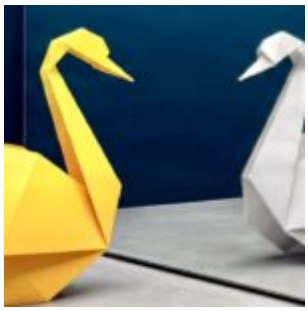
LA FINANZIARIZZAZIONE DELL´ECONOMIA



Il mondo sta cambiando in fretta e non necessariamente in peggio. Tuttavia le pressioni inflazionistiche, il rialzo del costo dell´energia e quello del denaro porteranno ad un mercato dei capitali a due velocità: da una parte le imprese che potranno godere di un accesso smisurato e che potranno beneficiare della congiuntura attuale, dall´altro lato tutte le altre imprese, destinate ad un inesorabile declino. Anche per questo motivo ho inteso definire il momento come quello della "finanziarizzazione dell´economia".

LA CRISI ENERGETICA RISCHIA DI PEGGIORARE

Passano le settimane e non soltanto non si vede la fine della grave crisi politica mediorientale, ma addirittura se ne teme l´inasprimento. Il mondo è in fiamme peraltro non soltanto in Medio Oriente, ma anche al confine tra Europa e Asia, in Africa e nel Sud Est Asiatico, con l´inevitabile conseguenza che le risorse destinate agli armamenti vengono sottratte alle infrastrutture civili, alla previdenza sociale e alla sanità. Con le numerose guerre in corso è soprattutto la capacità di raffinazione e di trasformazione delle materie prime che sta divenendo insufficiente, insieme al forte rialzo complessivo dei costi del trasporto internazionale. La pressione che tutto ciò è destinato ad esercitare sui costi di produzione e, inevitabilmente, anche sui prezzi al consumo, oggi non viene ancora incorporata dalle statistiche ma il mercato dei capitali ha ben chiara la prospettiva e sta affrontando le proprie scelte con maggior prudenza, oltre che rialzando aspramente il costo del capitale per anticiparne le conseguenze.

Indicatore	Ultimo dato	Significato
Petrolio Brent	104,72 $/barile	Pressione sui costi energetici
Inflazione Eurozona, settembre	3,8%	Rischio di ulteriori aumenti BCE
Inflazione energetica Eurozona	+18,8%	Forte shock dell'offerta
Tasso depositi BCE	2,50%	Politica monetaria più restrittiva
Treasury USA, 10 anni	Circa 5,24%	Alto costo del capitale globale
Bund tedesco, 10 anni	Circa 3,45%	Aumento del tasso privo di rischio europeo
BTP italiano, 10 anni	Circa 4,53%	Rendimenti elevati anche in Italia
OAT francese, 10 anni	Circa 4,81%	Forte premio per il rischio sovrano
Costo medio nuovi prestiti imprese Eurozona, agosto	3,77%	Dato precedente all'ultimo rialzo BCE
Crescita annua M3, agosto	+3,5%	Moneta ancora in espansione
Crescita annua prestiti imprese, agosto	+4,2%	Credito ancora in crescita

LA SOMMATORIA DI DIVERSI FATTORI

Peraltro questo cigno nero del rialzo indiscriminato dei costi energetici e di molte altre materie prime e derrate alimentari (che ha avuto luogo come conseguenza dell´ennesima guerra mossa da USA e Israele alla Persia) si innesta su una vicenda precedente -quella dello sviluppo delle grandi infrastrutture legate all´Intelligenza Artificiale- che stava già generando una carenza di risorse energetiche, soprattutto in abbinata con la tendenza globale a ridurre lo sfruttamento di energie derivanti dalla combustione di fossili. All´incremento della domanda di energia si sono dunque affiancate scarsità di offerta e rialzo dei costi per produrla.



La scarsa visibilità -per il momento- delle conseguenze dell´impennata di inflazione e tassi di interesse nelle statistiche ufficiali non deve sorprendere: il fatto che i titoli di stato si siano deprezzati soltanto marginalmente (corrispondentemente a lievi rialzi dei loro rendimenti) e che i listini delle borse siano di fatto rimasti ancora intorno ai massimi storici di sempre dipende da una serie di vischiosità inevitabili, oltre che dalle conseguenze positive delle nuove tecnologie e della spesa per armamenti sulla redditività delle imprese di maggiori dimensioni. La domanda di microchip di ultima generazione ad esempio è esplosa, così come la domanda di servizi a maggior valore aggiunto. Dunque non è affatto detto che l´inflazione e gli aumenti dei tassi e dei costi provochino una recessione economica globale. Anzi: per il momento è vero il contrario!

La transizione che ne consegue (quella da un´economia prevalentemente industriale sostenuta da zero inflazione, bassi costi del capitale e abbondanza di energia a buon mercato ad un´economia invece prevalentemente digitale e caratterizzata da endemica scarsità di energia, manodopera e di capitale) non potrà non produrre enormi conseguenze, a partire da costi più elevati dei vari fattori di produzione che impongono un problema globale di competitività.

Il panorama economico complessivo sta dunque cambiando radicalmente il contesto di fondo nel quale la media impresa che compete sui mercati internazionali ha fino ad oggi

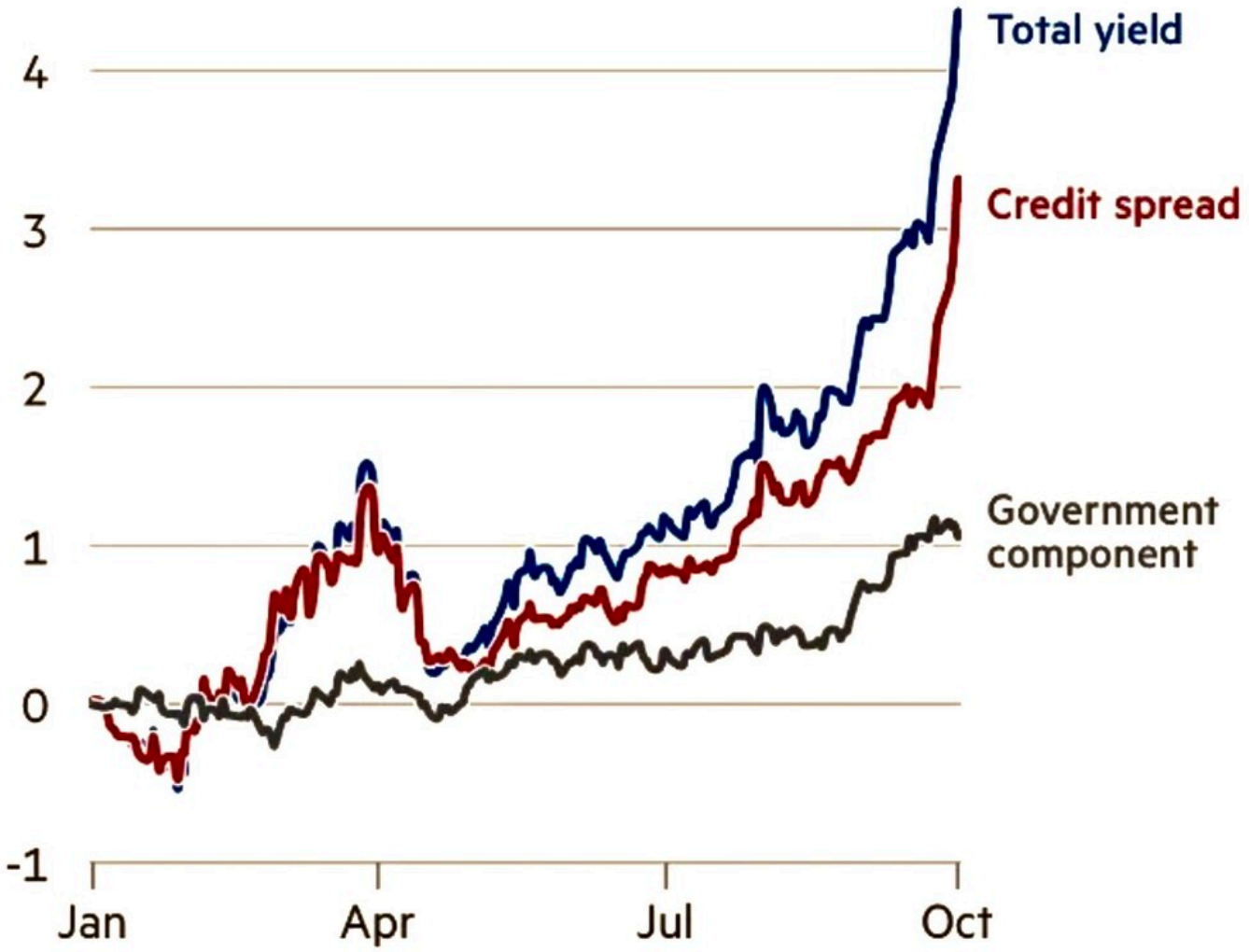
operato. Il balzo dei costi produttivi, logistici e industriali che questa deve affrontare possono divenire una minaccia esistenziale destinata a scuotere alle fondamenta il vecchio sistema economico di paesi come il nostro. Trascinando con sé una revisione integrale delle politiche di concessione del credito e di quelle di investimento del capitale di rischio.

IL COSTO DEL CAPITALE APPARE DESTINATO A CRESCERE ANCORA

Il capitale circolante sta diventando un lusso che poche aziende potranno permettersi e il maggior costo complessivo degli investimenti per l´ammodernamento dei sistemi aziendali spinge le imprese ad aver bisogno di una maggior dotazione di capitali di rischio, cosa che le spinge a tagliare le attività a bassa marginalità, minor capacità di generare cassa e più elevato fabbisogno finanziario, onde evitare di vedere drasticamente ridotto il valore dell´equity, il quale a sua volta risulterä sempre più importante per mantenere elevata la capacità di ottenere credito.

Wider spreads are driving up borrowing costs for the weakest US companies

Change in yield on US CCC and lower corporate bonds since end of 2025 (percentage points)



FINANCIAL TIMES

Source: Ice Date indices; FT calculations • **Government component** is yield to maturity minus option-adjusted spread over government debt

Il risultato di queste pressioni potrà sospingere il sistema industriale europeo verso una radicale revisione delle proprie priorità e verso un efficientamento forzoso dei sistemi produttivi che non potranno più contare sulla speranza di trovare nelle economie di scala e negli arbitraggi di mercato la soluzione alle crescenti pressioni competitive. Le imprese che non riusciranno a rivedere al rialzo le proprie stime di profittabilità e a reperire i capitali necessari per farlo dovranno perciò trovare nelle efficienze esterne derivanti da fusioni e acquisizioni la capacità di resistere alle pressioni competitive.

In una congiuntura come quella attuale di rialzo generalizzato dellinflazione dei prezzi le imprese dovranno poi mettere in conto una pressione ulteriore: quella della necessità di innalzare i compensi da attribuire alle risorse umane-chiave, le quali rischiano di essere sempre più scarse. La compressione dei profitti attesi che ne può discendere non potrà che forzare cambiamenti strategici e decisioni aziendali più radicali, che fino ad oggi erano magari all´orizzonte ma venivano rinviate: quelle di investire pesantemente nell´industriale, nell´automazione industriale e nella capacità di dialogo con la clientela.

L´ACCESSO AL MERCATO DEI CAPITALI NON SARÀ PER TUTTI

Ma per mettere a terra tutti i pesanti investimenti che si rendono necessari non basta la buona volontà : occorre l´accesso a grandi risorse di capitali e finanziamenti, occorre esibire un´ottima redditività prospettica per attrarre questi ultimi e molto spesso tutto ciò resta appannaggio delle sole imprese di maggiori dimensioni. Occorre dunque prendere in seria considerazione processi di aggregazione ed efficientamento che ne sblocchino la possibilità. Si apre perciò una stagione che non potrà non vedere come protagonista ancora una volta il settore finanziario, anche per il fatto che il maggior costo del denaro spesso significa margini più ampi per chi lo gestisce.

La finanziarizzazione dell´economia tuttavia non deve essere interpretata necessariamente come un male. La selezione naturale operata dal mercato dei capitali può spingere a individuare nuove soluzioni industriali e non soltanto a fusioni e acquisizioni. Ad esempio può causare una nuova ondata di frammentazione delle filiere produttive, che potrebbe rendersi necessaria per investire pesantemente nello sviluppo delle nuove tecnologie di ciascun comparto industriale, consentendo al contempo di limitare gli investimenti necessari da parte di ciascun soggetto economico. La frammentazione verticale delle produzioni può inoltre esaltare la capacità di erogare credito commerciale nelle transazioni tra soggetti economici separati. Un fenomeno che si era già visto negli anni ´80 e ´90 del secolo scorso.

LE IMPRESE NON POTRANNO IGNORARNE LE CONSEGUENZE

Ma quando i capitali non bastano più e i mercati di sbocco si fanno sempre più esigenti alla necessità di ricapitalizzazione delle imprese ovvero di super-specializzazione delle produzioni potrebbe non esserci alternativa. Così come si renderà imprescindibile un impiego delle nuove tecnologie iper-digitali anche nelle industrie più tradizionali. Tanto nei processi produttivi quanto nella natura dei singoli prodotti. L´intelligenza artificiale potrebbe rendere necessaria l´ "internet delle cose" un pó dappertutto. E non è detto che questo sia di per sè un male. Ma sicuramente costringe le imprese ad adeguarsi radicalmente. E probabilmente le spinge ad una selezione naturale accentuata dalla necessità di forti investimenti per adeguarsi.

Come ogni momento storico di grande transizione è difficile giudicare ex ante se essa può avere conseguenze più negative o più positive, ma certamente si tratta di un fenomeno straordinario che impatterà molt sull´industria a causa della sovrapposizione di diversi elementi dirompenti: dalla necessità di incrementare la sostenibilità ambientale all´iper-digitalizzazione necessaria per poter beneficiare delle ricadute dell´intelligenza artificiale fino alla necessità di contenere i consumi di energia e i costi logistici. Per tutti questi motivi gli operatori economici dovranno competere per accaparrarsi maggiori risorse di capitale e il costo implicito o esplicito o di quest´ultimo potrebbe crescere parecchio.

Tipologia di impresa	Evoluzione più probabile del credito
Imprese solide, poco indebitate, con flussi di cassa prevedibili	Accesso relativamente buono, ma finanziamenti più costosi
Imprese con leva finanziaria intermedia	Spread più elevati, durata dei prestiti più selettiva e maggiore attenzione ai covenant
Imprese molto indebitate o con marginalità debole	Rifinanziamento difficile, maggior richiesta di garanzie o capitale proprio

QUALI IMPRESE NE BENEFICIERANNO ?

