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.



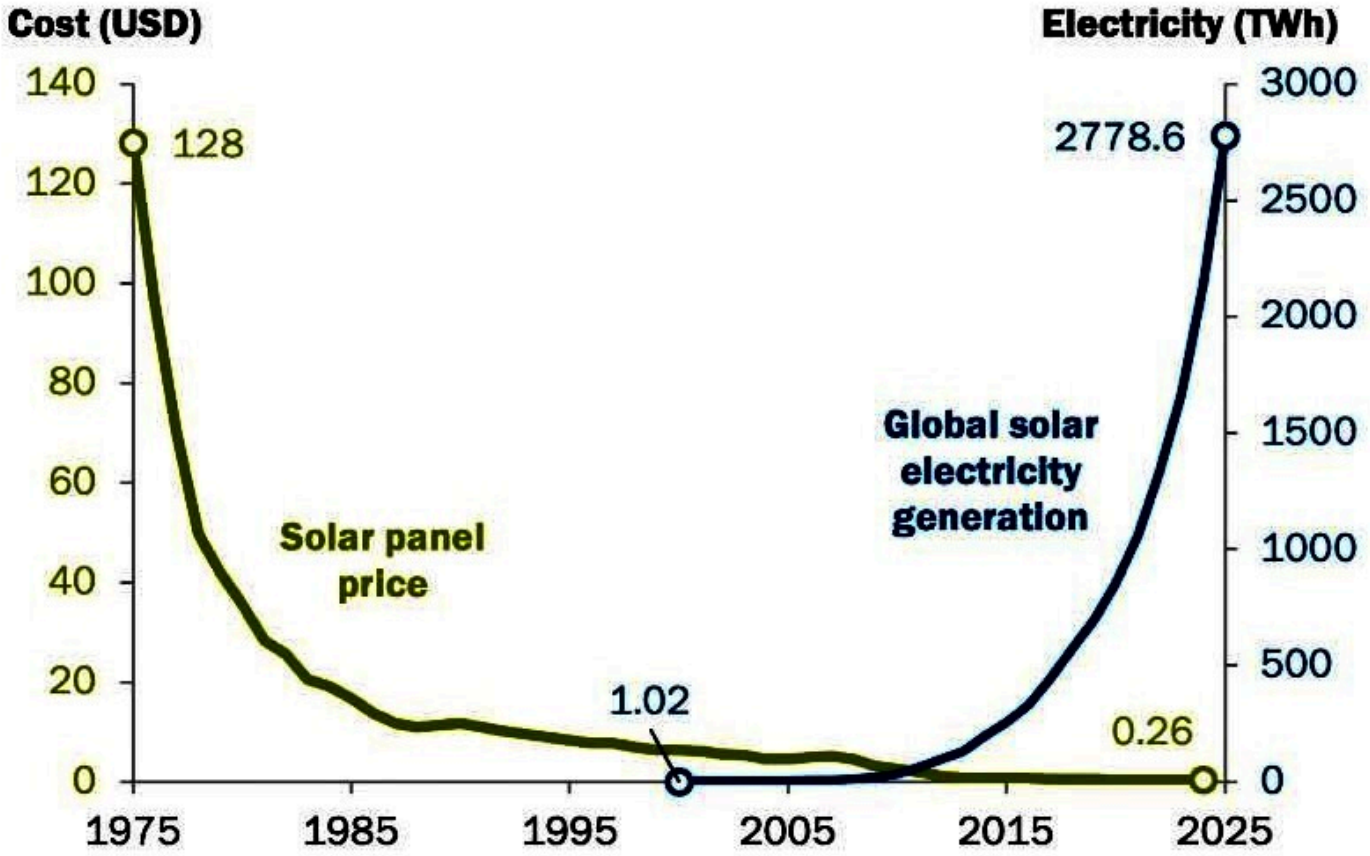
Nemmeno le borse Europee hanno quasi sofferto, cadute a inizio Luglio ma poi risospinte all’insù dalle attese di profitti dei settori industriali legati al riarmo e di quelli dei servizi bancari e finanziari, come dimostra l’indice dei principali titoli europei Euro Stoxx 50:



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.

