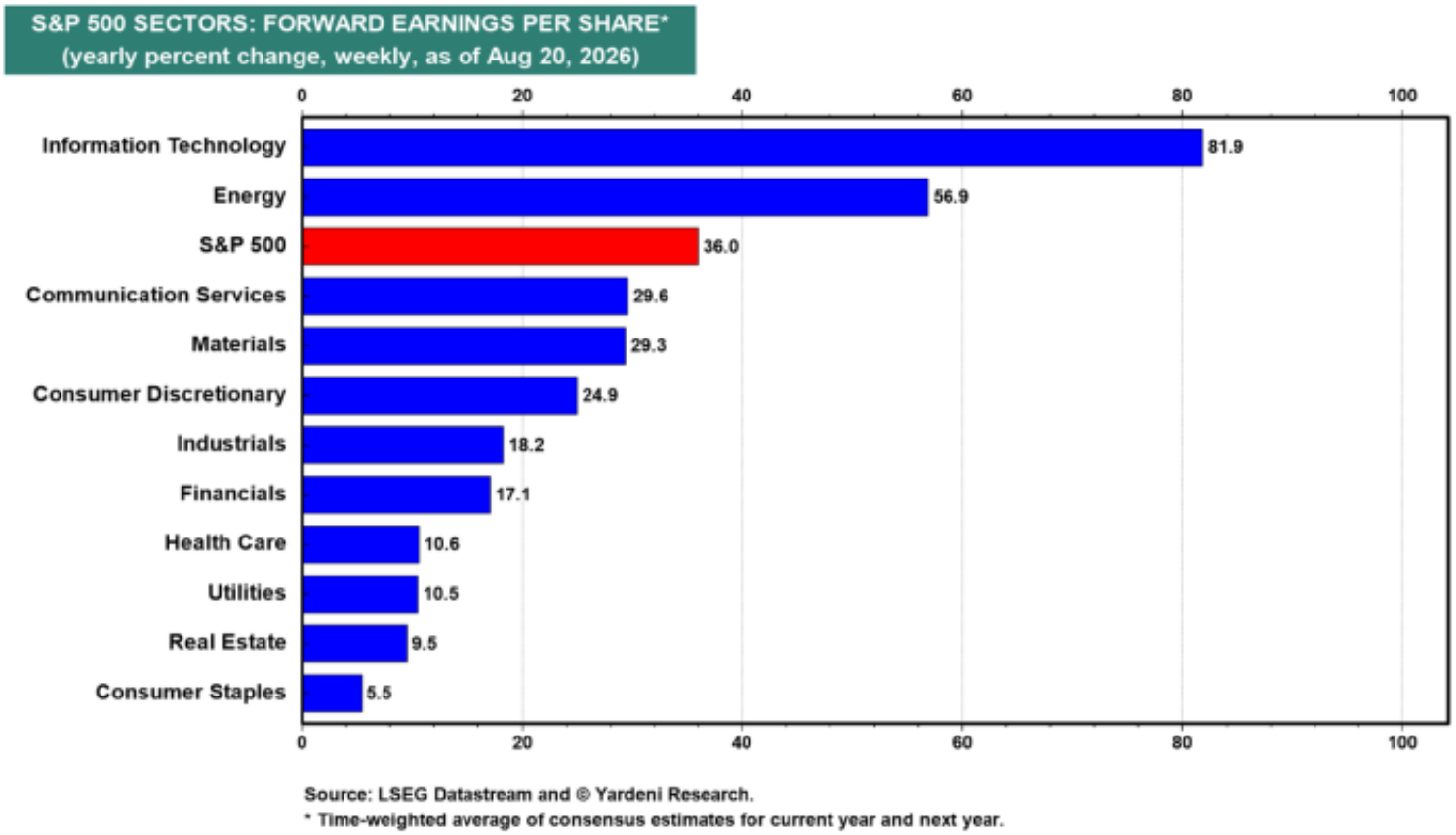
Computed using nominal US Treasury yields, and the Survey of Professional Forecasters' 10-year inflation and 10-year GDP growth forecasts.

Le statistiche confermano infatti che le banche adottano probabilmente criteri di concessione del credito troppo ampi e gli spread sono probabilmente troppo bassi, anche se nessun banchiere centrale fino ad ora aveva parlato così chiaro. In tutto l'Occidente peraltro i consumi delle famiglie si mantengono stabili e il mercato del lavoro non è in crisi, anche se la scarsa crescita della forza lavoro frena la crescita economica. Dunque l'inflazione potrebbe correre ancora di più se la crescita economica fosse migliore. I "bond vigilantes" non potevano chiedere di meglio, eppure le borse valori non sono affatto andate

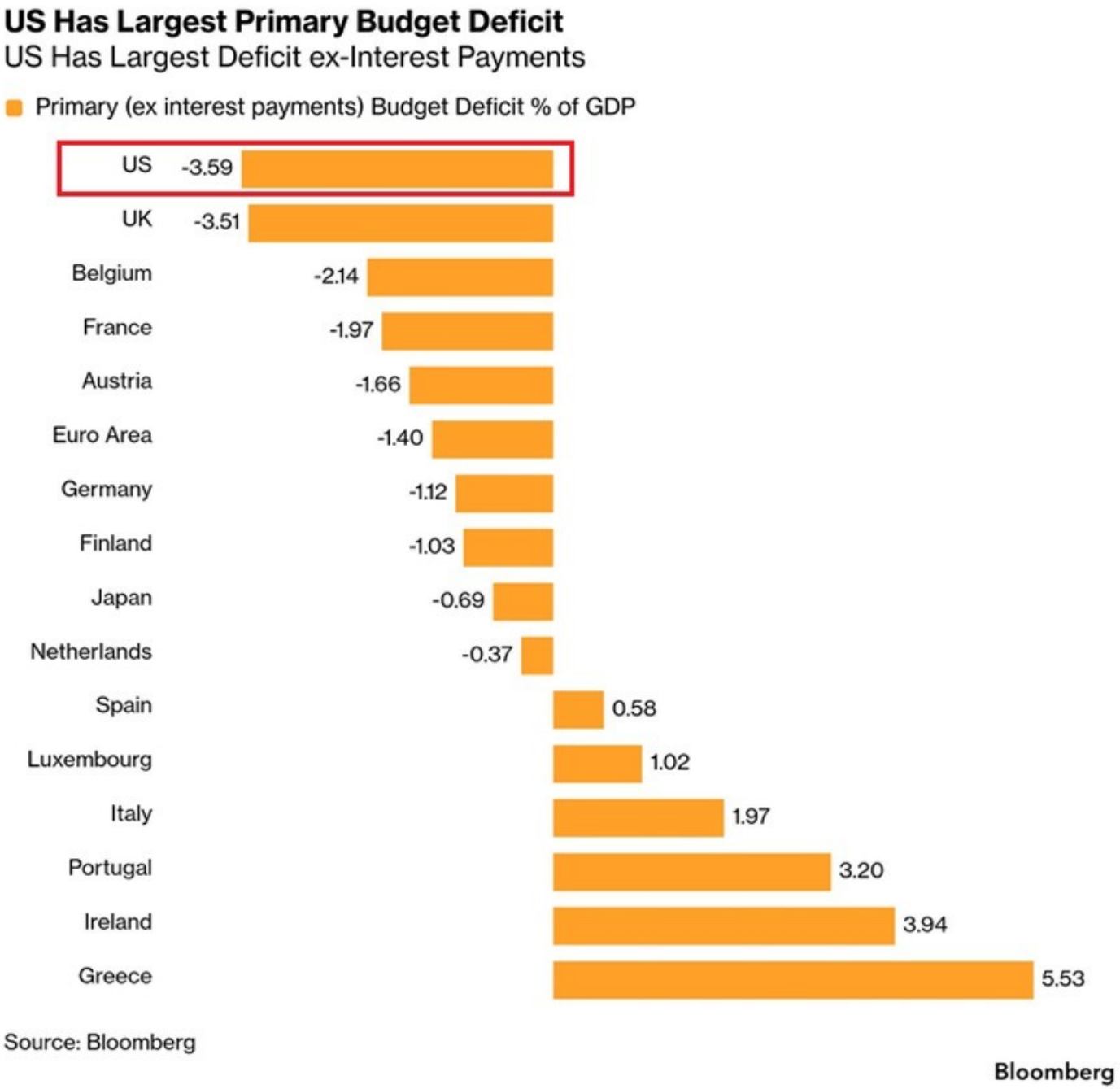
in crisi e anzi si mantengono vicine ai massimi storici. Ne hanno soltanto preso atto.