Anche per il credito il rischio di rialzo del suo costo e di un progressivo razionamento selettivo è concreto. La qualità dell'azienda, la generazione di cassa e la solidità del capitale proprio avranno un ruolo crescente nella determinazione del valore d´impresa e dunque anche del costo del capitale: le imprese più vulnerabili potrebbero subire una doppia penalizzazione: minore marginalità e valutazione inferiore.

Quali imprese europee potrebbero essere maggiormente penalizzate?

Settore / caratteristiche	Rischio sulla valutazione	Motivazione
Industria chimica, automotive, metallurgia	Alto	Energia costosa, margini ciclici, capitale circolante
Aziende finanziate con LBO a leva elevata	Alto	Oneri finanziari, vincoli al rifinanziamento
Immobiliare indebitato	Alto	Rendimenti immobiliari e tassi di finanziamento
Tecnologia con utili lontani nel tempo	Medio-alto	Sensibilità ai tassi di attualizzazione
Servizi B2B ricorrenti e poco capital intensive	Medio-basso	Cassa prevedibile e limitati investimenti
Sanità e farmaceutica di qualità	Medio-basso	Domanda relativamente resiliente
Produttori energetici e alcune società infrastrutturali	Differenziato	Benefici dei prezzi energetici contro costo del capitale

Quali imprese europee potrebbero essere maggiormente penalizzate? Settore / caratteristiche Rischio sulla valutazione Motivazione Industria chimica, automotive, metallurgia Alto Energia costosa, margini ciclici, capitale circolante Aziende finanziate con LBO a leva elevata Alto Oneri finanziari, vincoli al rifinanziamento Immobiliare indebitato Alto Rendimenti immobiliari e tassi di finanziamento Tecnologia con utili lontani nel tempo Medio-alto Sensibilità ai tassi di attualizzazione Servizi B2B ricorrenti e poco capital intensive Medio-basso Cassa prevedibile e limitati investimenti Sanità e farmaceutica di qualità Medio-basso Domanda relativamente resiliente Produttori energetici e alcune società infrastrutturali Differenziato Benefici dei prezzi energetici contro costo del capitale

NON NECESSARIAMENTE UN MALE

Questo non significa necessariamente che la liquidità monetaria in circolazione sia destinata a contrarsi. È più plausibile una crescita ancora positiva degli aggregati monetari che verranno tuttavia distribuiti inegualmente fra le diverse tipologie di settori industriali e qualità dei debitori. Le società e i fondi meno dipendenti dalla leva finanziaria potrebbero addirittura beneficiare della maggiore selettività del sistema bancario o acquisire imprese a condizioni più vantaggiose. Non perché le valutazioni aziendali nel loro complesso debbano scendere, ma perché i venditori delle aziende più fragili potrebbero avere meno alternative. Il valore delle aziende dipenderà sempre meno dalla disponibilità di debito e sempre più dalla capacità autonoma di generare liquidità.

Stefano di Tommaso

IL SURRISCALDAMENTO DELL'ECONOMIA



Dobbiamo preoccuparci della crescita economica globale? Probabilmente no: nonostante gli allarmi lanciati da molte cassandre sembra resistere molto bene ai numerosi shock cui viene sottoposta, sebbene l'equilibrio economico-finanziario complessivo appaia oggi più fragile con una tendenza di fondo ben più inflazionistica di quanto le statistiche ufficiali possano suggerire. Le ragioni vanno cercate nella profonda trasformazione strutturale che discende dalle tendenze di fondo: la transizione verso l'iper-digitalizzazione dell'economia, la corsa agli armamenti, l'eccesso di debito del sistema finanziario globale, la competizione per il controllo di materie prime e competenze.

DAI TASSI NEGATIVI ALL'HIGHER FOR LONGER

Con la precedente era, caratterizzata dalla globalizzazione e dalla grande abbondanza di liquidità sul mercato dei capitali, il costo dell'energia era relativamente basso e l'inflazione dei prezzi rasentava lo zero assoluto.nbsp; Anche i tassi d'interesse viaggiavano a livelli bassissimi rispetto alle medie storiche e la principale preoccupazione della parte più ricca dell'umanità era quella dei costi legati alla necessità di una transizione ecologica verso un contesto di maggior sostenibilità dell'equilibrio ambientale. Oggi della transizione verso la sostenibilità dell'industria e dei consumi si parla infinitamente meno dal momento che, in pochi anni il quadro sembra essersi profondamente trasformato e le priorità sono divenute altre.

Lo sviluppo delle nuove tecnologie ha generato l'esigenza di creare nuovi imponenti centri di calcolo e quella di produrre l'enorme e crescente quantità di energia che essi consumano. Si contrappongono però alla domanda crescente di capitali ed energia tanto la crescente tensione geo-politica globale quanto i prezzi esorbitanti dei derivati di petrolio e gas, la cui produzione è stata significativamente ridotta nel mondo proprio a causa delle

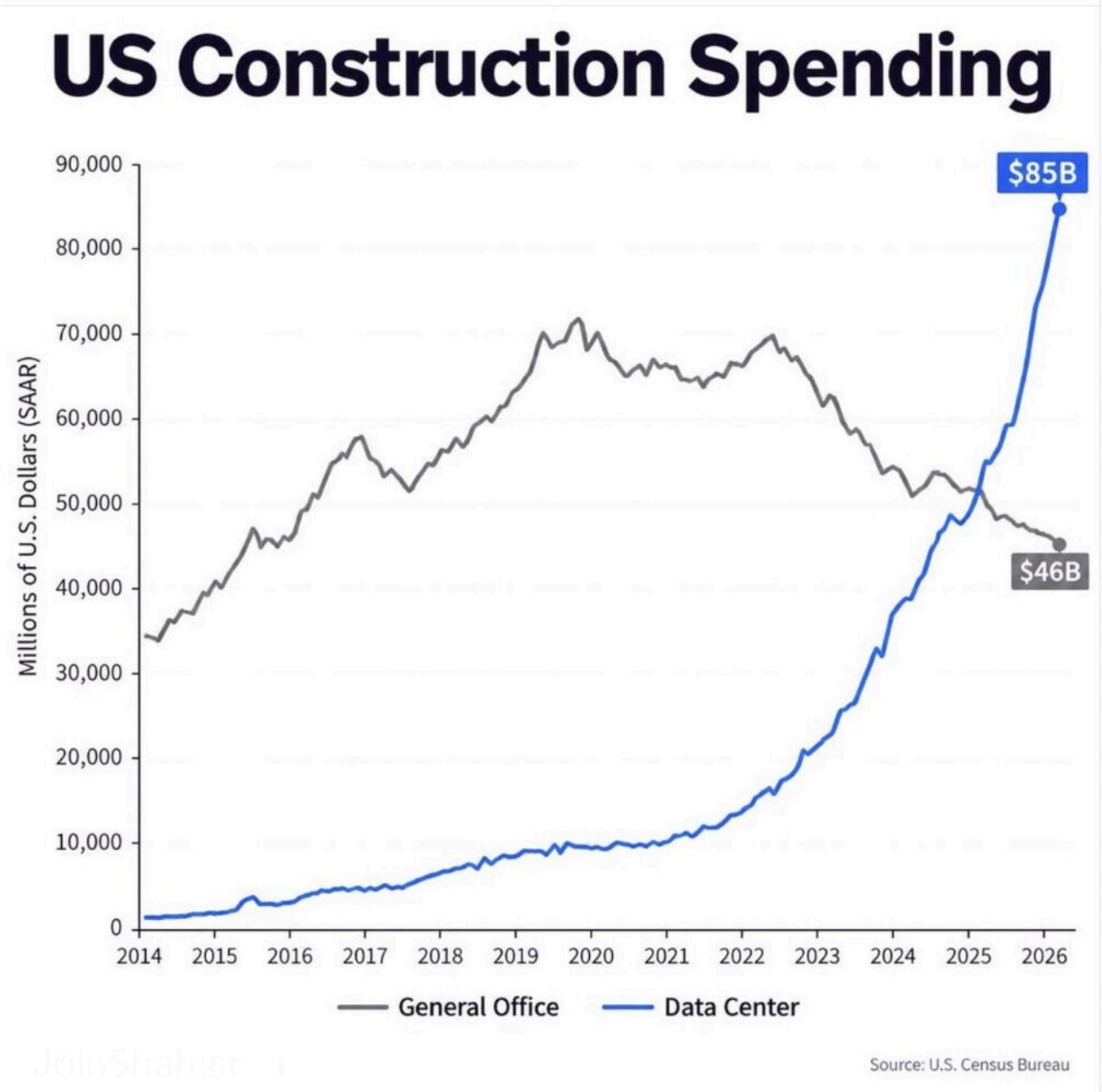
devastazioni derivanti dalle guerre. Al tempo stesso le tensioni geo-politiche stanno anche determinando il rimpatrio di molte produzioni industriali strategiche. Cosa che, unitamente all'invecchiamento della popolazione occidentale, provoca una decisa scarsità delle risorse umane disponibili sul mercato del lavoro.



LA CORSA AGLI INVESTIMENTI

In soccorso a tale scarsità stanno facendosi strada sistemi di iper-automazione di molte attività basati sull'automazione e l'intelligenza artificiale, capaci di moltiplicare la produttività del lavoro umano, ma la loro progressione è necessariamente lenta e gli investimenti necessari accentuano la competizione per accaparrarsi gli ingenti capitali.

Il risultato di tutto ciò è una montagna di investimenti: quelli americani per gli armamenti, la leadership nei semiconduttori, l'AI e l'energia, quelli europei per gli armamenti, le reti elettriche e idriche, l'energia e i data center, quelli cinesi giapponesi e taiwanesi per i semiconduttori, i veicoli elettrici e i sistemi di accumulo di energia, l'AI, quelli indiani per le infrastrutture, l'energia e la manifattura.



La rincorsa alle nuove tecnologie, alla conquista dello spazio, alla sicurezza informatica e agli armamenti di nuova generazione, alla produzione di energia e all'automazione necessaria al rimpatrio delle produzioni che in passato erano state esternalizzate in Paesi terzi a più basso costo della manodopera e dell'energia oggi stanno drogando lo sviluppo economico, sostenendo la produzione, il commercio e i servizi. A ciò si aggiungono le politiche fiscali ultra-espansive della maggior parte delle nazioni e provoca competizione e tensioni sui mercati finanziari per accaparrarsi i capitali necessari a sostenerla.

Il nuovo scenario dell'economia mondiale descrive dunque una crescita economica globale decisamente resiliente agli shock geopolitici e inflazionistici ma molto dipendente dalla necessità di ingenti investimenti e dall'abbondanza di energia. La sua conseguenza strutturale è probabilmente l'inizio di un'era economica caratterizzata da un elevato prezzo dell'energia, dei combustibili fossili e di tutti i prodotti chimici da questi derivati, e da un

indebitamento complessivo elevatissimo e pur tuttavia ancora oggi crescente, che determina la necessità di rialzi significativi della remunerazione del capitale, anche in competizione con l'esigenza delle pubbliche amministrazioni -già estremamente indebitate- di finanziare le infrastrutture pubbliche e potenziare l'arsenale di nuovi armamenti. Appare perciò intuitivo che ciò possanbsp; provocare un crescente costo del capitale e l'endemico rialzo dei costi energetici, con tutte le conseguenze che ne potranno derivare per l'industria, i trasporti e le filiere alimentari.



IL CONTRARIO DELLA RECESSIONE: SURRISCALDAMENTO DELL'ECONOMIA GLOBALE

Il mondo intero perciò oggi non si confronta con il rischio di una recessione imminente, bensì con il suo opposto: quello di un'iper-riscaldamento dell'economia, di un'esplosione dei costi industriali e conseguentemente dell'inflazione, sebbene quella comunemente misurata nelle statistiche ufficiali riguarda i prezzi al consumo, i quali risultano calmierati dalla limitata capacità di spesa dei percettori di salari e stipendi.nbsp;

Dunque è lecito prevedere che l'andamento del mercato del lavoro non costituisca più il fattore principale di crescita dell'inflazione, che l'inflazione "reale" sarà probabilmente molto più elevata di quella riportata dalle statistiche ufficiali e che i tassi d'interesse "reali" appariranno di conseguenza molto più elevati di quanto lo siano effettivamente se confrontati con l'effettivo maggior costo di buona parte dei fattori di produzione. Comunque i dati più recenti sono ugualmente preoccupanti: in Italia ad esempio nello scorso mese di Settembre l'inflazione dei prezzi al consumo è stata dello 0,7% su base mensile: cioè l'8,4% su base annua!

L'introduzione di un'elevatissimo livello di automazione dell'industria, dei nuovi agenti dell'Intelligenza Artificiale (AI) e l'applicazione dell'iper-digitalizzazione a praticamente ogni sfera dell'economia è stimato possa avere nel medio-lungo termine un impatto decisamente deflattivo sul costo delle produzioni, ma per il momento la montagna di investimenti necessari per giungere ad una sua diffusione capillare e la necessità di ingenti infrastrutture a supporto delle interconnessioni, della produzione di energia e al rinnovo del parco macchine (diverse centinaia di miliardi di dollari per anno) sta generando l'effetto opposto: la scarsità di energia e il maggior costo del capitale rischiano di gettare il mondo in un'era di iper-inflazione e tassi d'interesse elevati o che non vedevamo dagli anni '70.

CHI CI GUADAGNA E CHI CI PERDE

Se quello delineato è il probabile futuro scenario macro-economico globale, ci sono due importanti considerazioni che ne possono discendere: A) la prima è che lo sviluppo economico non riguarderà in modo omogeneo tutte le aree geografiche del pianeta bensì possa anzi provocare crescenti squilibri, e B) la seconda è che i cambiamenti strutturali che derivano dalle macro-tendenze potranno provocare importanti stravolgimenti anche nelle catene del valore dei diversi comparti industriali, tanto per l'inflazione dei prezzi quanto perché le nuove tecnologie sospingono taluni margini industriali ma al tempo stesso ne comprimono altri.

Partiamo da quest'ultima considerazione: se il contenuto tecnologico di ogni oggetto prodotto tende oggi a crescere a dismisura è probabile che molta manifattura "tradizionale" perda progressivamente rilevanza e arrivi ad assottigliare i propri margini di

guadagno (e dunque il valore). E se l'intera industria dei semilavorati delle materie prime dovrà confrontarsi con costi energetici e di approvvigionamento crescenti con una limitata capacità di sbocco delle proprie produzioni sui mercati internazionali, anche a causa delle limitazioni imposte dalle contrapposizioni geo-politiche, allora interi comparti industriali saranno sottoposti a stress opposto laddove le loro produzioni non appaiano funzionali alle crescenti esigenze tecnologiche, militari e alimentari. Così è ipotizzabile che le tendenze di fondo dell'economia globale possano rendere progressivamente meno redditizie le filiere industriali legate ai consumi discrezionali, al lusso e allo "lifestyle". È invece probabile che avranno progressivamente più spazio tutte quelle produzioni tecnologiche legate all'esigenza di sicurezza, alla salute e al benessere della persona.