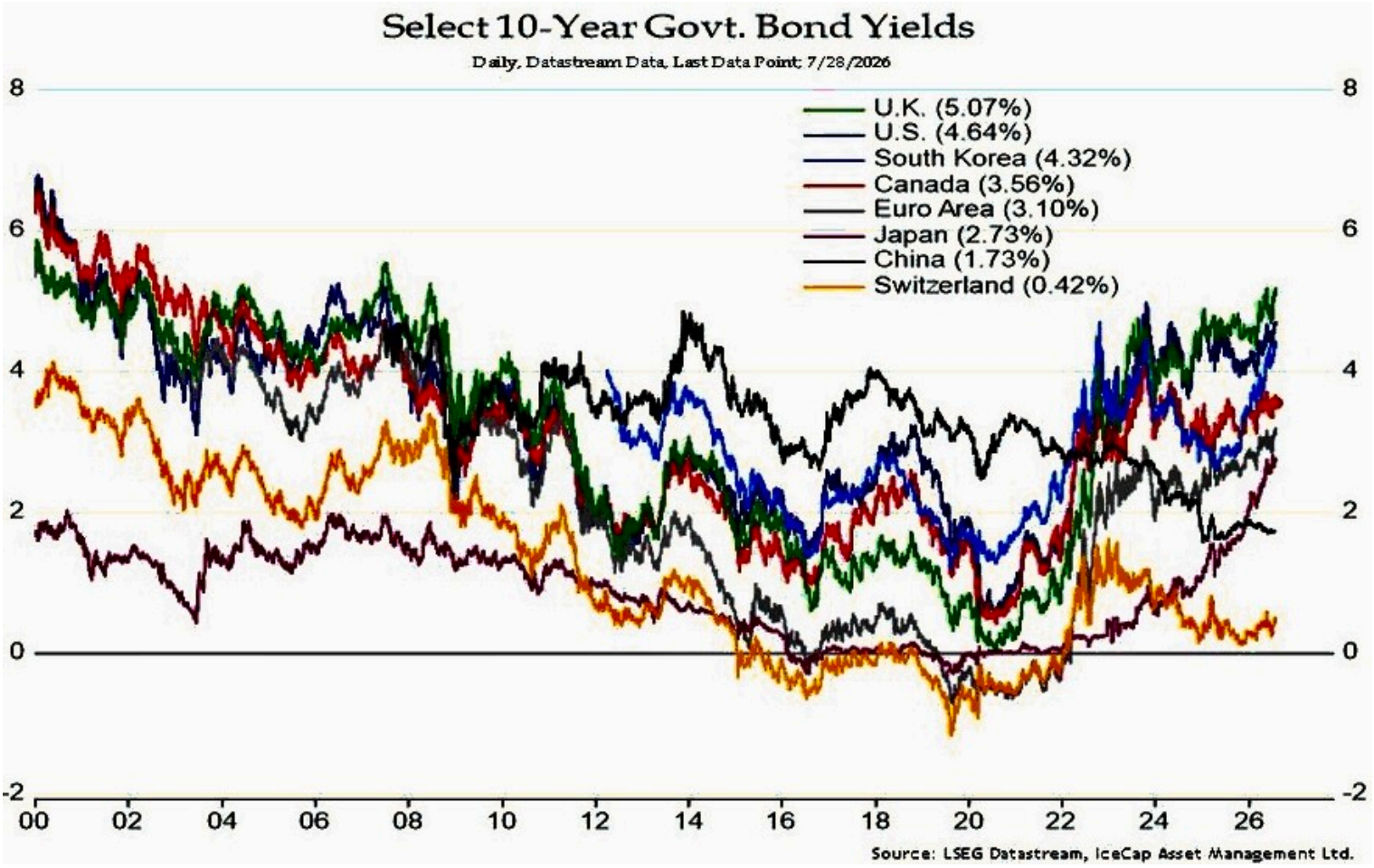
After the cost of solar panels plummeted, solar power has grown sharply as a global electricity source

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:

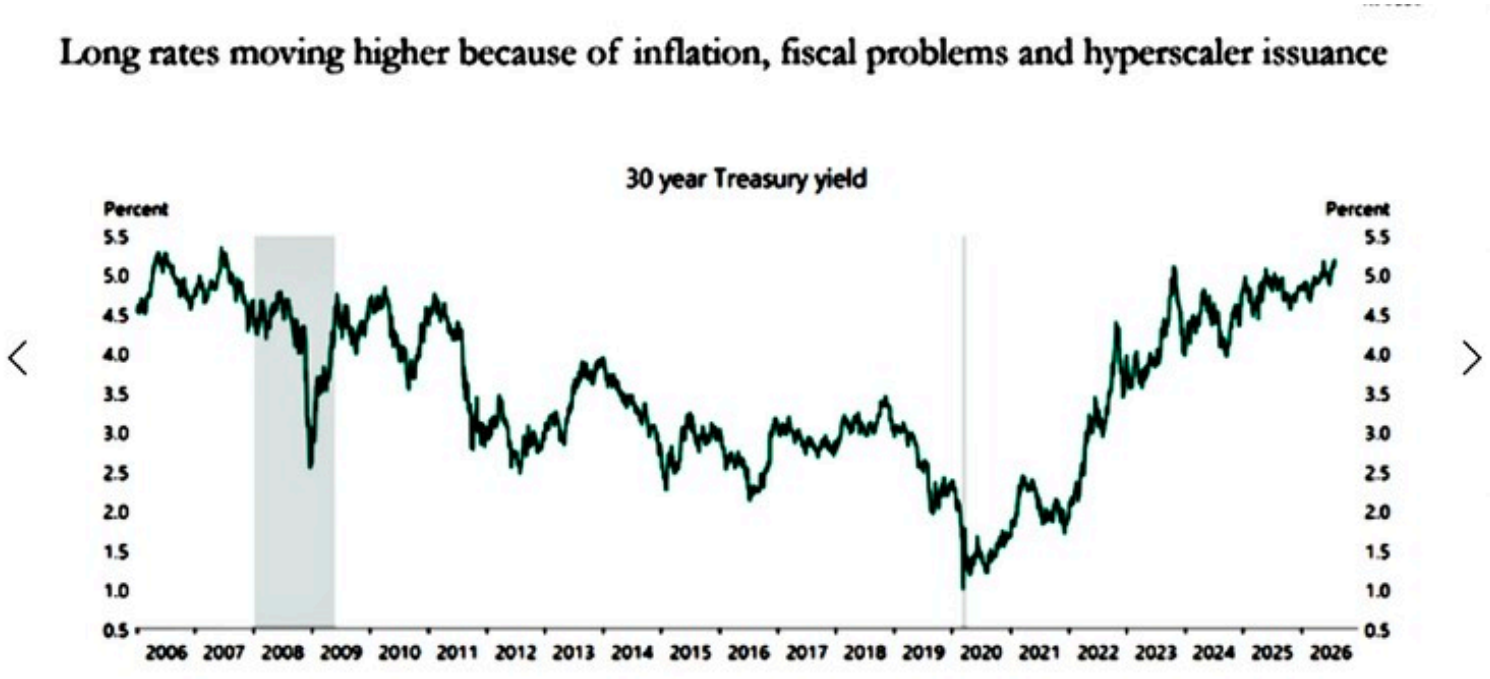


L’altro grande timore è la potenziale volatilità dei mercati finanziari, che dipende anche dal fatto che l’indice SP500 è rimasto molto vicino ai massimi storici in concomitanza con profitti trimestrali decisamente elevati (difficili perciò da confermare anche per il futuro). Dunque non stupirebbe nessuno 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.