Bank of America però, una delle maggiori banche di Wall Street, ha appena recapitato agli investitori un messaggio di grande cautela: le quotazioni dei titoli tecnologici potrebbero ridimensionarsi presto perchè il mercato è mosso da pochi pesantissimi titoli come NVIDIA e perchè la messe di profitti che stanno piovendo sul settore non durerà in eterno. Neanche a farlo apposta il giorno dopo sono state pubblicate le previsioni di profitti per quest'ultima di Agosto (hanno battuto ogni previsione) e le borse si sono subito rasserenate.

Ma ciò che Bank of America stava dicendo agli investitori riguardava proprio il fatto che le stime attuali sui profitti di pochi grandi titoli generano troppa indulgenza da parte degli investitori: se anche oggi le performances sono eccellenti, c’è il rischio che siano troppo elevate le attese per i profitti futuri, per una serie di motivi: il probabile aumento dei tassi di interesse, i nodi energetici da sciogliere e l’insufficiente capacità dei data center esistenti, la tensione geopolitica e il conseguente rischio di scarsità nelle forniture di materie prime rare, e soprattutto il rischio che buona parte dei profitti che si registrano oggi siano di natura circolare: legati cioè all’indotto degli investimenti in AI, che presto potrebbero rallentare.



Senza considerare il fatto che l'andamento dell'economia americana dipende da una serie di fattori positivi che non sono tali anche nel vecchio continente e dunque esso potrebbe divergere non poco da quello dell'Europa nei prossimi mesi, quantomeno per la forte divergenza nella dipendenza energetica. Ma la BCE si guarda bene dal parlare altrettanto chiaro al riguardo, perchè dovrebbe smentire le sue indicazioni che vanno in direzione di un rialzo dei tassi d'interesse, il quale si giustificherà soltanto se l'economia europea dovesse continuare a tenere botta. E visto che il fattore di traino principale dell'economia europea è in questo momento l'incremento della spesa militare (a deficit), se i rendimenti di mercato dovessero continuare a crescere la spesa pubblica potrebbe tirare il freno.



Per il momento tuttavia (e nonostante il fatto che i titoli di stato del vecchio continente riflettano il rialzo dei rendimenti americano) le borse europee respirano invece boccate di grande ottimismo, come si può leggere dai due grafici qui sotto riportati:

LE LANCETTE DEI MERCATI

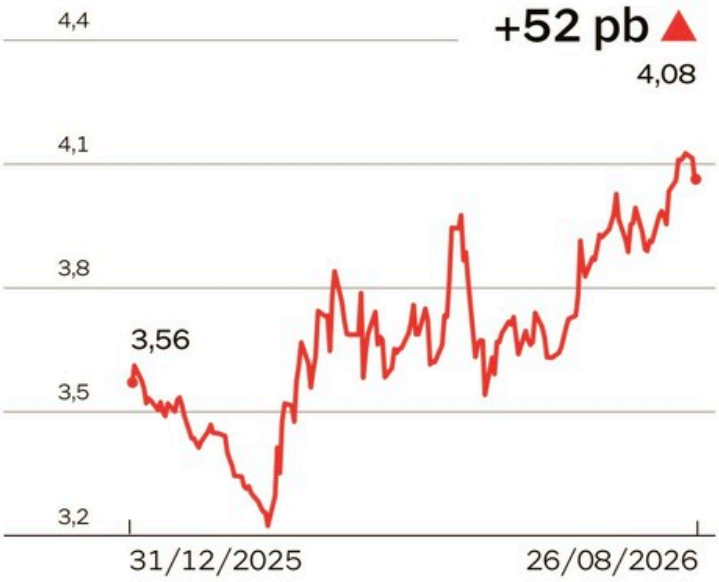
DAX 40
Indice della Borsa di Francoforte

VOLANI

La Borsa di Francoforte riparte grazie a banche, industria e difesa

La Borsa tedesca torna a ridosso dei massimi storici. Nell'ultima settimana, l'indice Dax ha guadagnato l'1,4% (fino a giovedì, giorno di chiusura di Plus24) e il progresso da inizio anno è di oltre l'8 per cento. A sostenere Francoforte sono state soprattutto banche, industria e difesa, mentre il comparto tecnologico mostra un andamento meno uniforme. Gli acquisti hanno trovato sostegno anche nella revisione al rialzo del Pil tedesco, che nel secondo trimestre è cresciuto dello 0,3%, dopo la lunga stagnazione. Restano sullo sfondo il vasto programma del Governo per infrastrutture e difesa e le attese di un'accelerazione della crescita. Il rialzo dei rendimenti obbligazionari e il rischio di una Bce più restrittiva, invece, sono un freno per i listini.

OAT A 10 ANNI
Rendimento del titoli di Stato francese. *Dati in %*



PRESSIONI POLITICHE

Il rendimento dei titoli di Stato francesi decennali al top dal 2008

I titoli di Stato francesi restano sotto pressione. Il rendimento dell'Oat decennale, che si muove in direzione opposta al prezzo, è intorno al 4,1% dopo avere superato il 4,13%, il massimo dal 2008. Nell'ultima settimana, il tasso degli Oat è sceso di circa 4 punti base, ma da inizio anno è aumentato di quasi 53 punti base. A preoccupare gli investitori sono il deficit pubblico superiore al 5% del Pil, il debito in crescita e le difficili trattative parlamentari sulla prossima legge di Bilancio. Anche l'avvicinarsi delle presidenziali del 2027 alimenta l'incertezza sulla futura disciplina fiscale. Il premio di rendimento rispetto al Bund tedesco si è così ampliato e, per gran parte dell'estate, il decennale francese ha reso ben più del BTp italiano.

Stefano di Tommaso

L’ECONOMIA GLOBALE CORRE, NONOSTANTE TUTTO

Negli ultimi mesi le vicende relative alla mancata discesa dell’inflazione e alla risalita dei tassi d’interesse sono state fonte di apprensione per i mercati finanziari, dal momento che avrebbero potuto provocare un crollo delle borse (dati anche i massimi storici raggiunti) e forti perdite in conto capitale per quei sottoscrittori di titoli di stato che volessero rivendere oggi i loro titoli a reddito fisso.