L'ultimo scenario OECD è:

Economia	PIL 2026	PIL 2027
Mondo	2,9%	3,0%
USA	2,2%	2,1%
Eurozona	1,0%	1,0%
Cina	4,5%	4,2%
Giappone	0,8%	0,7%
India	~7,1% FY26/27	~6,5% FY27/28

Se poi analizziamo la prima delle due conseguenze dello scenario delineato (gli squilibri tra le diverse aree del mondo) le previsioni indicano uno sviluppo economico nelle aree geografiche che esprimono le maggiori capacità tecnologiche e di adattamento delle industrie manifatturiere alle nuove esigenze legate agli investimenti infrastrutturali di ogni genere, e una possibile importante contrazione delle aree geografiche legate alle produzioni industriali più tradizionali legate ai consumi discrezionali. Anche se è difficile generalizzare, queste indicazioni non lasciano prevedere un futuro molto roseo per i paesi che avranno più instabilità politica e conseguentemente più difficile accesso al mercato dei

capitali o alla disponibilità di risorse naturali e di materie prime, e in generale possono indicare una crescente polarizzazione della ricchezza economica nei confronti delle nazioni dominanti e a scapito dell'Europa (troppo dipendente da fonti energetiche esterne) e di molti Paesi emergenti.

LE CONSEGUENZE PER I MERCATI FINANZIARI

Per i mercati finanziari la declinazione possibile delle macro-tendenze che abbiamo osservato potrebbe significare, oltre all'elevata probabilità che i tassi d'interesse a lungo termine (quelli meno controllabili dalle banche centrali) crescano ancora, un ridimensionamento dei moltiplicatori di valore delle industrie più tradizionali e una mera stabilizzazione di quelle più innovative. Non una crescita, perché se anche ci fosse spazio per un loro apprezzamento, i moltiplicatori del reddito di queste ultime dovrebbero comunque confrontarsi con l'aumento dei rendimenti a lungo termine richiesti dal mercato.

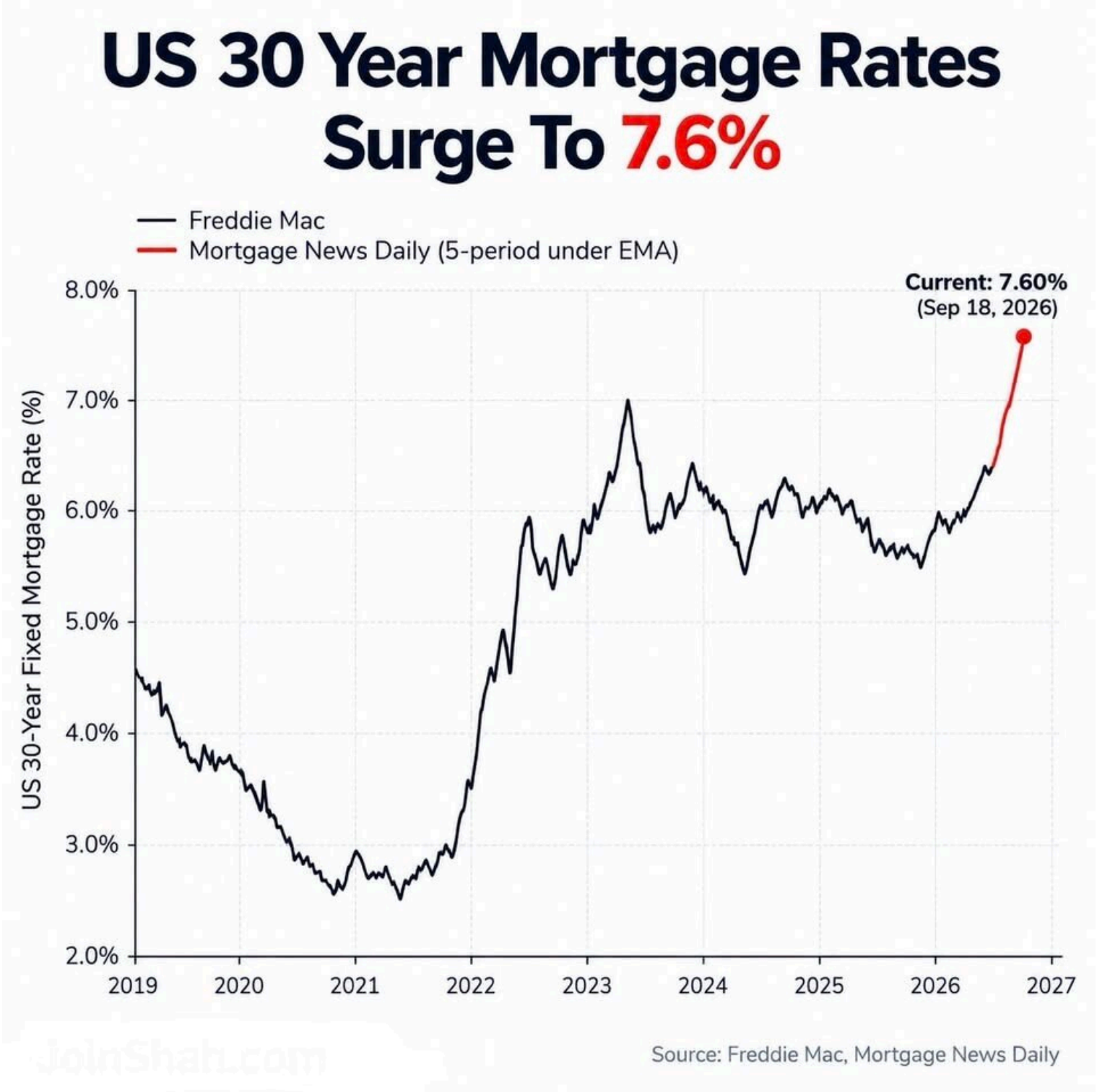


Dunque borse piatte e titoli obbligazionari in ulteriore discesa dei corsi. Questo scenario lascia prevedere la possibilità di una grande rotazione dei portafogli degli investitori dalle borse ai titoli a reddito fisso (con il conseguente calmieramento dei loro rendimenti) ma soltanto per uno scorcio di tempo. Dopo di che, se le attuali tendenze di fondo continueranno, è possibile che tornerà razionale privilegiare ancora una volta l'investimento azionario selezionando accuratamente i titoli su cui investire a causa di un

possibile arretramento di molti comparti industriali sotto la pressione delle nuove tecnologie. Sarà dunque molto più sicuro investire in fondi quotati (ETF) che replicano l'andamento degli indici di borsa, piuttosto che arrischiarsi in scelte azzardate in assenza di adeguata diversificazione degli investimenti.

LE CONSEGUENZE PER LE AZIENDE

Se l'analisi della situazione attuale si rivelerà corretta è facile prevedere un crescente costo del denaro per le imprese che ricorreranno all'indebitamento e un'ulteriore differenziazione nei moltiplicatori di valore delle stesse in funzione della dimensione aziendale (più bassi per le imprese minori), cosa che probabilmente spingerà verso ulteriori processi di aggregazione industriale e verso una maggior polarizzazione delle imprese cosiddette "converter" verso i propri fornitori o verso i clienti finali.



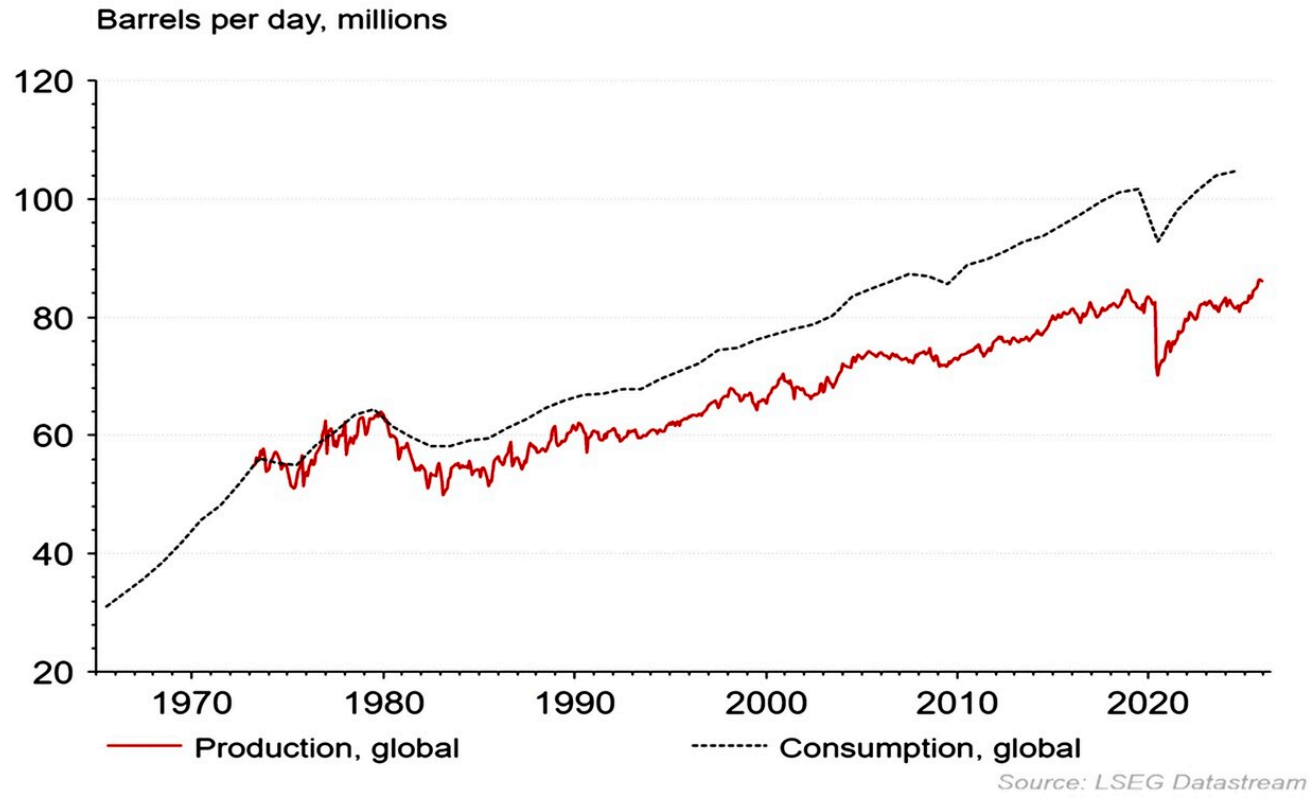
L’innalzamento del costo del capitale potrebbe inoltre provocare una riduzione della liquidità complessiva disponibile sui mercati finanziari, imponendo quindi un “volo verso la qualità” degli investitori e finanziatori, i quali potrebbero decidere di innalzare i loro criteri di “rating” (merito di credito) limitando l’accesso alle risorse per le imprese meno capitalizzate o considerate più a rischio.

Il maggior costo dell’energia, qualora lo scenario geopolitico globale non cambi radicalmente imporrà inoltre per molte industrie ulteriori investimenti per il risparmio delle risorse energetiche e la produzione da fonti alternative, cosa che ancora una volta spingerà le imprese che generano più cassa e che godono di maggiori dotazioni finanziarie

a distanziare ulteriormente le altre.

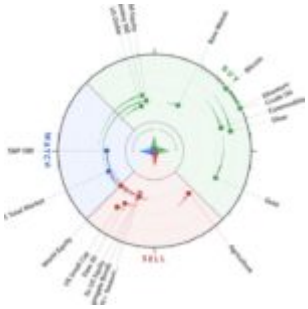
Figure 4. Global crude oil production and consumption.

Source: LSEG DataStream (2026).



Stefano di Tommaso

BOND SELL-OFF O GRANDE ROTAZIONE?



I mercati finanziari di tutto il mondo negli ultimi mesi hanno dovuto prendere atto di una importante novità: i titoli di stato americani sono scesi vistosamente di prezzo a causa dei maggiori rendimenti richiesti dai risparmiatori per detenere titoli a reddito fisso. Per le durate più lunghe i rendimenti hanno superato abbondantemente il 5% e, ovviamente, anche il resto del mondo ha dovuto prendere atto del fatto che l'aria era cambiata. Le guerre, i timori e la risalita dei tassi d'interesse americani hanno spinto al rialzo anche il dollaro, che sta guadagnando terreno su tutte le altre valute, mentre ha lasciato molto vicino ai massimi il principale indice di Wall Street. Oggi tutti si chiedono se le cose rimarranno così (con le borse a gonfie vele cioè nonostante il rialzo dei tassi) oppure se è soltanto l'inizio di grandi sommovimenti che porteranno le borse a ridimensionarsi.