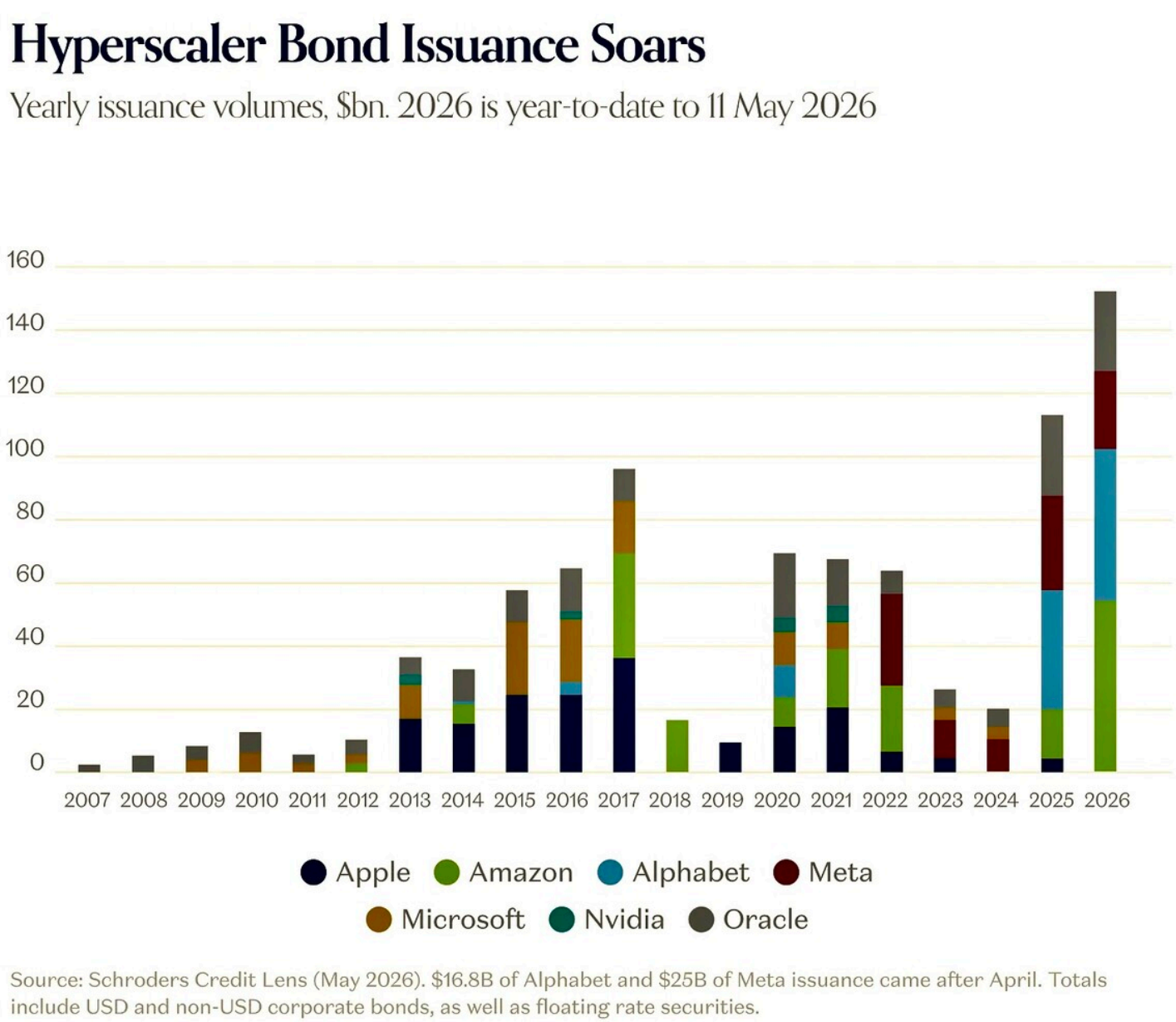


L’escalation militare in Medio Oriente e la mancata “stretta” monetaria da parte della Federal Reserve (FED) hanno quindi avuto come vittima principale i rendimenti dei Treasury Bonds a lunga scadenza, saliti bruscamente al 4,74% per i titoli a 10 anni e al 5,28% per quelli a 30 anni. Ciò ha incrementando 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.