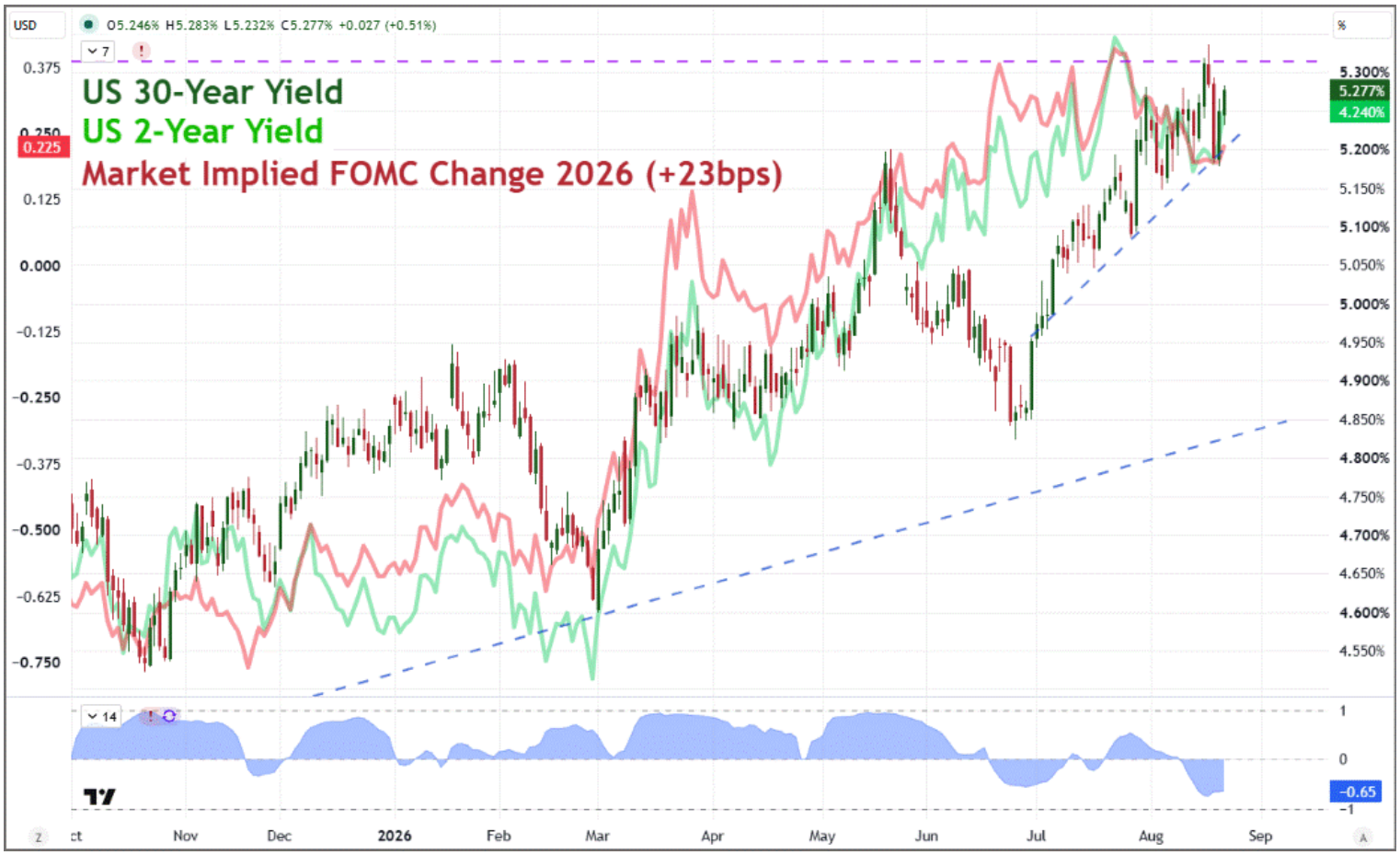
L’INDICE GLOBALE DELLE BORSE É VICINO AI MASSIMI STORICI

In effetti le quotazioni dei bond a lungo termine sono scese, i relativi rendimenti sono cresciuti e il costo del denaro per le imprese è tornato a crescere, ma l’allarme inflazione al momento sembra essere stato sovrastimato e, soprattutto,

le borse sono rimaste intorno ai loro massimi, nonostante il maggior costo dell'energia, l'inflazione, la spesa per guerre e armamenti e le continue incertezze relative ai possibili ritorni degl'investimenti nell'intelligenza artificiale.

IL RITORNO DEI "BOND VIGILANTES"

Il ferragosto di fuoco che si sarebbe potuto temere dunque si è svolto in un'atmosfera surreale di relativa calma. E soprattutto le prospettive per l'autunno non sembrano al momento così negative. Eppure di mostri all'orizzonte ne sono apparsi parecchi: dal più significativo che è il rialzo del prezzo del petrolio (che può significare ulteriore inflazione dei prezzi), alla riscossa dei "bond vigilantes" (gli investitori che auspicano una forte salita dei tassi d'interesse a lungo termine in risposta all'inflazione fuori controllo i quali hanno causato un deciso rialzo dei rendimenti a lungo termine), fino all'interventismo quasi senza precedenti del segretario al tesoro americano Scott Bessent il quale ha imbracciato l'artiglieria per combattere la speculazione sui tassi d'interesse e ottenere quantomeno che i rendimenti a lungo termine dei titoli di stato non salgano troppo (manovra che probabilmente riuscirà a dissuadere la speculazione dal proseguire sul sell-off di titoli pubblici americani).



L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE FA CONCORRENZA AI TITOLI PUBBLICI

Tuttavia i titoli di stato americani sono andati sotto pressione non soltanto per i timori di

inflazione bensì anche per la concorrenza esercitata dai grandi operatori dell'intelligenza artificiale che stanno emettendo obbligazioni per finanziare i giganteschi investimenti loro necessari. Cosa che ovviamente mette pressione sui rendimenti dal momento che rispetto ai titoli di stato devono remunerare meglio i sottoscrittori. L'Intelligenza Artificiale inoltre continua ad alimentare i dibattiti sul fronte più importante: quello del suo possibile contributo alla riduzione del tasso di inflazione ovvero viceversa del rischio che essa lo alimenti ulteriormente.

Negli ultimi vent'anni la tecnologia è stata un alleato silenzioso delle banche centrali nella lotta all'inflazione: i prezzi di computer, smartphone, tablet e altra elettronica di consumo sono sempre scesi grazie ai miglioramenti di efficienza dei loro produttori. Ora però forse il boom dell'IA sta forse capovolgendo questa dinamica, contribuendo a farne innalzare i prezzi a causa del rimpatrio di molte produzioni che in precedenza nei paesi poveri godevano di costi minori di manodopera, ma anche a causa della relativa scarsità di microprocessori appartenenti alle ultime generazioni, del maggior costo dell'energia e della nuova, maggior propensione alla spesa dei consumatori occidentali (parzialmente dovuta all'effetto-ricchezza che hanno generato i record delle quotazioni borsistiche). Questo anche perché i benefici di produttività dell'IA arriveranno nel tempo, mentre i suoi costi si stanno scaricando sull'economia già adesso.

L'INFLAZIONE RESTA UNA MINACCIA…

L'inflazione -e i tassi d'interesse- insomma sono minacciati dalla medesima rivoluzione tecnologica che promette maggior produttività del lavoro e dunque costi più bassi. E dall'inflazione dipenderà la sorte dei tassi d'interesse a lungo termine. Sul fronte di questi ultimi peraltro la questione del dove andranno è fortemente controversa: è vero che la principale delle banche centrali (quella americana: la "FED") non ha aumentato i tassi, ma ha comunque lasciato che i rendimenti a lungo salissero, nonostante la politica fiscale espansiva di quasi tutti i governi occidentali e la stragrande liquidità in circolazione. D'altra parte se in tutto l'Occidente le politiche fiscali continuano la loro espansione, non si vede come sarà possibile limitare l'immissione di nuova liquidità sui mercati e questa non potrà non alimentare l'inflazione.

…MA I TASSI D'INTERESSE AMERICANI NON SALIRANNO TROPPO

Dunque da un lato ci sono i pessimisti che sostengono che il tesoro americano con un debito pubblico che ha superato i 40 trilioni di dollari andrà in crisi se i tassi continueranno a salire (e il debito privato è circa il doppio di quello pubblico), dall'altro i più anziani ammoniscono sul fatto che nessuno speculatore ha mai vinto una battaglia contro le istituzioni americane e se il tesoro americano ha deciso di intervenire allora i tassi non

potranno salire ulteriormente. La grande sfida del debito pubblico come sempre in questi casi si gioca sul fronte dello sviluppo economico dell'intero Occidente: se continuerà a correre allora il debito non sarà un problema insormontabile, mentre se si arresterà allora l'eccesso di indebitamento diverrà un macigno che incombe.

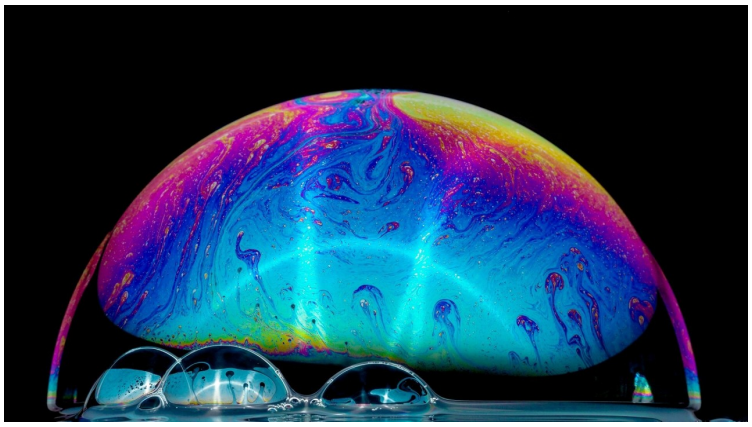
In ogni caso al momento i tassi d'interesse sono in rialzo e questo determina problemi alla tenuta dei livelli record cui sono giunti tutti i principali listini borsistici occidentali, per due grandi motivi: se i tassi salgono le valutazioni di molte grandi aziende quotate in borsa iniziano a divenire troppo elevate e, in secondo luogo: se i tassi continuano a crescere

anche il costo del denaro fa un balzo in avanti e le imprese meno solide rischiano di divenire insolventi, gli immobili si svalutano e i costi per l'economia legati al settore finanziario divengono prevalenti su quelli industriali. C'è un limite a questo anche se, per il momento, le istituzioni finanziarie (che in Europa popolano in misura rilevante gli indici borsistici) continuano a guadagnare bene.