I TASSI A LUNGO TERMINE NEGLI USA SI SONO IMPENNATI

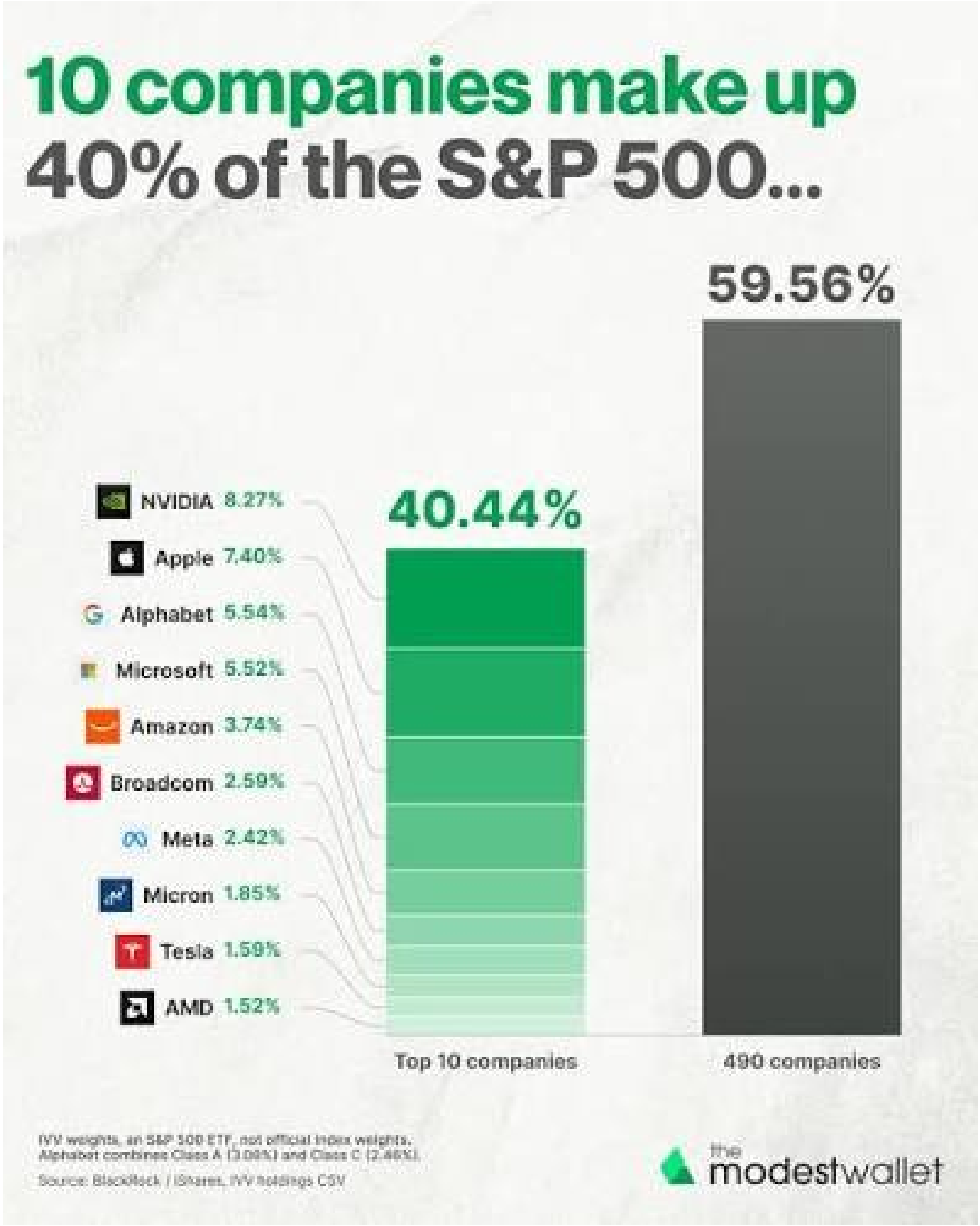
La questione è di quelle ardue: l'ondata di rialzi dei tassi d'interesse è dipesa da un picco speculativo dovuto alla differenza temporanea tra domanda e offerta di titoli

obbligazionari, oppure rappresenta un punto di svolta e marca l'inizio di un cambiamento strutturale? L'esito di quest'indagine ha un evidente impatto sulle attese relative alle quotazioni dei bond e di tutte le altre "asset class": le borse valori saranno danneggiate dai rendimenti in salita? E i metalli preziosi toccheranno nuovi massimi (come da inizio anno è successo all'avvio del periodo di rialzi dei tassi) oppure saranno lasciati indietro a causa del rialzo dei rendimenti?



WALL STREET TOCCA ANCORA I MASSIMI

Negli ultimi tre lustri abbiamo avuto tassi d'interesse bassi, abbondanza di capitale e profitti aziendali in costante crescita, cosa che spingeva gli investitori a privilegiare l'investimento in borsa rispetto ai titoli a reddito fisso. Ovviamente i tassi bassi e la domanda di titoli azionari hanno innalzato le valutazioni d'azienda e ci siamo abituati a vedere multipli di valore estremamente elevati rispetto alle medie storiche. In parte erano e sono ancora giustificati dalle prospettive di crescita dei profitti che derivano dall'iper-digitalizzazione dell'economia e dai guadagni in termini di efficienza e produttività di quelle imprese che più ne hanno beneficiato: quelle di maggiori dimensioni globali, le quali però rappresentano oggi più che in passato gran parte della capitalizzazione delle principali borse. Poi è arrivata l'inflazione e tutti si sono chiesti se sarebbe continuato così.

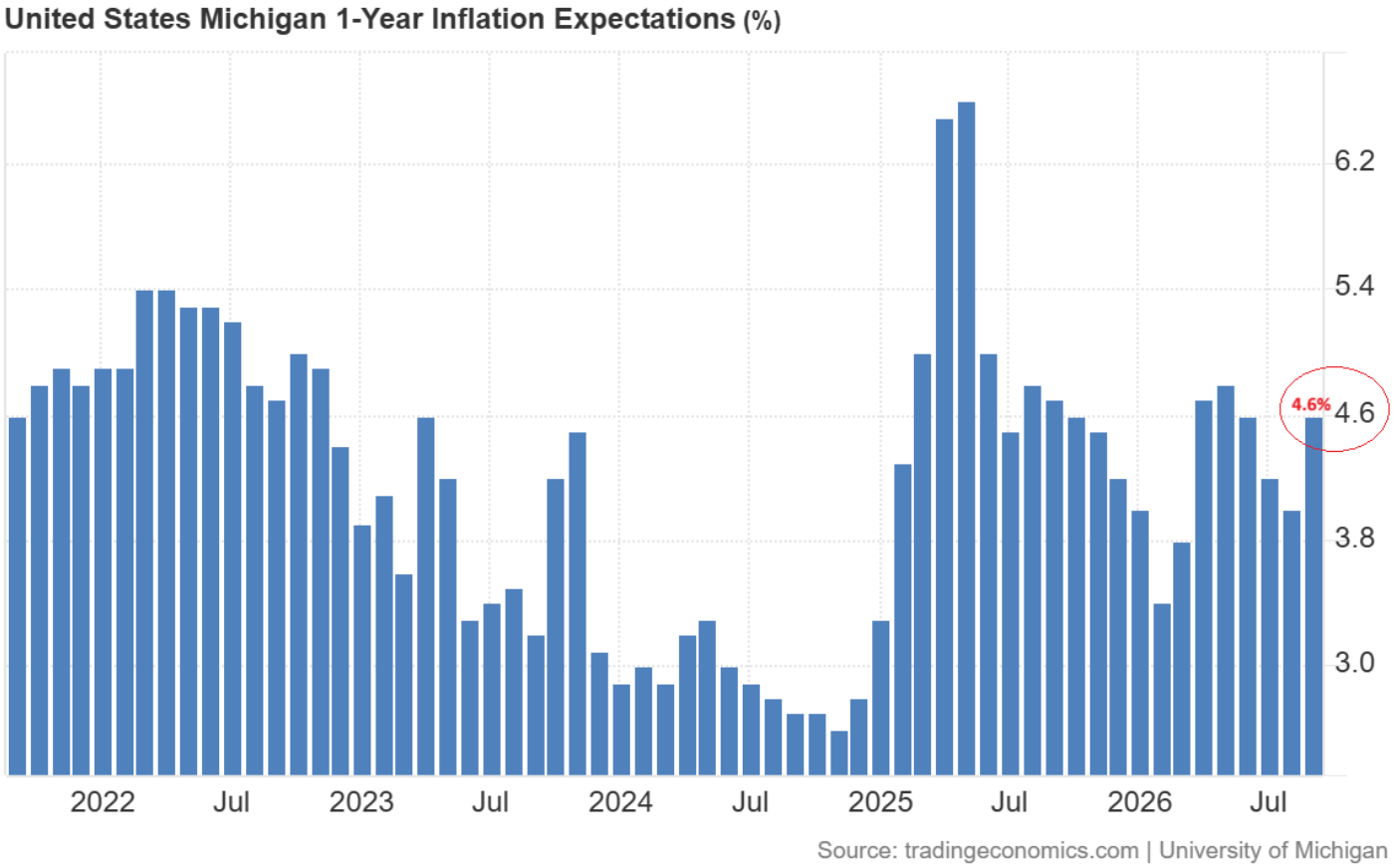


IL PESO DELLE GRANDI CORPORATIONS SUL TOTALE DELL'INDICE

Qualche anno fa (dopo la fine della pandemia) era già intervenuta una prima ondata di inflazione che aveva spinto in alto i tassi d'interesse, ma poi questi ultimi erano tornati a

scendere. Ora -in parte per ragioni diverse- potrebbe essere in arrivo una seconda e più importante ondata di inflazione dei prezzi che sta contribuendo a determinare un rialzo più deciso dei rendimenti richiesti dai risparmiatori per acquistare titoli a lungo termine. Che peraltro non dipende soltanto dalle aspettative di inflazione, bensì anche dalle crescenti esigenze di finanziare i debiti pubblici in presenza di politiche monetarie che hanno dovuto smettere di essere accomodanti.

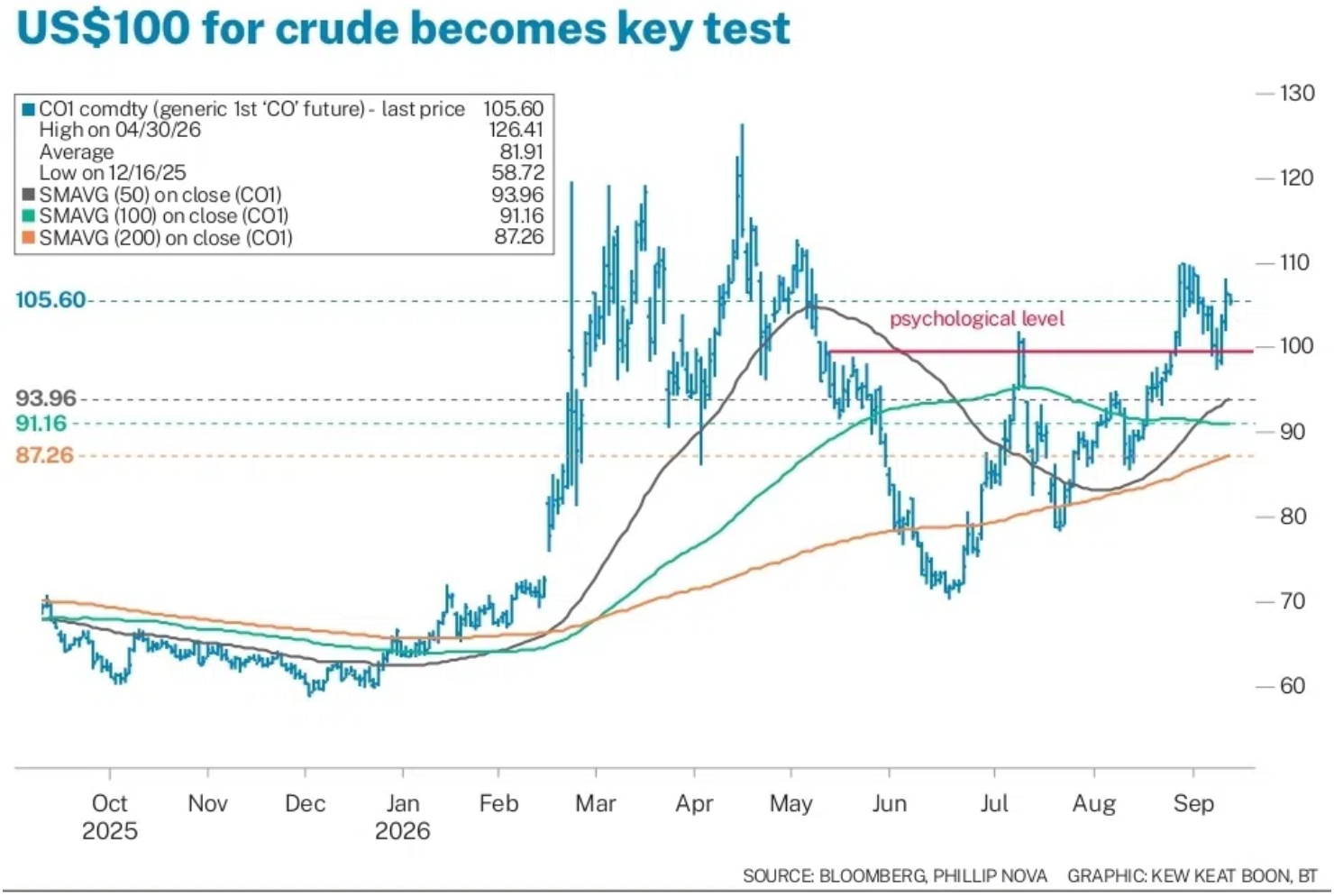
L'ultima rilevazione americana dei prezzi al consumo (quella di Agosto) rileva una crescita mensile del PCI allo 0,4% che, in termini annuali, assomma a quasi il 5%. E tra pochi giorni arriverà quella di Settembre, che non potrà essere molto migliore a causa soprattutto dell'elevato incremento dei prezzi dell'energia e dei carburanti per i trasporti. Ed è difficile prevedere che questi scendano presto, non tanto a causa del petrolio bensì per una serie di fattori strutturali che hanno innalzato la domanda di energia (in particolare la necessità di moltiplicare i "data center") in presenza di esigenze crescenti di politiche di salvaguardia ambientale.



LA SECONDA ONDATA SI INFLAZIONE POTREBBE PRENDERE FORMA

Si sono moltiplicati inoltre anche i costi per produrre energia: la disponibilità di petrolio nel mondo occidentale scarseggia molto meno di quella dei prodotti petroliferi raffinati, a

causa delle devastazioni belliche in Medio Oriente e Russia. Dunque ci sono validi motivi per ritenere che, se anche il prezzo del petrolio iniziasse a scendere, quello dei prodotti raffinati (necessari tanto per i trasporti quanto per la produzione di energia) potrebbe invece proseguire a crescere.