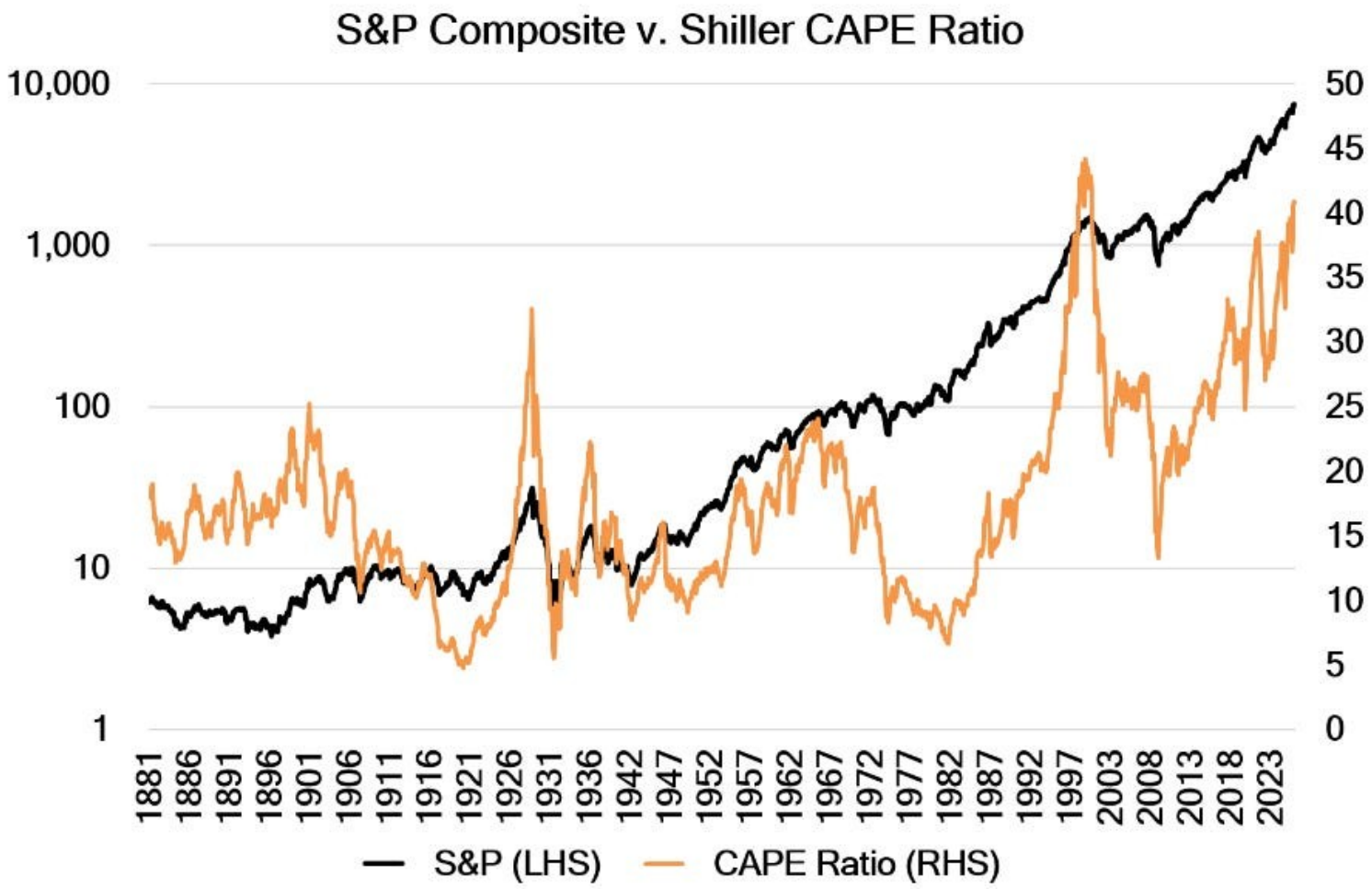
Il rialzo dei tassi a lungo termine dopo il discorso del governatore della FED è perciò semplicemente la continuazione di una tendenza partita nel 2020 (si veda il grafico di lungo termine qui sotto riportato) e una conseguenza della progressiva sfiducia degli investitori nella capacità di contrastare 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.