Consigliati da LinkedIn :

Fuori dallo storytelling, dentro la realtà dei mercati

Capex Boom: Opportunità o Bolla?

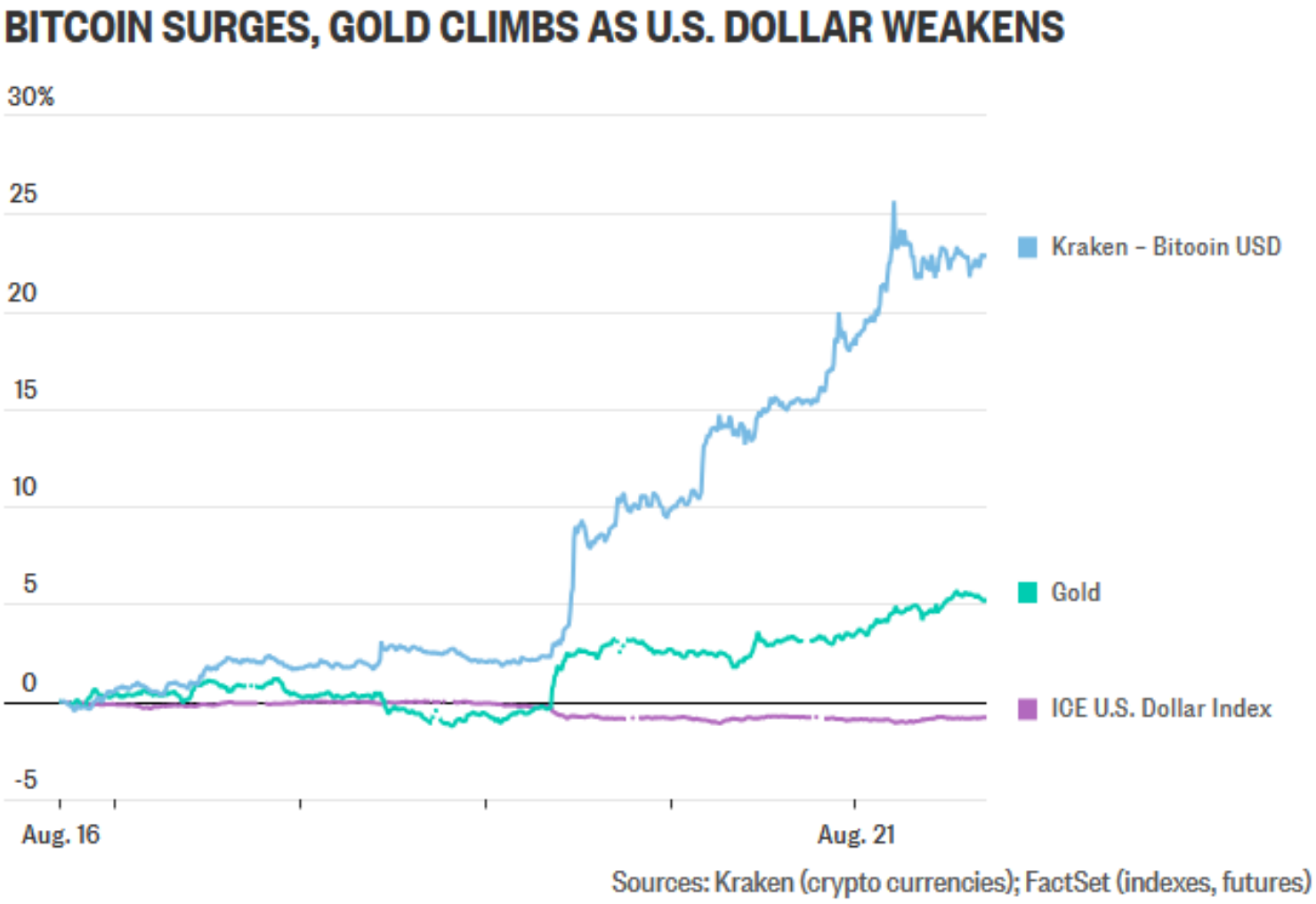


Il vero rischio non è il mercato, ma il mondo in cui…

MA I PROFITTI DELLE GRANDI IMPRESE NON ACCENNANO A RIDURSI

Altrettanto bene peraltro sino ad oggi sono andati i profitti del settore industriale e benissimo stanno andando quelli delle grandi multinazionali della tecnologia. È difficile perciò immaginare crolli delle borse quando i profitti delle imprese quotate continuano a macinare nuovi record!

Casomai ciò che si paventa è una possibile crisi di fiducia degli investitori, in particolare adesso che sta per iniziare il mese di Settembre, un periodo dell'anno particolarmente sfavorevole alle borse valori. Forse anche per questo stiamo vedendo che, nonostante i rendimenti crescenti, le quotazioni dell'oro e dei Bitcoin corrono di più, cosa che farebbe pensare alla prevalenza dei timori di inflazione e "de-basement" del contenuto di valore delle principali divise di conto valutario.



Dunque il prezzo dell'oro sta ricordando un rischio reale e concreto — non tanto "il sistema finanziario Usa crolla domani", quanto un dubbio crescente sul fatto che l'America (dove risiede il 75% di tutte le attività finanziarie globali) riesca a restare a galla indipendentemente dalle problematiche fiscali e di debito record. Il mercato ha già dimostrato (con lo shock dello scorso gennaio) che questo timore può sia esplodere che sgonfiarsi rapidamente a seconda dei segnali istituzionali. E il rischio di fondo resta quello di una potente svalutazione del Dollaro americano.

Ciò nonostante “crisi” resta una parola grossa perché i dati recenti vanno nella direzione opposta ai timori di un collasso di fiducia generalizzato: il Fmi registra che la quota del dollaro nelle riserve valutarie globali è salita leggermente nel primo trimestre 2026, al 57,1% dal 56,4% del trimestre precedente. Il che non è esattamente il segnale di una fuga perché evidentemente mentre alcune banche centrali diversificano verso l’oro, i capitali privati esteri continuano ad acquistare asset americani e anche a livello globale i segnali di sviluppo sono molto incoraggianti.

IL QUADRO DI FONDO RESTA INCERTO MA POSITIVO

Quello che non è possibile stimare è il rischio di nuove, improvvise crisi di natura geopolitica, dal momento che resta in corso quella che papa Francesco aveva definito “la terza guerra mondiale a pezzi”, e che un’escalation nelle tensioni tra i due blocchi del mondo (i BRICS e la NATO) resta sempre possibile, con conseguenze al momento imprevedibili. I mercati hanno deciso che, visto che non riescono a stimare questo rischio, non lo considerano affatto. E dunque, nonostante un autunno che potrà apparire per molti versi incerto, il quadro di fondo resta positivo non solo per l’economia ma anche per i mercati finanziari. Sempre che non arrivino nuovi “cigni neri” all’orizzonte.

Stefano di Tommaso

TEMPORALI D'AGOSTO ?

Il mese di Luglio è stato difficile per Wall Street, soprattutto per i principali titoli del Nasdaq (il Nasdaq Composite è sceso del 3,2%). Per le grandi multinazionali tecnologiche quello di Luglio è stato il peggior mese dallo scorso Marzo: hanno sofferto per i dubbi crescenti sui costi enormi degli investimenti legati allo sviluppo dell'Intelligenza Artificiale

(AI) e sulla reale capacità delle compagnie cosiddette "hyperscaler" di ottenere un ritorno adeguato sulla spesa per investimenti. Anche l'oscillazione violenta del prezzo dei derivati del petrolio ha influito sui timori perché ha innalzato il costo dell'energia, fattore oggi essenziale per l'esercizio dei data center. Dai picchi di Giugno l'indice NASDAQ 100 è sotto del 10% circa.