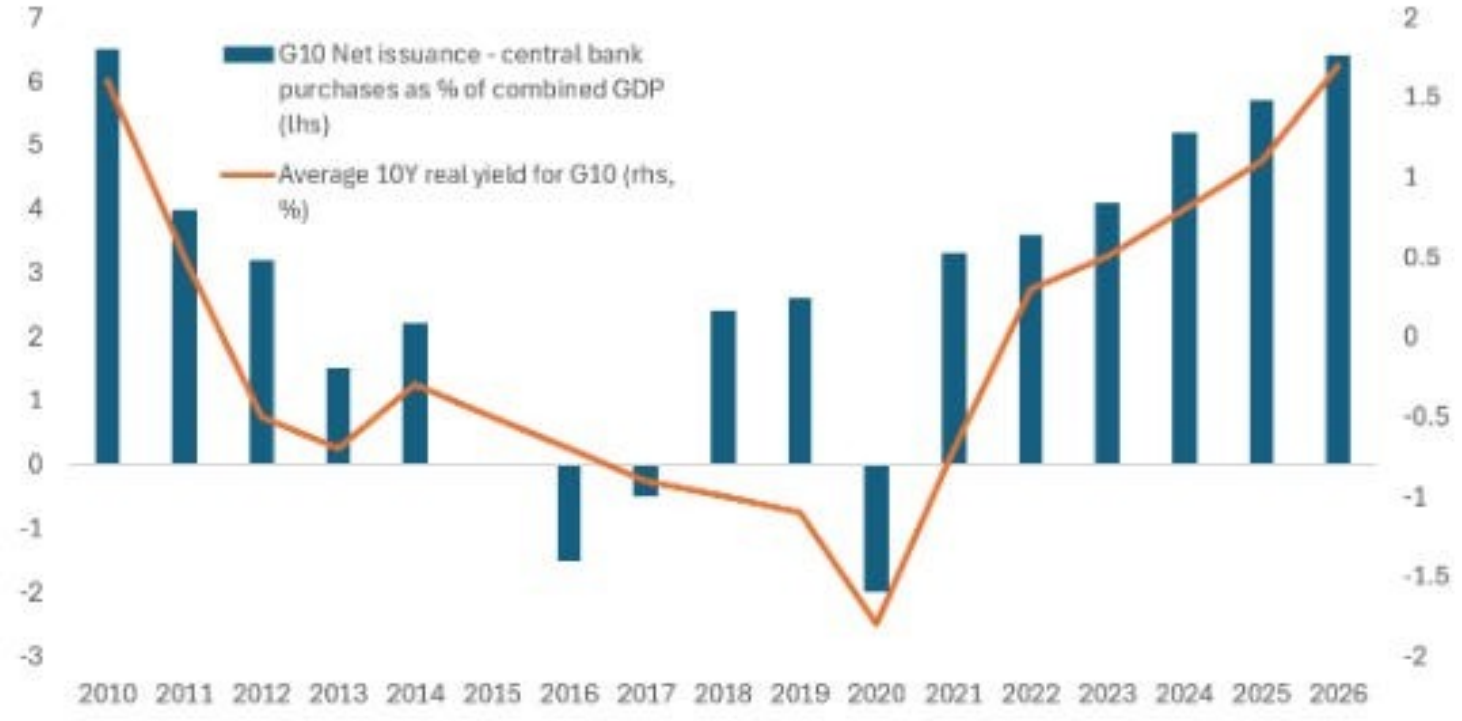


IL PETROLIO POTREBBE SALIRE ANCORA

L'inflazione -si sa- nel medio termine è sempre stata fortemente correlata al costo dell'energia e a quello dei trasporti, perché sono variabili che condizionano i costi industriali di praticamente qualsiasi cosa. E se lo scenario globale indica buone probabilità di un rialzo strutturale dell'inflazione per questi motivi, è probabile che i rendimenti a lungo termine richiesti da chi finanzia l'economia (banche, fondi pensione e monetari e gestori di denaro risparmiatori) si adeguino alle maggiori aspettative di inflazione a lungo termine. Ovviamente se nel mondo invece dovesse "scoppiare la pace" allora l'euforia collettiva potrebbe portare nuovo ottimismo.

Quali saranno gli effettivi rendimenti "reali" (cioè al netto dell'inflazione) è molto importante tanto per determinare l'appetibilità dell'investimento a reddito fisso (ad esempio come alternativa ai titoli azionari)quanto per comprendere se saranno un freno allo sviluppo economico globale. Oggi se si sottrae al rendimento nominale il dato statistico

attuale sull'inflazione dei prezzi i rendimenti netti sembrano decisamente elevati. Cosa che peraltro potrebbe dipendere anche dallo squilibrio tra domanda e offerta e dall'andamento ancora decisamente positivo dello sviluppo economico globale. Ma il tasso d'inflazione dei prezzi oggi rilevato dalle statistiche ufficiali potrebbe presto risultare essere stato fortemente sottostimato.

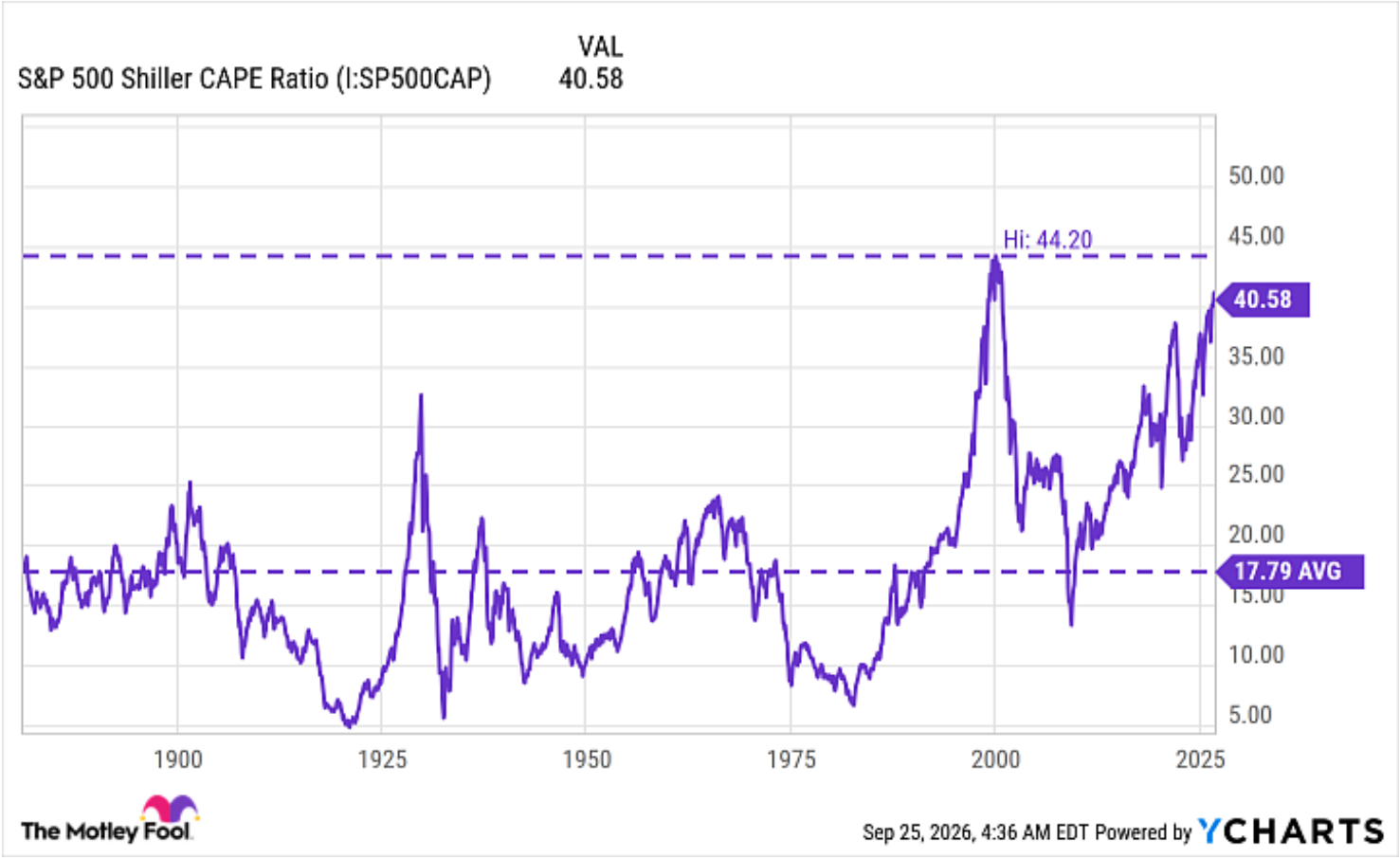


IL RIALZO DEI RENDIMENTI SEGUE LA CRESCITA DELLA DOMANDA NETTA

Se infatti si guarda bene alle aspettative di inflazione a lungo termine che derivano dallo squilibrio tra domanda e offerta di energia e materie prime, probabilmente l'inflazione crescerà ancora e in tal caso i tassi d'interesse "reali" non sembrerebbero affatto elevati, anzi! Basterebbe limitarsi a prendere in considerazione il solo tasso tendenziale di inflazione americana nell'ultimo mese (le rilevazioni delle statistiche europee sono spesso meno veritiere) per attendersi -anche senza ulteriori crescite nei mesi successivi- un tasso tendenziale di inflazione dei prezzi al consumo intorno al 5%. E i costi industriali di quasi tutte le manifatture in realtà stanno salendo di più, soprattutto in Occidente, dove -sebbene la produttività sia in crescita- non c'è l'abbondanza di economie di scala industriali e di energia a basso costo che caratterizza invece le economie asiatiche.

Se il pessimismo sui "veri" tassi d'interesse (al netto cioè di un'inflazione strutturalmente forse più alta) fosse fondato, allora ne discenderebbe una considerazione drammatica: gli investitori in titoli a reddito fisso sono in realtà tutt'altro che in allarme, bensì appaiono, alla luce delle considerazioni sopra riportate, addirittura "compiacenti", dal momento che si accontentano di rendimenti reali tendenti a zero! E se estendiamo queste considerazioni

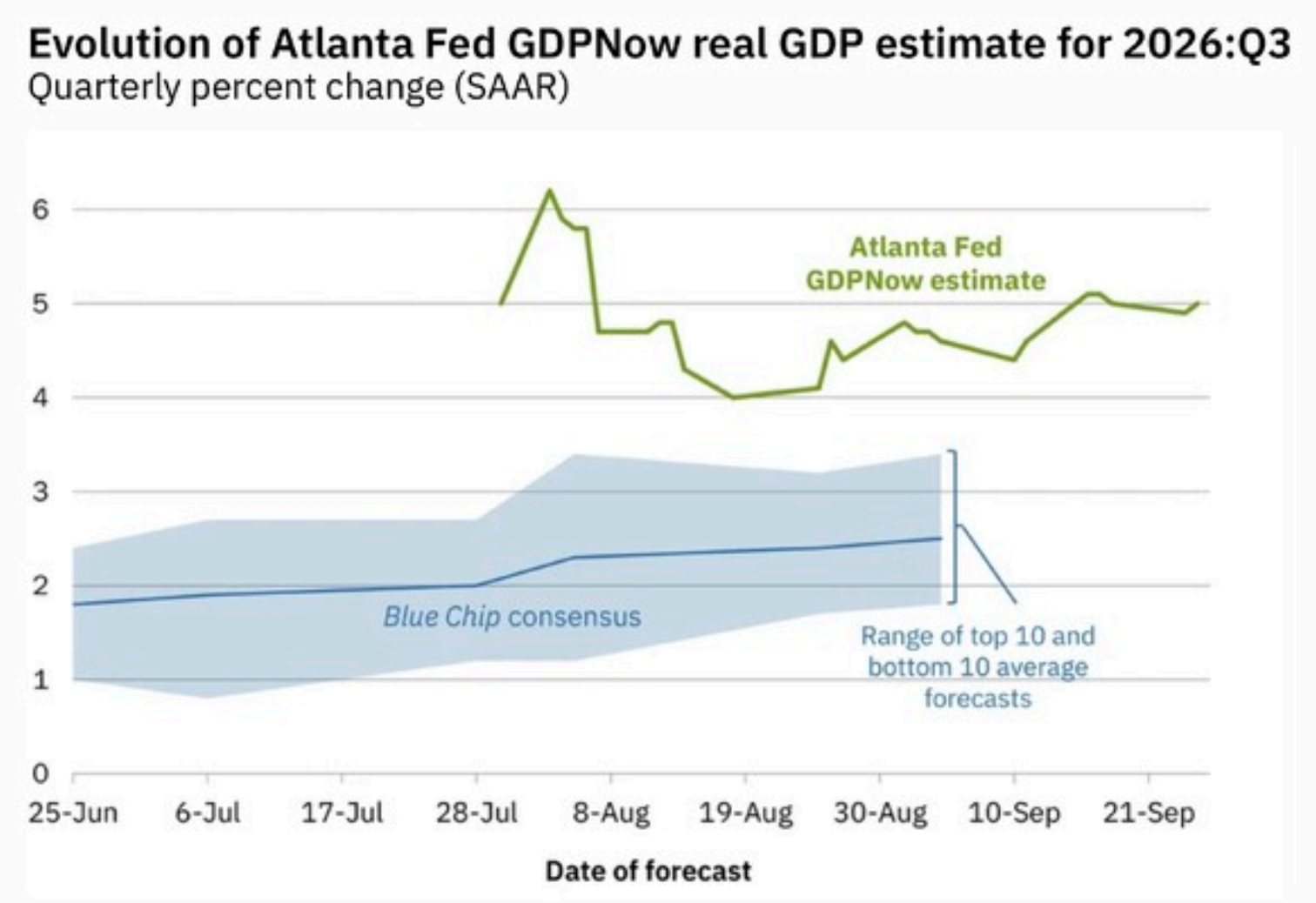
alle azioni quotate sui mercati borsistici, allora quel che ne discende è ancora più drammatico, dal momento che sono molto elevate seppur in presenza di multipli di valore che dovrebbero invece prendere atto del più alto tasso a lungo termine al quale occorre scontare i flussi di cassa futuri.



I MULTIPLI DI VALORE SONO VICINI AI MASSIMI DI SEMPRE

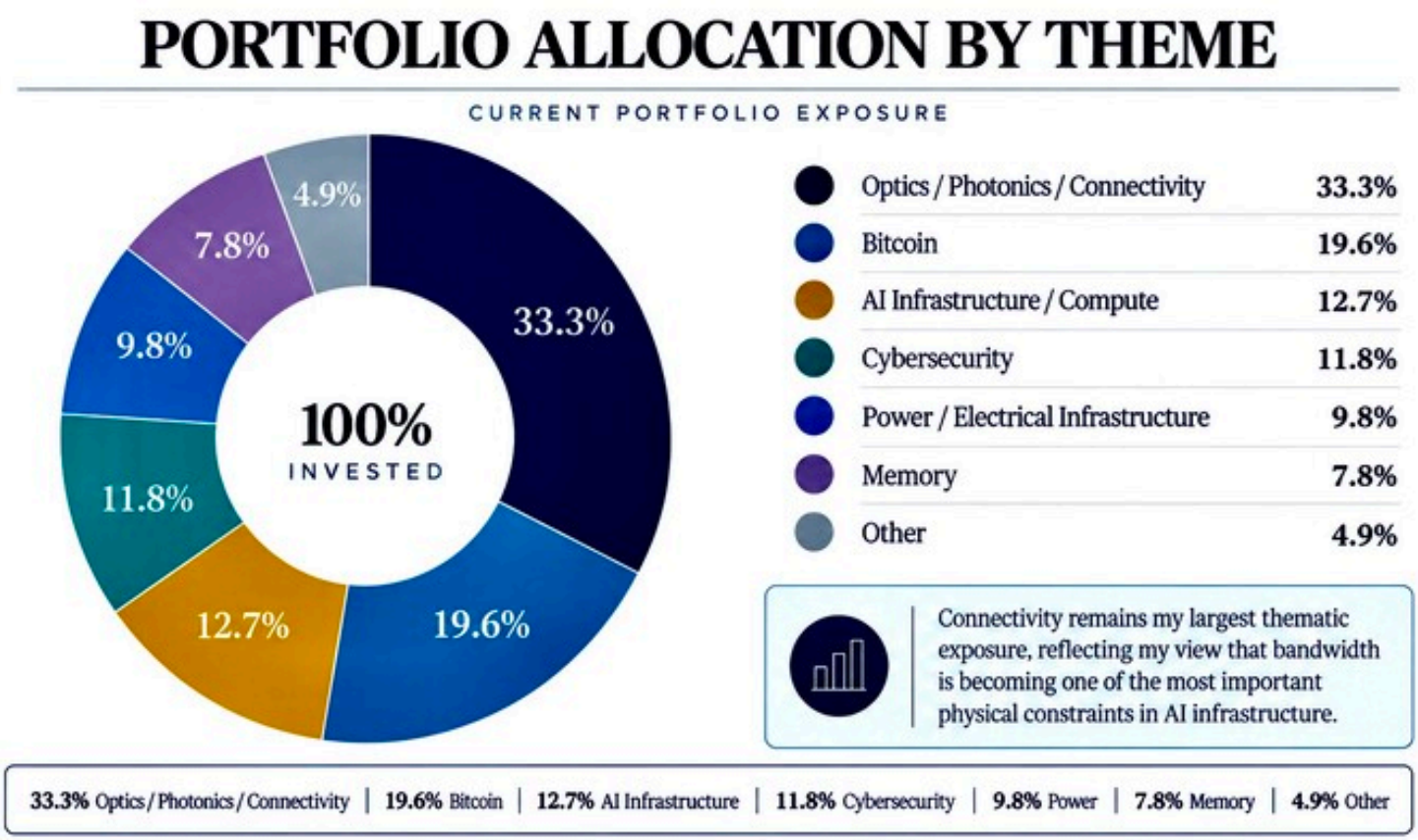
A dirla tutta di pone anche una seconda rilevante questione: se il costo dell'energia salisse ancora gli investimenti nell'intelligenza artificiale (AI) proseguiranno quasi indisturbati? O i loro sviluppatori faranno come Oracle invocando la "forza maggiore" e bloccandoli? È chiaro che un rallentamento nello sviluppo dell'AI porterebbe dritto a un ridimensionamento delle attese sui profitti delle grandi corporations.