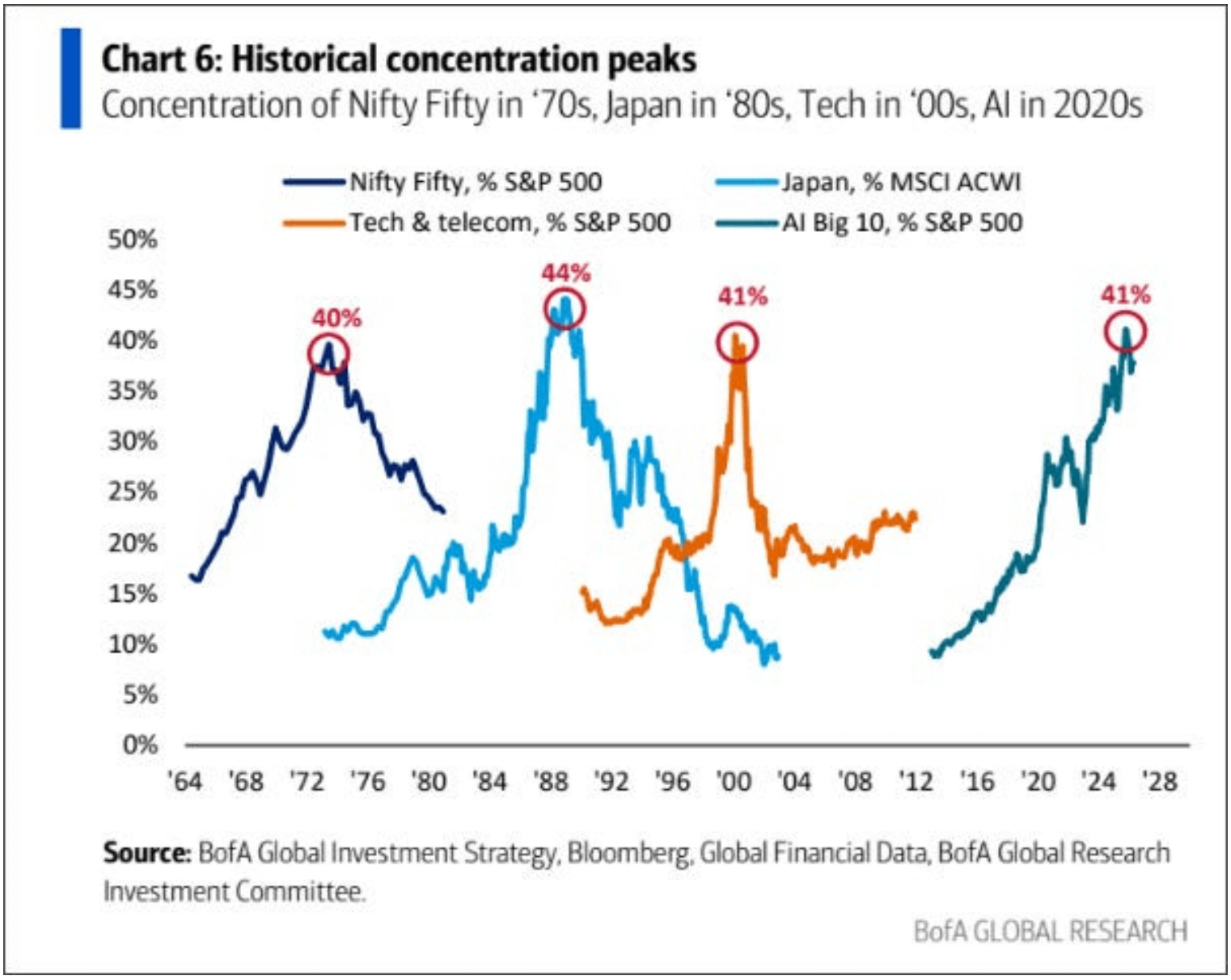


Ma se la banca centrale americana entrerà in modalità “elettorale” (cioè meno aggressiva) questo potrebbe indebolire il cambio del dollaro, soprattutto se in contemporanea la vitalità dell’economia americana dovesse tradursi in un tasso d’inflazione superiore a quello europeo, favorendo una potenziale 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.