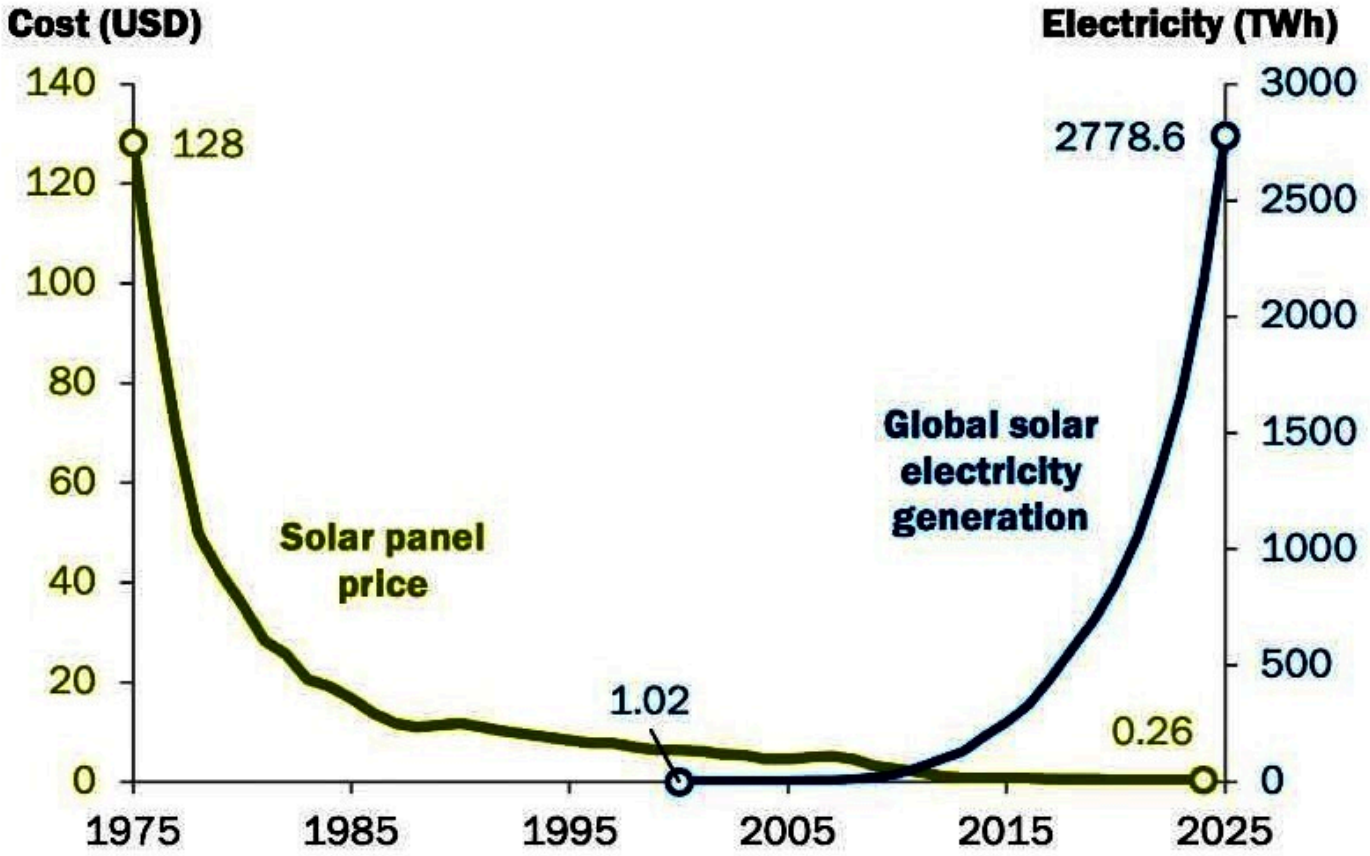
Di seguito invece l'indice Standard & Poor 500, rimasto sostanzialmente invariato (-0,1%), dopo qualche violenta oscillazione infrasettimanale dovuta alla recrudescenza della nuova guerra del Golfo Persico.

Nemmeno le borse Europee hanno quasi sofferto, cadute a inizio Luglio ma poi risospinte all’insù dalle attese di profitti dei settori industriali legati al riarmo e di quelli dei servizi bancari e finanziari, come dimostra l’indice dei principali titoli europei Euro Stoxx 50:

Tuttavia i mercati finanziari sembrano molto più spaventati dall'incremento del costo dell'energia e dalla conseguente inflazione dei prezzi che ne può derivare che non dai rischi legati alla materializzazione dei profitti attesi derivanti dall'AI. L'inflazione inoltre viene spinta al rialzo anche dalla grande domanda di chip di memoria e dell'energia consumata dalle infrastrutture dell' AI, entrambi fattori necessari per il funzionalmento dei nuovi data center.

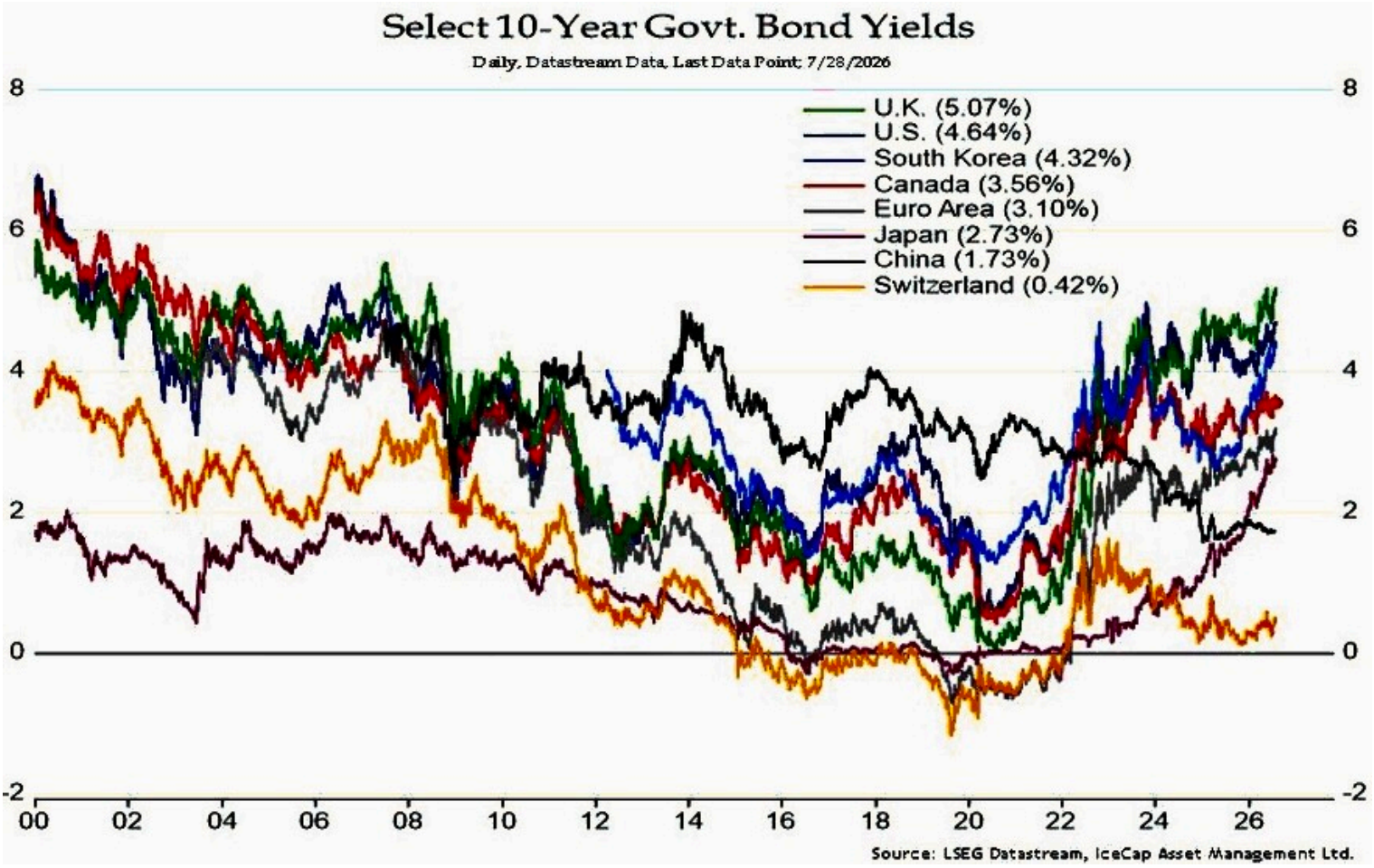
After the cost of solar panels plummeted, solar power has grown sharply as a global electricity source

Average price of a solar panel vs. global electricity generated from solar



Note: Costs are expressed in constant 2024 U.S. dollars per watt.
Source: IRENA (2025), Nemet (2009), and Farmer and Lafond (2016) via Our World in Data, "Solar photovoltaic module price"; Ember, "Yearly Electricity Data" (accessed June 23, 2026).