Se i listini delle borse sono oggi correttamente valutati è però la domanda del secolo: intanto se è vero che i titoli azionari rappresentano quote di proprietà di asset "reali" come quelli delle aziende sottostanti (e dunque si rivalutano con l'inflazione), è altresì vero che in presenza di un'inflazione strutturalmente più elevata i profitti netti attesi di quelle aziende non potranno che essere scontati a un tasso più alto. Dunque il valore atteso netto dei flussi di cassa futuri dovrebbe scendere. Ma dipende anche dalla resilienza dell'economia globale, che potrebbe continuare a gonfie vele nonostante i tassi d'interesse. E oggi la crescita tendenziale delle maggiori economie al mondo (America, India, Cina) sembra superare il 5% annuo. Cioè almeno pari al tasso di inflazione.



Dunque non è scontato trasformare in pessimismo per le borse i seguenti timori: 1) che i tassi d'interesse "reali" siano in realtà molto più bassi di come sembrano a causa di un'inflazione crescente, 2) che l'elevatissimo indebitamento globale sia in realtà sostenuto da un' accresciuta capacità dell'economia di correre e macinare profitti. Potrebbero cioè essere fondati entrambi senza che l'eccesso di indebitamento si trasformi in insolvenza. Così come invece potrebbe essere che il salto quantico dei profitti che le nuove tecnologie potrebbero consentire sia già stato ampiamente incorporato nelle quotazioni attuali delle borse.

E qui arriviamo alla questione finale che dà luogo al titolo dell'articolo (calo delle quotazioni dei bond o rotazione dei portafogli con conseguente rivalutazione dei bond?): se le attese di crescita dei profitti delle grandi multinazionali saranno sempre meno fondate allora sarebbe lecito aspettarsi che una massa importante di denaro dei gestori di patrimoni passi gradualmente dalle borse ai titoli a reddito fisso, calmierandone i rendimenti. Si vedrebbe cioè una rotazione dei portafogli verso un atteggiamento più prudente dei grandi investitori.



Ma se invece l’economia globale continuasse a correre forte allora potrebbe convivere con un’elevata inflazione e tassi a breve termine soltanto un po’ più elevati, ma con un possibile irripidimento della curva dei rendimenti che andrebbe a penalizzare solo le scadenze più lunghe a causa dell’erosione di valore data dall’inflazione. In questo scenario le borse continuerebbero a salire e i tassi a breve salirebbero assi meno di quelli a medio/lungo termine, più dipendenti dall’inflazione. C’è infine uno scenario ancora migliore: quello del rientro delle aspettative sull’inflazione, magari a causa di una riappacificazione globale, che porterebbe i tassi a scendere di nuovo, l’energia a tornare a costi accettabili e il dollaro americano a smettere di rivalutarsi.



Le domande restano aperte senza una risposta certa, dal momento che la geopolitica è assai poco prevedibile. Tuttavia a favore delle chances che si verifichi un'importante rotazione dei portafogli vi è anche il dato stagionale: visto che le borse hanno mediamente realizzato una performance recente negli ultimi mesi e che tra meno di un trimestre si chiude l'anno solare (con il conseguente calcolo delle performances), è forse lecito attendersi che i gestori di patrimoni vogliano iniziare a mettersi in sicurezza, limitando i rischi di rimanere esposti ad eventuali scrolloni dei mercati e consolidando i risultati dell'anno con il passare ai titoli a reddito fisso. In tal caso ovviamente il sell-off dei bond si arresterebbe, sebbene sia lecito prevedere che -nel cambio-vengano privilegiate le scadenze più brevi.



Stefano di Tommaso

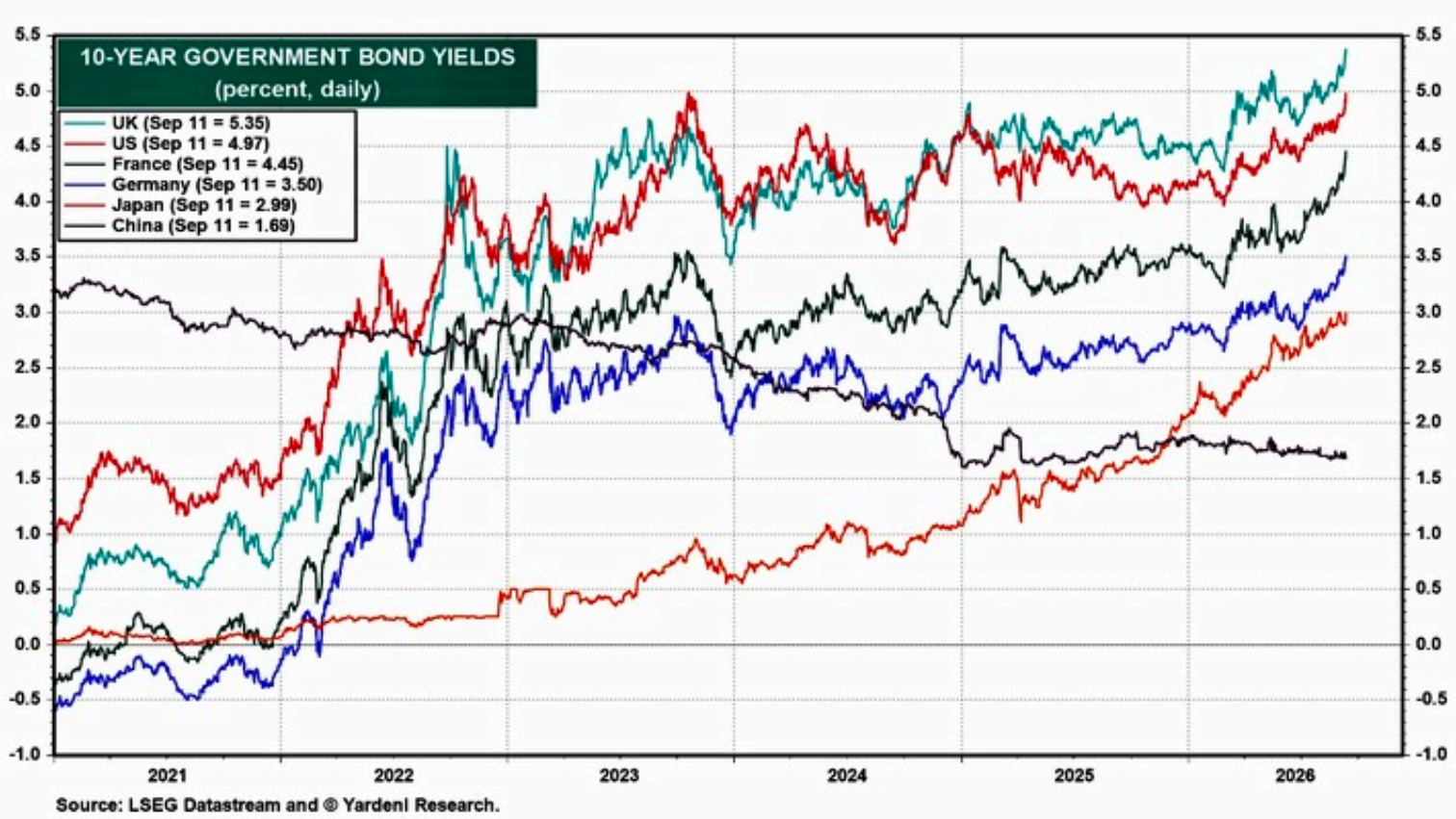
LA CORSA DEI TASSI NON È FINITA



Dove arriveranno i tassi d'interesse e quanto potranno danneggiare la crescita economica? E potranno alla fine generare una grande rotazione dei portafogli investiti dalle azioni alle obbligazioni? Le cause, le conseguenze, i paragoni con il recente passato (1973) e le previsioni che ne conseguono, le quali risultano piuttosto preoccupanti…

CAUSE E CONSEGUENZE IMMEDIATE

I rendimenti dei titoli di Stato di tutto il mondo sono saliti ai massimi dell'ultimo ventennio, in particolare quello americano che a 10 anni ha superato il 5%, massimo dal 2007, contro il 4% di febbraio 2026. Le conseguenze di questi rialzi vanno in molte direzioni: dalla svalutazione dei corsi dei titoli a reddito fisso emessi con un rendimento più basso al maggior costo del denaro per tutti coloro che debbono finanziarsi, a partire dalle nazioni e dagli organismi sovranazionali, fino a una crisi di fiducia dei mercati e al concreto rischio di trascinare il mondo in recessione.



Quanto alle cause, tutti gli osservatori ne indicano almeno tre:

1. rincari di petrolio, gas e materie prime, che spingeranno l'inflazione,
2. timori di solvibilità per i debiti pubblici eccessivi, aggravati dalla spesa per le armi,
3. squilibrio tra domanda e offerta di bond (anche corporate), che sospinge i tassi.

L'INSTABILITÀ CHE NE CONSEGUE

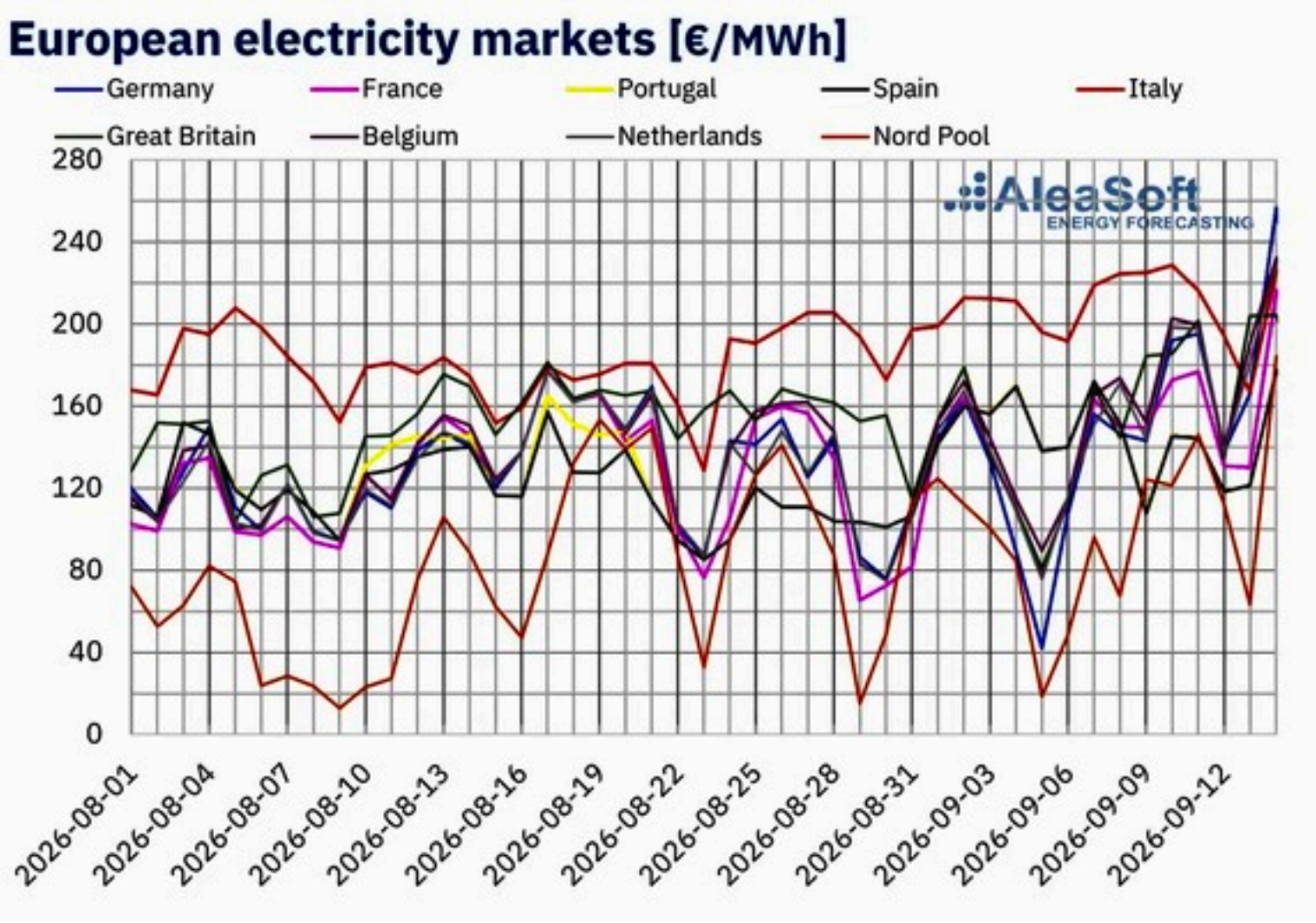
Per i mercati finanziari il complesso delle cause e delle conseguenze appena descritte genera instabilità e numerose conseguenze. Innanzitutto la congiuntura lascia supporre che **le banche centrali, rimaste indietro rispetto agli eventi, proseguiranno a rialzare il costo del denaro,** sebbene ciò non fornisca alcuna garanzia di effetti benefici sull'inflazione dal momento che le cause di quest'ultima non dipendono dal surriscaldamento dell'economia o da eccessiva domanda di beni di consumo, bensì dalla scarsità di offerta di derrate e materie prime.