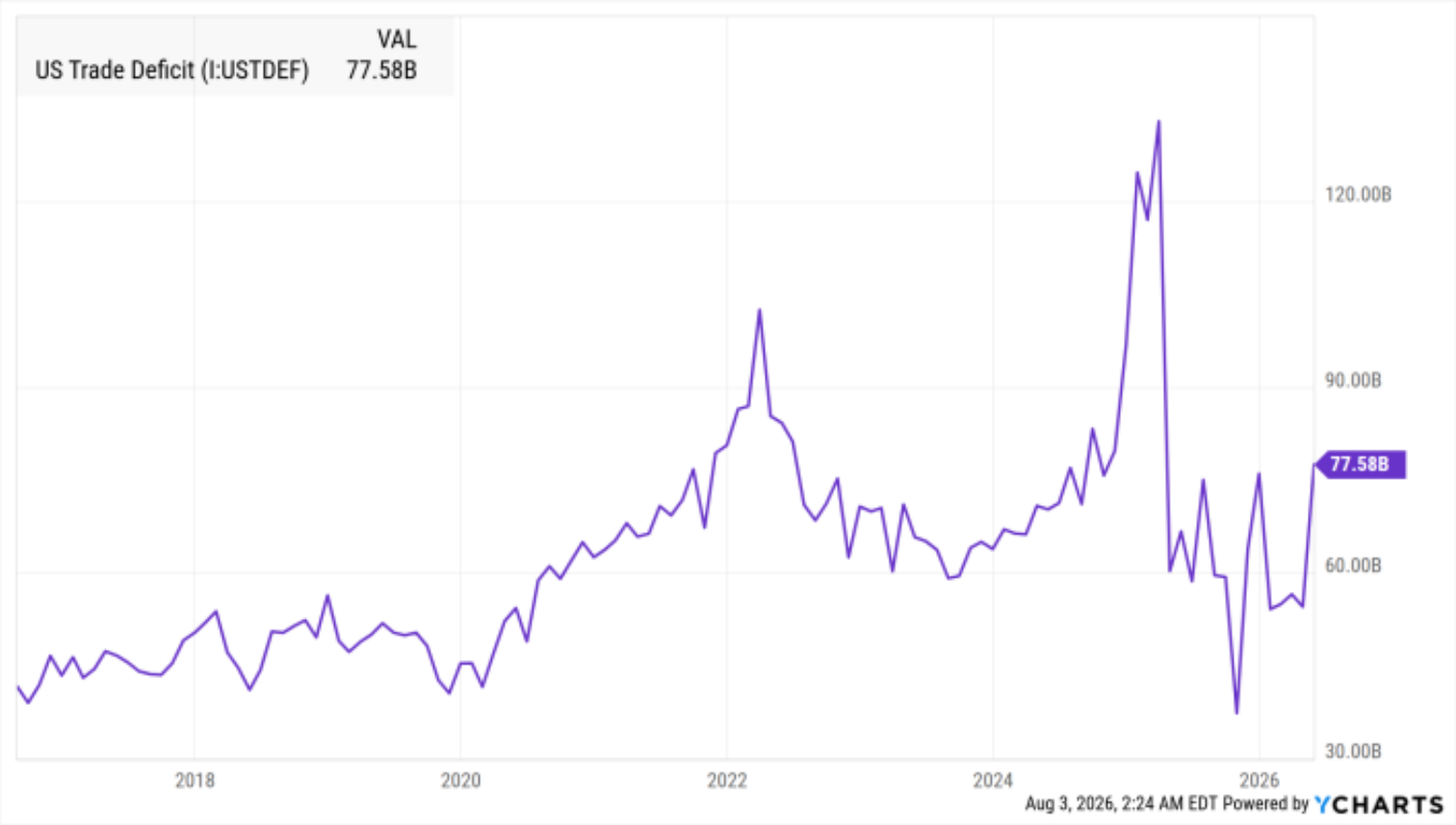


La credibilità della leadership del nuovo governatore Kevin Warsh della Federal Reserve parte dunque piuttosto male e se Warsh non riuscirà a convincere i mercati del fatto che la Fed può controllare l'inflazione allora la liquidità del mercato finanziario americano

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).