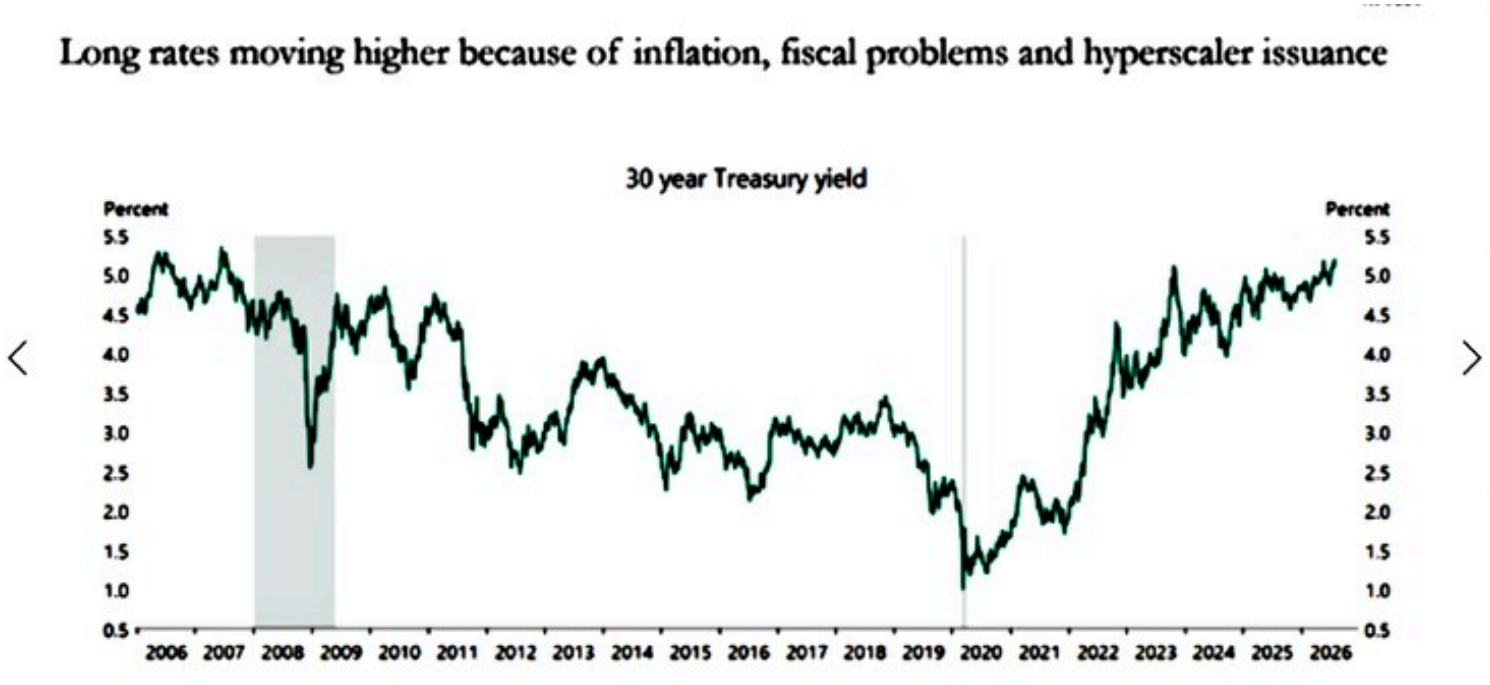
Oggi poi tutti gli analisti poi puntano il dito sul rischio di veder crescere i tassi a lungo termine ancora di più di quanto sono già saliti, dopo che la banca centrale americana ha recentemente deciso di lasciare invariati i tassi a breve termine, alimentando in tal modo l'impressione di non voler fare abbastanza per combattere l'inflazione. Ma in realtà nessuna banca centrale lo sta facendo e i rendimenti stanno crescendo un po' dovunque:



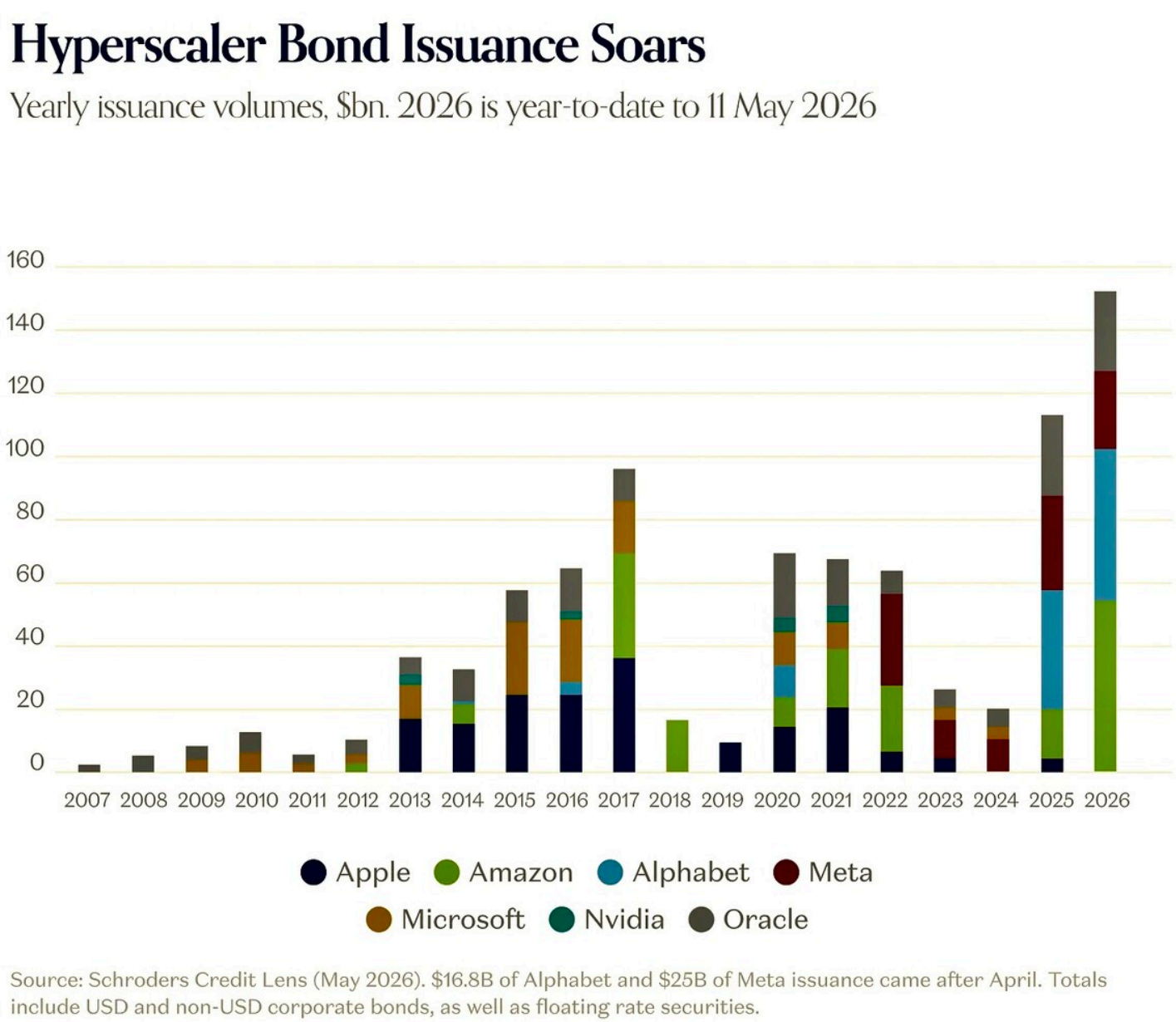
L’altro grande timore è la potenziale volatilità dei mercati finanziari, che dipende anche dal fatto che l’indice SP500 è rimasto molto vicino ai massimi storici in concomitanza con profitti trimestrali decisamente elevati (difficili perciò da confermare anche per il futuro). Dunque non stupirebbe nessuno se le borse dovessero sperimentare una correzione significativa, soprattutto qualora i dati di Luglio confermassero la traiettoria ascendente dei prezzi al consumo. In ogni caso, anche se le borse non fletteranno in assoluto, molti osservatori prevedono per il mese appena iniziato un possibile aumento della volatilità dei corsi.