I rialzi del costo del denaro metteranno pressione su famiglie e imprese e possono arrivare a causare l'entrata in recessione delle principali economie occidentali, con ulteriori spiacevoli conseguenze e un incremento della volatilità dei mercati finanziari.

IL COSTO DELL'ENERGIA CONTINUA A CRESCERE

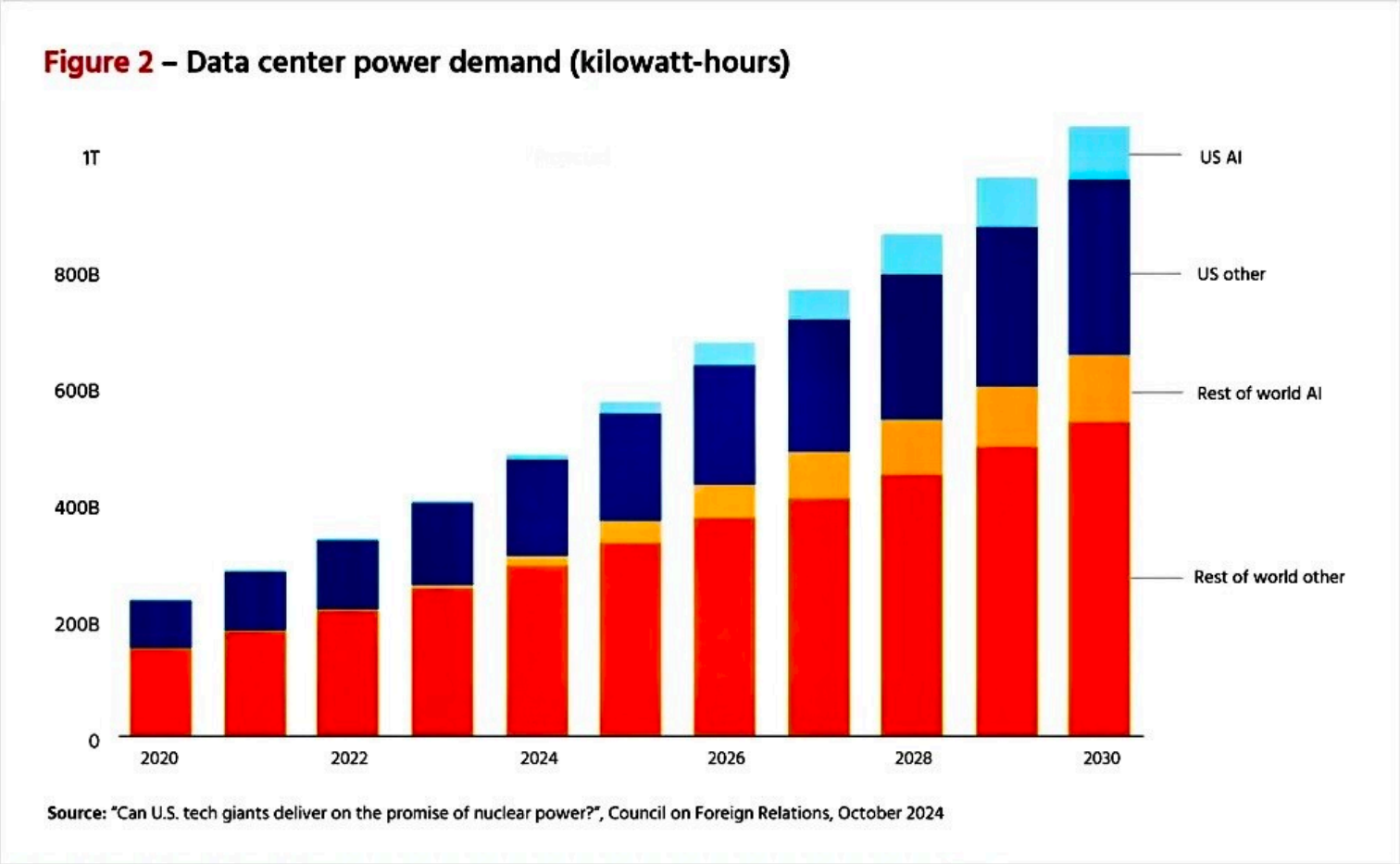
Il prezzo dell'energia sale non solo a causa della minor disponibilità di combustibili fossili, bensì anche per i maggiori costi del loro trasporto, per la sempre più scarsa capacità globale di raffinazione e lavorazione dei derivati del petrolio (che erano concentrati in Medio Oriente) e come conseguenza di una **domanda di energia che cresce più della capacità di produrla.** E poiché il suo costo è centrale tra i fattori di produzione di ogni cosa, ciò potrebbe sospingere l'inflazione ben più in alto del solo maggior prezzo di petrolio e gas.



Così come le banche centrali potrebbero aver sottovalutato il problema che deriva dall'instabilità derivante dal Medio Oriente in fiamme perché esse misurano la congiuntura economica attuale con almeno un mese di ritardo a causa della necessità di rilevare i dati statistici ed elaborarli.

Ancora oggi la crescita economica (soprattutto americana ma anche asiatica) sembra proseguire, con ottimi profitti delle società quotate, buone prospettive derivanti dalle ricadute positive delle nuove tecnologie su tutti i settori industriali, disoccupazione moderata e grandi ammortizzatori sociali che limitano l'impatto negativo della transizione tecnologica in corso. L'impatto dei rincari e del maggior costo del denaro ci metterà qualche tempo perché affligga i dati statistici e i profitti aziendali, ma sembra scontato.

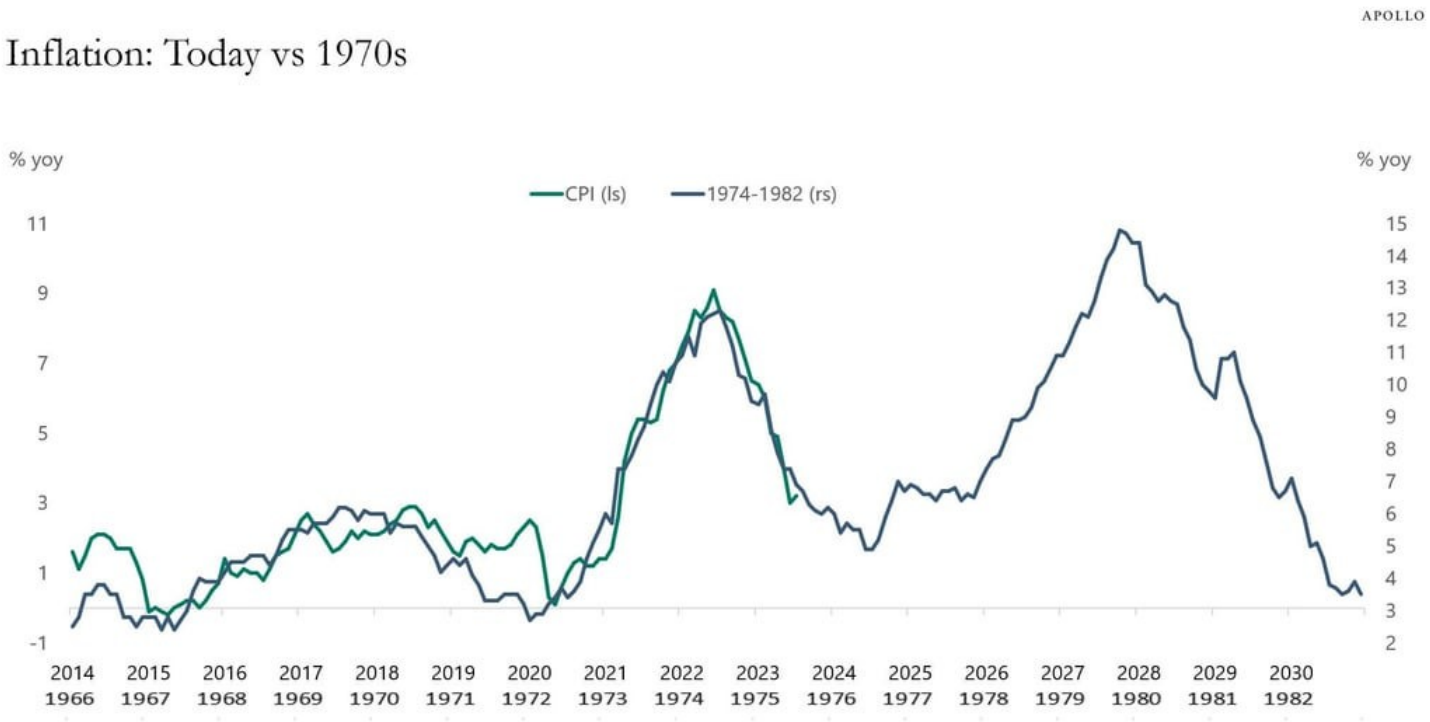
Anche la transizione verso un mondo che produce meno emissioni nocive è ancora in essere, ma evidentemente sta passando in secondo piano a causa delle emergenze che stanno venendo alla ribalta.



MA L'ECONOMIA CONTINUERÀ A CORRERE?

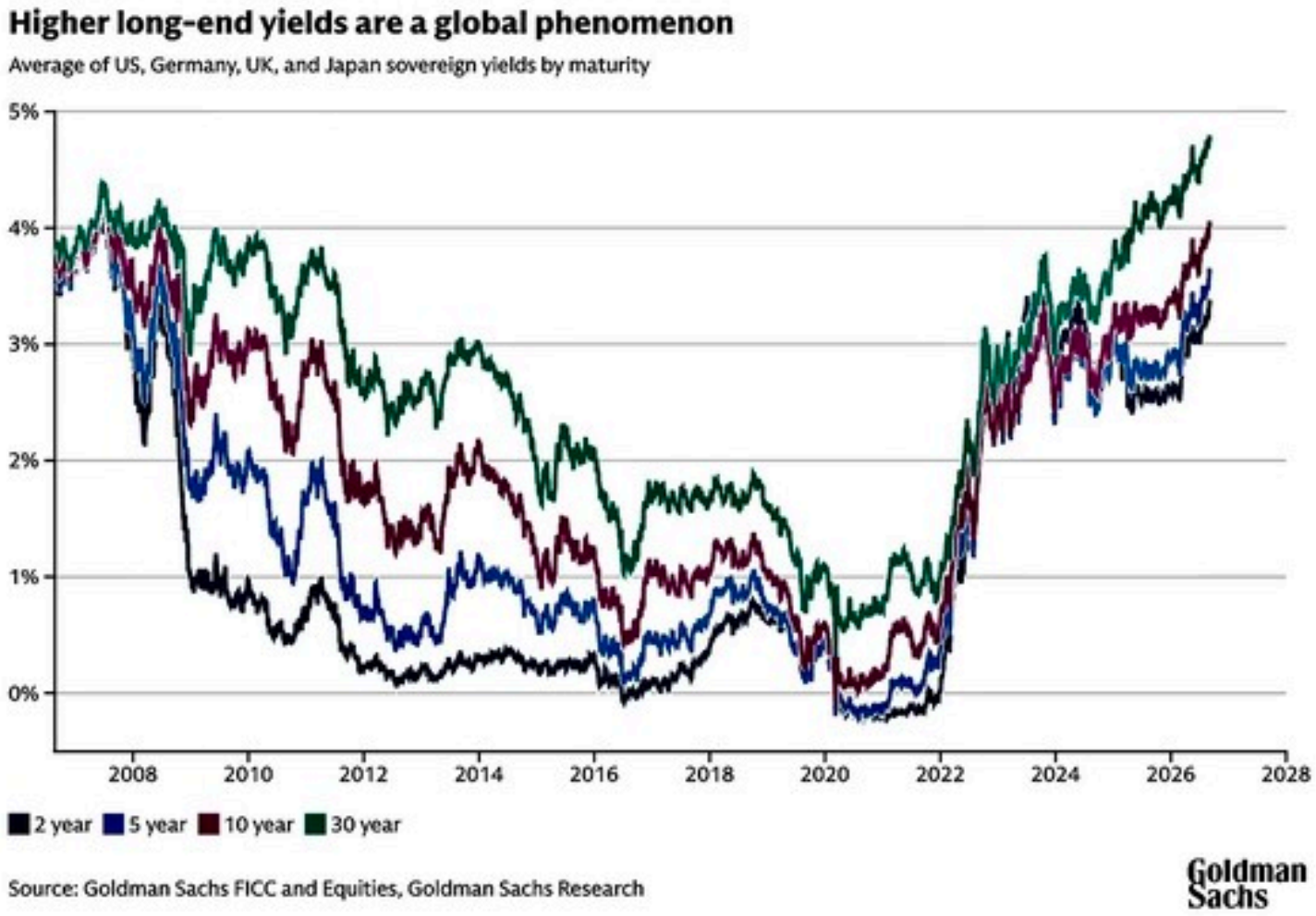
Un'economia sana ed in crescita, viene osservato, può tranquillamente assorbire un maggior livello dei tassi d'interesse senza andare automaticamente in contrazione. Il punto tuttavia non è cosa è successo fino a ieri bensì cosa potrà accadere nel prossimo futuro, soprattutto ai mercati finanziari, i cui investitori debbono necessariamente farsi delle domande per valutare le proprie strategie. E le risposte faticano ad arrivare perché la storia non ci aiuta: l'unica congiuntura simile a quella che si sta configurando oggi è quella dello shock petrolifero del 1973. Non tanto per il rialzo del prezzo attuale del petrolio, quanto per le prospettive di scarsità di futuro approvvigionamento.

E se guardiamo all'elevata inflazione che venne generata mezzo secolo fa a seguito della Guerra del Kippur, c'è parecchio da preoccuparsi. **La seconda ondata di inflazione** e di rialzi dei tassi d'interesse che si sviluppò dal 1978 in avanti (cioè 5 anni dopo la guerra) arrivò a minare pesantemente consumi e investimenti, introducendo inoltre un'instabilità complessiva che comportò una crisi generale dei mercati finanziari.



LA POSSIBILE GRANDE ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI

Oggi non è ancora successo quasi nulla di tutto questo perché i rialzi dei rendimenti a lungo termine non hanno generato quasi alcuno shock sui listini delle borse valori. La vera differenza potrebbe materializzarsi nel momento in cui i maggiori rendimenti dei titoli a reddito fisso dovessero diventare più appetibili dei profitti delle imprese quotate. Se però, a seguito di ulteriori rialzi dei tassi, dovesse originarsi una rotazione dei portafogli degli investitori dal mercato azionario a quello obbligazionario (anche per motivi di prudenza), allora la situazione inizierebbe ad apparire molto meno tranquilla di quella oggi osservabile. E tale rotazione ha una certa probabilità di essere già iniziata.



Una ulteriore fonte di instabilità può provenire inoltre da una possibile **crisi di fiducia degli investitori circa la solvibilità dei principali debitori, pubblici e privati.** Per quanto riguarda i debiti nazionali è chiaro che qualora a un maggior costo del debito in essere si sommasse una riduzione del gettito fiscale conseguente al rallentamento economico, si innesterebbe una spirale recessiva, anche perché la conseguente potenziale riduzione della spesa pubblica impatterebbe sullo stato sociale nel momento peggiore.

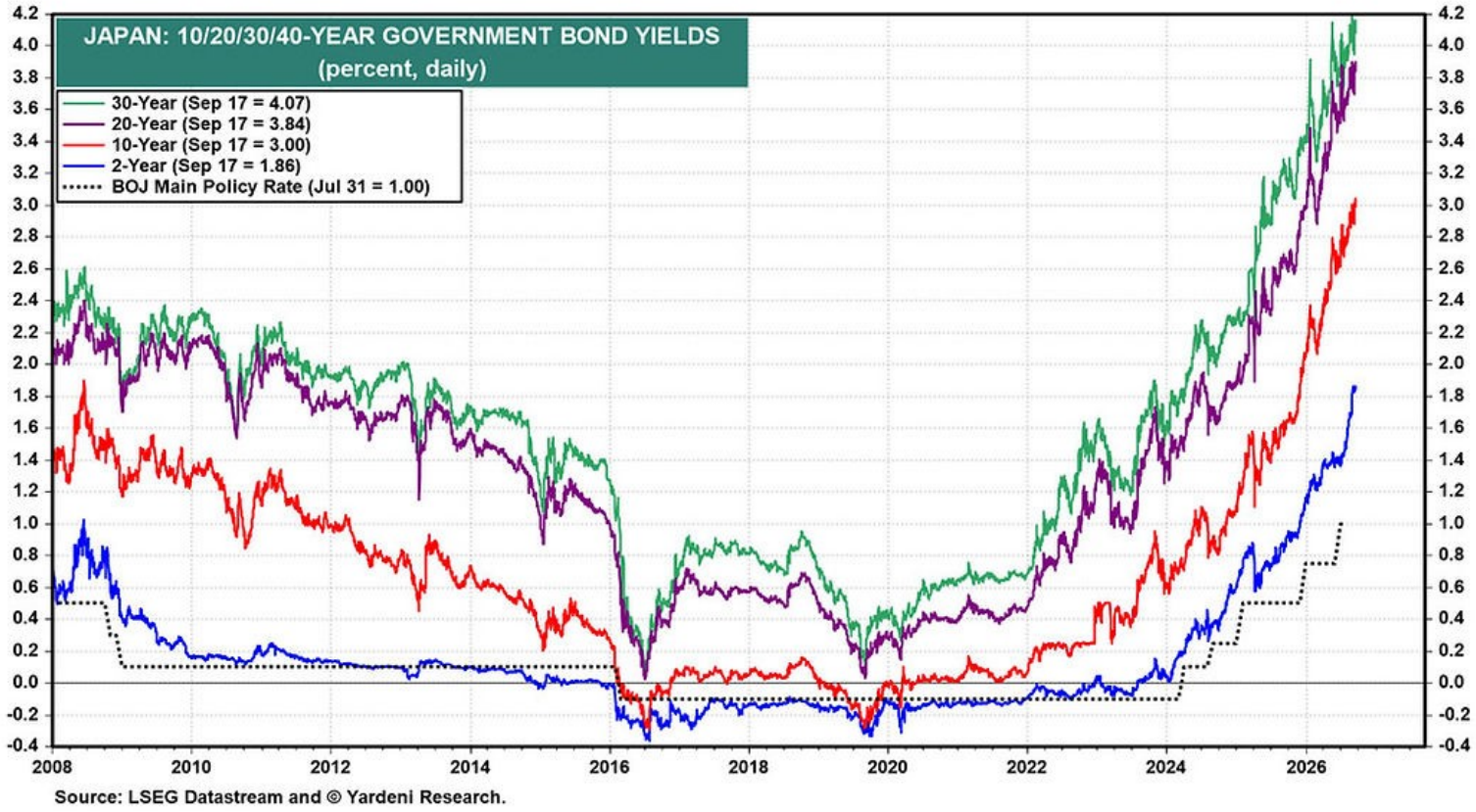
In passato i governi occidentali sono riusciti a tenere la barra dritta perché avevano meno debiti di oggi e minore necessità di sostenere la spesa per infrastrutture ed armamenti.

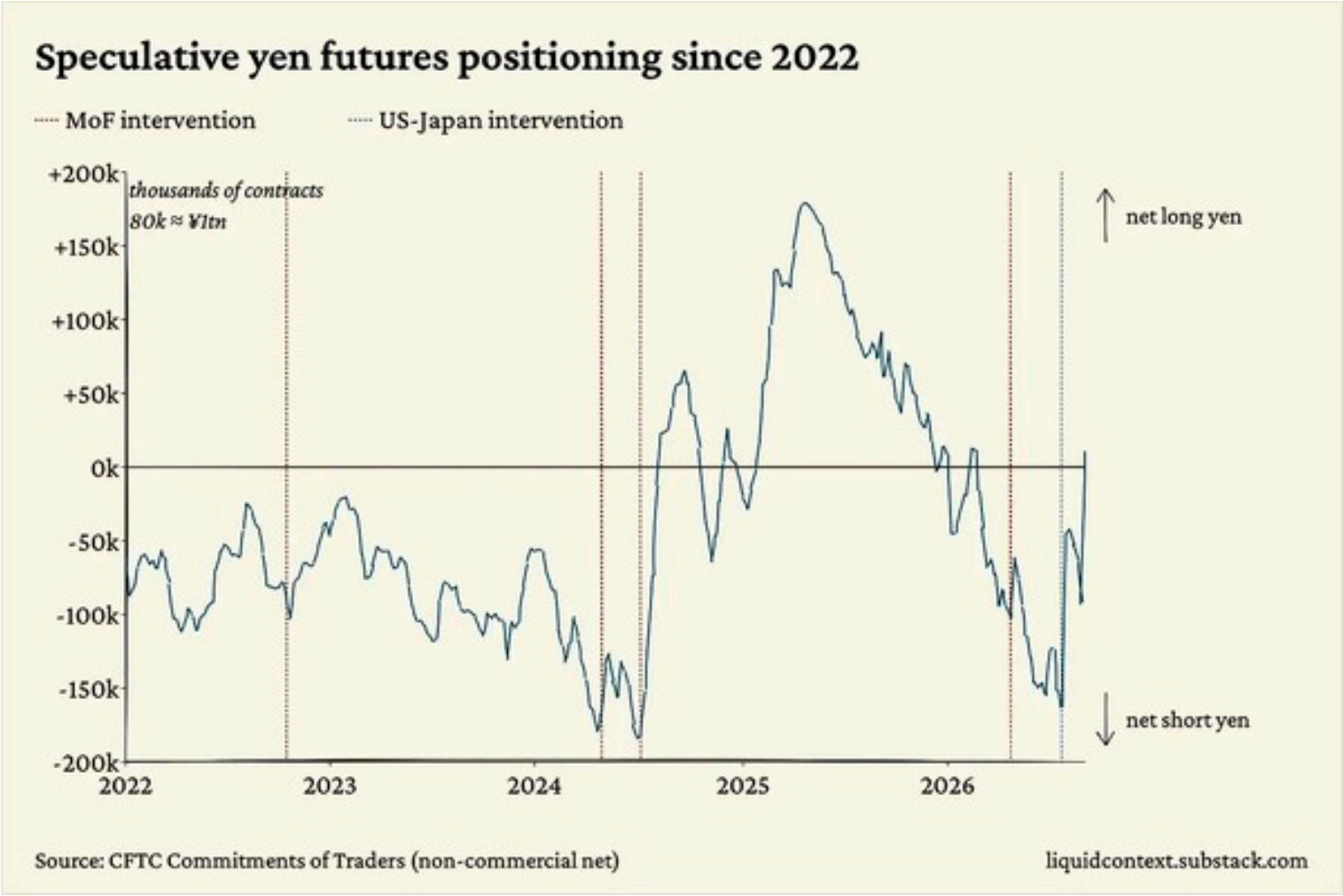
Per i grandi debitori privati (a partire dai mega-progetti afferenti alle infrastrutture necessarie per l'intelligenza artificiale) un maggior costo del denaro e una potenziale riduzione dei flussi di cassa attesi provocherebbe un'impennata nel rischio percepito dagli investitori, i quali pretenderebbero di conseguenza ulteriori rialzi dei rendimenti.

LA FINE DELLO "YEN CARRY TRADE"

l rialzo dei tassi in corso sembra perciò soltanto l'inizio di un'epoca storica in cui potremmo sperimentare un regime monetario molto più stringente, e nel quale la liquidità in circolazione sembra tristemente destinata a ridursi, anche a causa del cambio delle

politiche monetarie del Giappone, che sta impattando non poco sul mercato globale dei capitali a causa della crisi dell'arcinoto "yen carry trade".

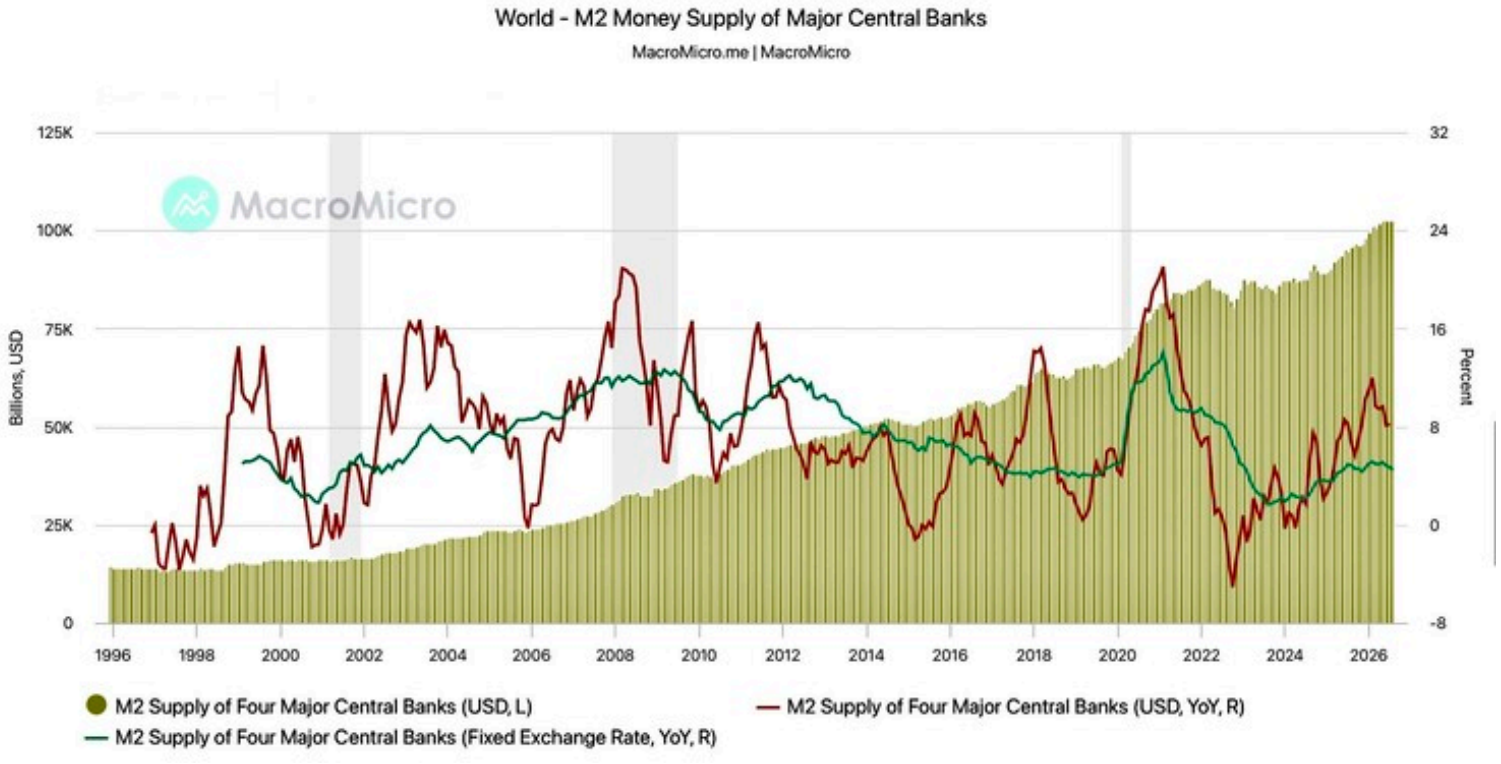




Se poi le politiche monetarie delle banche centrali, invece di voler contrastare la situazione attuale con determinazione e lungimiranza, continueranno ad essere “data dependent”, cioè ad essere dipendenti dalle rilevazioni statistiche economiche, ci saranno ovvie conseguenze in termini di volatilità dei corsi e di imprevedibilità degli scenari, perché con le loro risposte tardive esse potrebbero amplificare i problemi invece di anticiparli ed arginarli.

REAZIONE A CATENA

In conclusione il rischio concreto per l’economia globale è quello di una serie di effetti a catena che potrebbero portare sui mercati finanziari incertezza, illiquidità e un ribasso strutturale delle valutazioni. Molto dipenderà dalla possibile gravità degli eventi geopolitici e dalla lungimiranza (speriamo) dei governi e delle banche centrali. E’ quasi certo invece che nei prossimi mesi l’incremento del costo del denaro e dei rischi percepiti dagli investitori possa provocare un rallentamento nello sviluppo economico globale, anche se -appunto- le statistiche economiche risultano ancora positive perché possa essere gridato un allarme.



Qui però occorre abbandonare l’ottica strettamente descrittiva della situazione complessiva ed esprimere anche qualche valutazione soggettiva: **l’impressione personale è che la situazione geopolitica mediorientale sia in realtà molto più aggrovigliata di quanto i mezzi di comunicazione di massa vogliano farci percepire,** per motivi storici e strategici la cui esplicazione andrebbe al di là di una valutazione strettamente economico-finanziaria.

E dal momento che buona parte delle cause dei timori di inflazione derivano dagli shock da offerta provocati dalle tensioni geopolitiche, ci sono fondati motivi per temere che i **costi di produzione continueranno a salire e i tassi d'interesse non potranno che seguirli a ruota.**

CONCLUSIONI

Se questa interpretazione fosse corretta, allora l'instabilità dei mercati potrebbe essere destinata a crescere e le strette monetarie non potranno che moltiplicarsi, con la conseguente grande rotazione dei portafogli che non potrà non generare effetti riduttivi sistematici anche sui listini delle borse valori, sospingendo tutto il mercato finanziario ad un approccio più prudenziale nei confronti delle attese circa gli eventi futuri.

Stefano di Tommaso