L’escalation militare in Medio Oriente e la mancata “stretta” monetaria da parte della Federal Reserve (FED) hanno quindi avuto come vittima principale i rendimenti dei Treasury Bonds a lunga scadenza, saliti bruscamente al 4,74% per i titoli a 10 anni e al 5,28% per quelli a 30 anni. Ciò ha incrementando anche l’inclinazione della curva dei rendimenti: i tassi a lungo termine infatti oggi sono molto più elevati di quelli a breve. Cosa che riflette la sfiducia nella determinazione delle banche centrali a combattere l’inflazione.

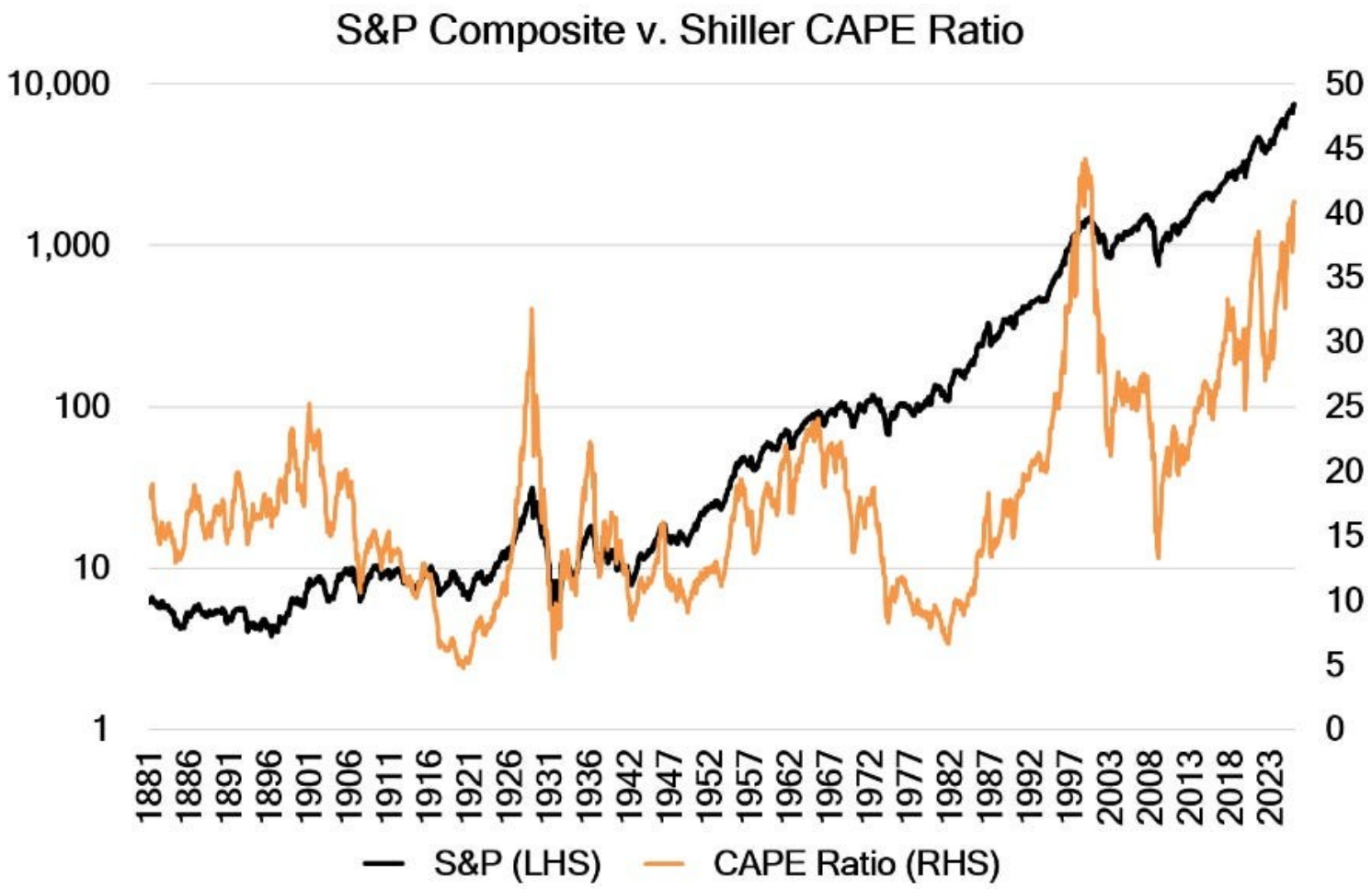
Il rialzo dei tassi a lungo termine dopo il discorso del governatore della FED è perciò semplicemente la continuazione di una tendenza partita nel 2020 (si veda il grafico di lungo termine qui sotto riportato) e una conseguenza della progressiva sfiducia degli investitori nella capacità di contrastare l’inflazione. Se essi temono che l’inflazione torni a correre, chiedono pertanto un premio maggiore per detenere obbligazioni a lunga scadenza.



Sui tassi d’interesse americani tuttavia c’è un problema ancora più importante che riguarda la politica fiscale: il governo federale spende molto più di quanto incassi (il deficit è vicino a 1.700 miliardi) e il debito pubblico americano è giunto quasi a 40 trilioni di dollari, con interessi annuali superiori a 1.100 miliardi. Se ci si aggiunge una diffusa sfiducia nella volontà del Congresso di contrastare questo problema si comprende benissimo quanto sia fondato il timore che i rendimenti obbligazionari possano continuare a salire. Dunque i corsi dei titoli a reddito fisso potrebbero proseguire la discesa, in linea con i maggiori tassi a lungo termine e con il progressivo maggior indebitamento del settore privato:



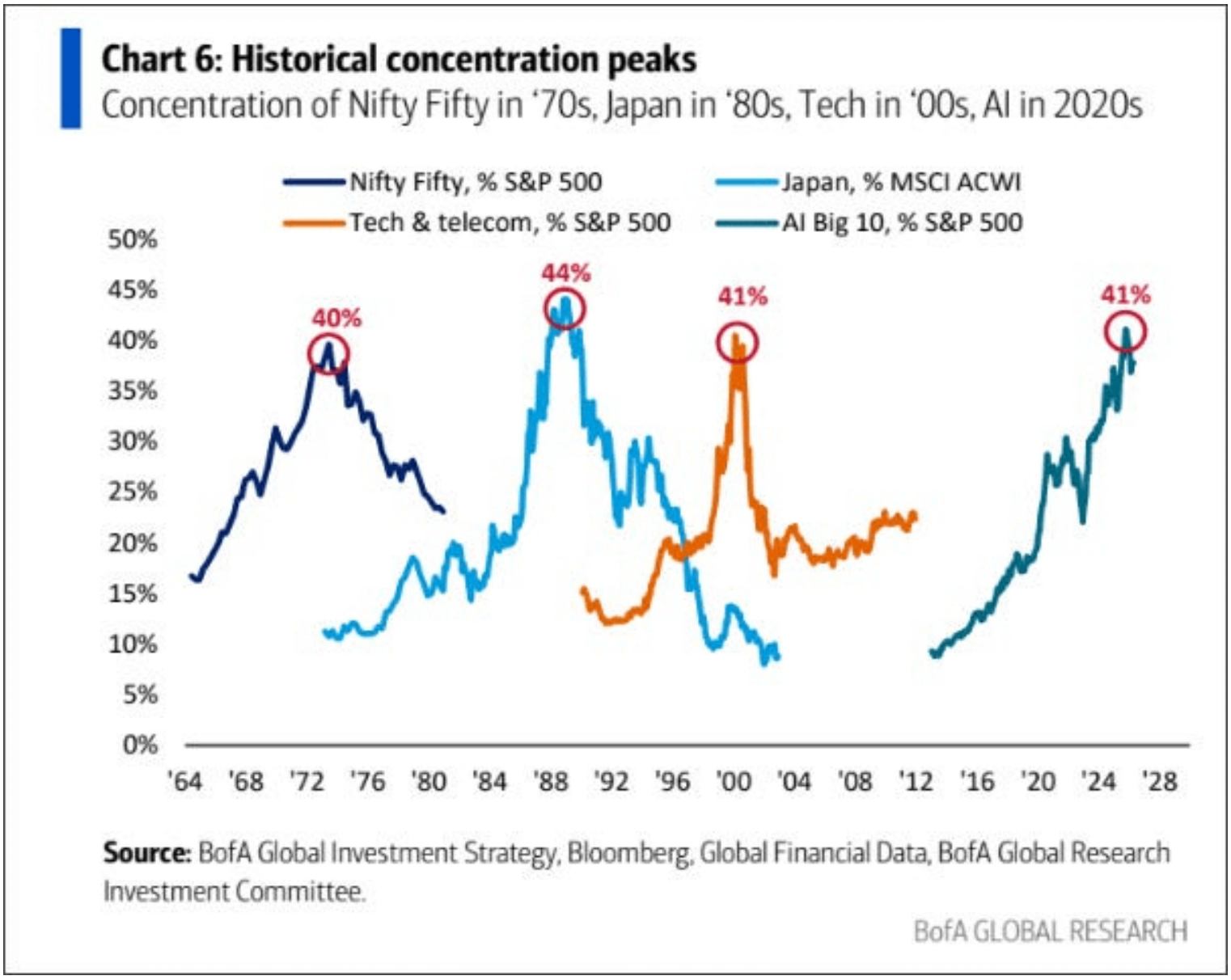
Le borse fino ad oggi hanno reagito relativamente bene ma è da mettere in conto che l'aumento persistente dei rendimenti reali che, dopo l'eccesso di ottimismo e indulgenza attuale degli investitori, andrà progressivamente a comprimere le valutazioni aziendali, soprattutto quelle delle multinazionali della tecnologia e in generale quelle delle società che esprimono i multipli di valore più elevati. Di riflesso l'impatto potrebbe essere meno severo per banche e titoli del comparto finanziario, che tendono contemporaneamente a beneficiare di margini più alti sul costo del denaro.



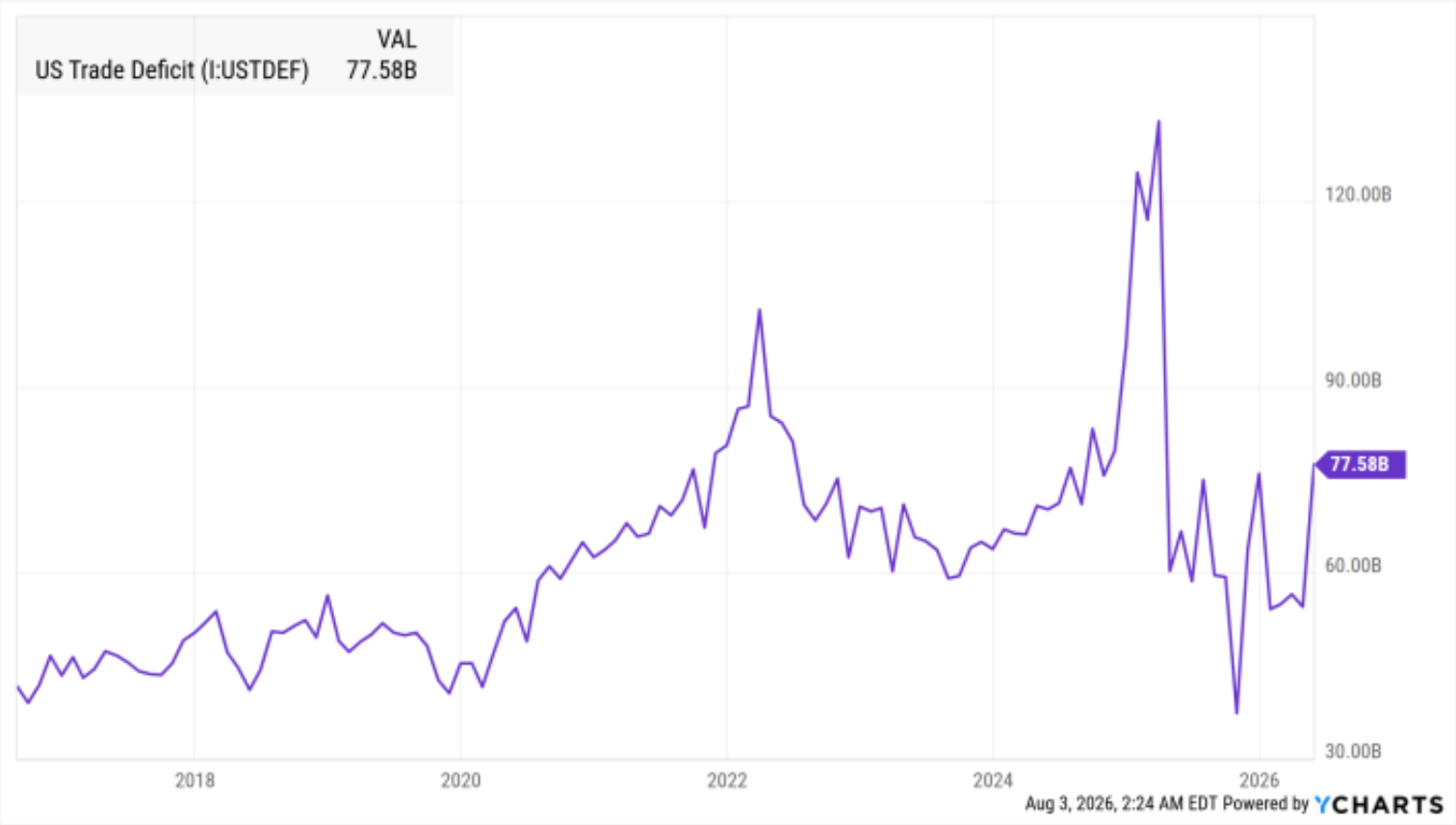
Ma se la banca centrale americana entrerà in modalità “elettorale” (cioè meno aggressiva) questo potrebbe indebolire il cambio del dollaro, soprattutto se in contemporanea la vitalità dell’economia americana dovesse tradursi in un tasso d’inflazione superiore a quello europeo, favorendo una potenziale pericolosissima fuga dei capitali (mentre ancora oggi è l’opposto). Questo non significherà necessariamente che gli Stati Uniti sperimenteranno una crisi del finanziamento del debito pubblico ma solo che il mercato obbligazionario richiederà probabilmente rendimenti ancora più elevati per finanziare il Tesoro.

La credibilità della leadership del nuovo governatore Kevin Warsh della Federal Reserve parte dunque piuttosto male e se Warsh non riuscirà a convincere i mercati del fatto che la Fed può controllare l'inflazione allora la liquidità del mercato finanziario americano

potrebbe ridursi decisamente, soprattutto ora che i settori più avanzati (il cloud computing, l'aerospaziale e l'intelligenza artificiale) lasciano temere gli investitori che scoppi la bolla speculativa che li ha alimentati.



Sull'altro piatto della bilancia occorre indubbiamente riconoscere che gli USA continuano a beneficiare delle maggiori esportazioni di armi, petrolio e gas del mondo e della loro storia e che questo alimenta una dinamica salariale estremamente positiva. Non per niente i consumi domestici di Giugno sono aumentati del 3,2%, indicando che la domanda interna resta molto elevata e ciò suggerisce che i consumatori americani mantengononbsp; una certa fiducia nella crescita dell'economia interna, che si traduce anche in un elevato livello di investimenti (anche al di là di quelli derivanti dalla spesa per l'intelligenza artificiale).



Unica preoccupazione: il tasso di risparmio delle famiglie è sceso al 2,9%, ben al di sotto della media del 6,9%nbsp; nel periodo 2018-2019. Cosa che lascia prevedere una graduale decelerazione della crescita economica americana, anche se la produttività del lavoro sta crescendo dell'1,8% annuo (1,9% negli ultimi 5 anni), il che rappresenta un dato quasi doppio rispetto al decennio 2010-2019 (circa 1%). Cosa che lascia pensare che questo risultato possa almeno in parte dipendere dall'introduzione dell'AI e che perciòl'economia americana resterà resiliente.

Stefano di Tommaso