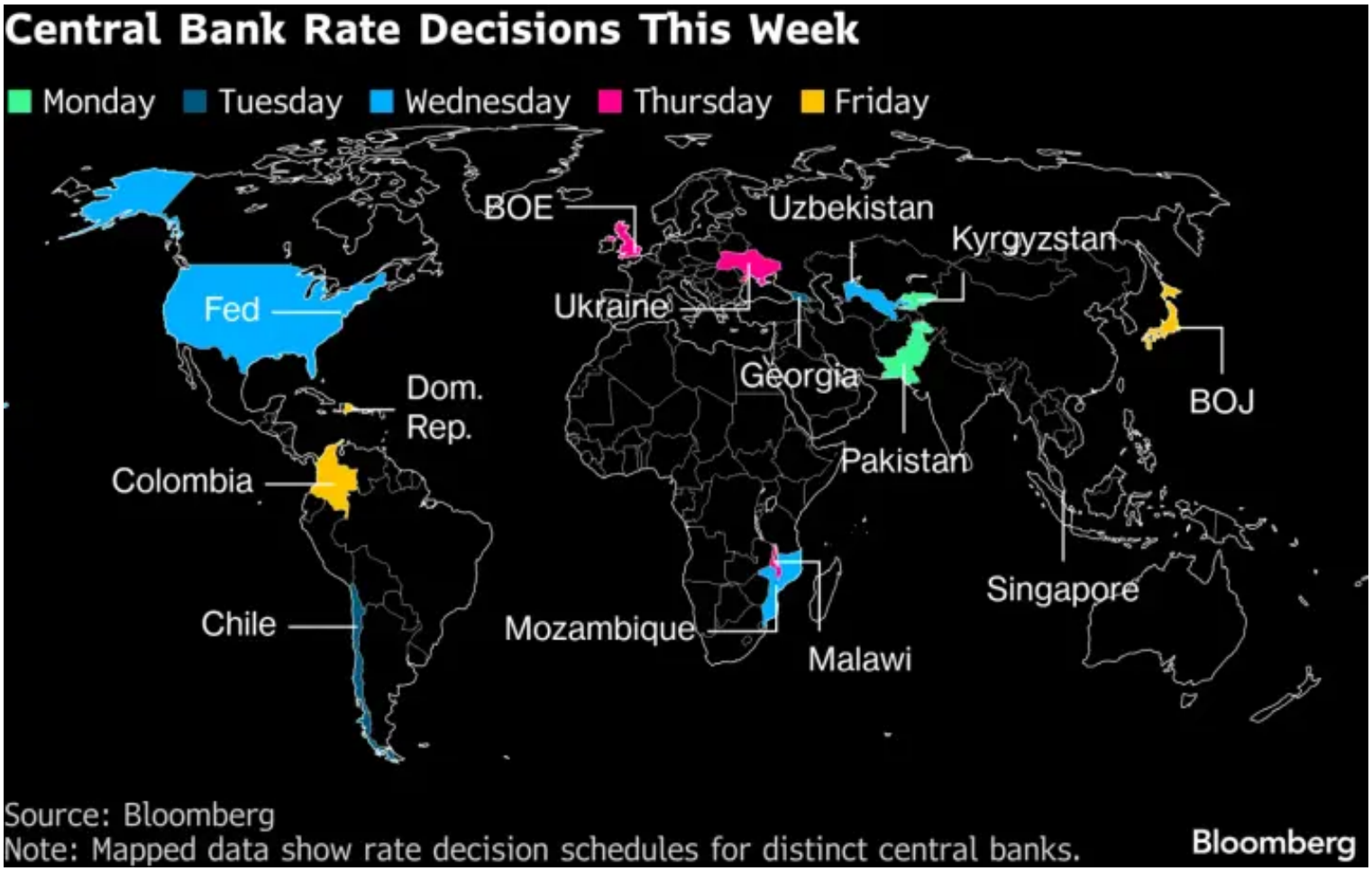
Unica preoccupazione: il tasso di risparmio delle famiglie è sceso al 2,9%, ben al di sotto della media del 6,9%nbsp; nel periodo 2018-2019. Cosa che lascia prevedere una graduale decelerazione della crescita economica americana, anche se la produttività del lavoro sta crescendo dell'1,8% annuo (1,9% 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

INFLAZIONE, TASSI E BANCHE CENTRALI

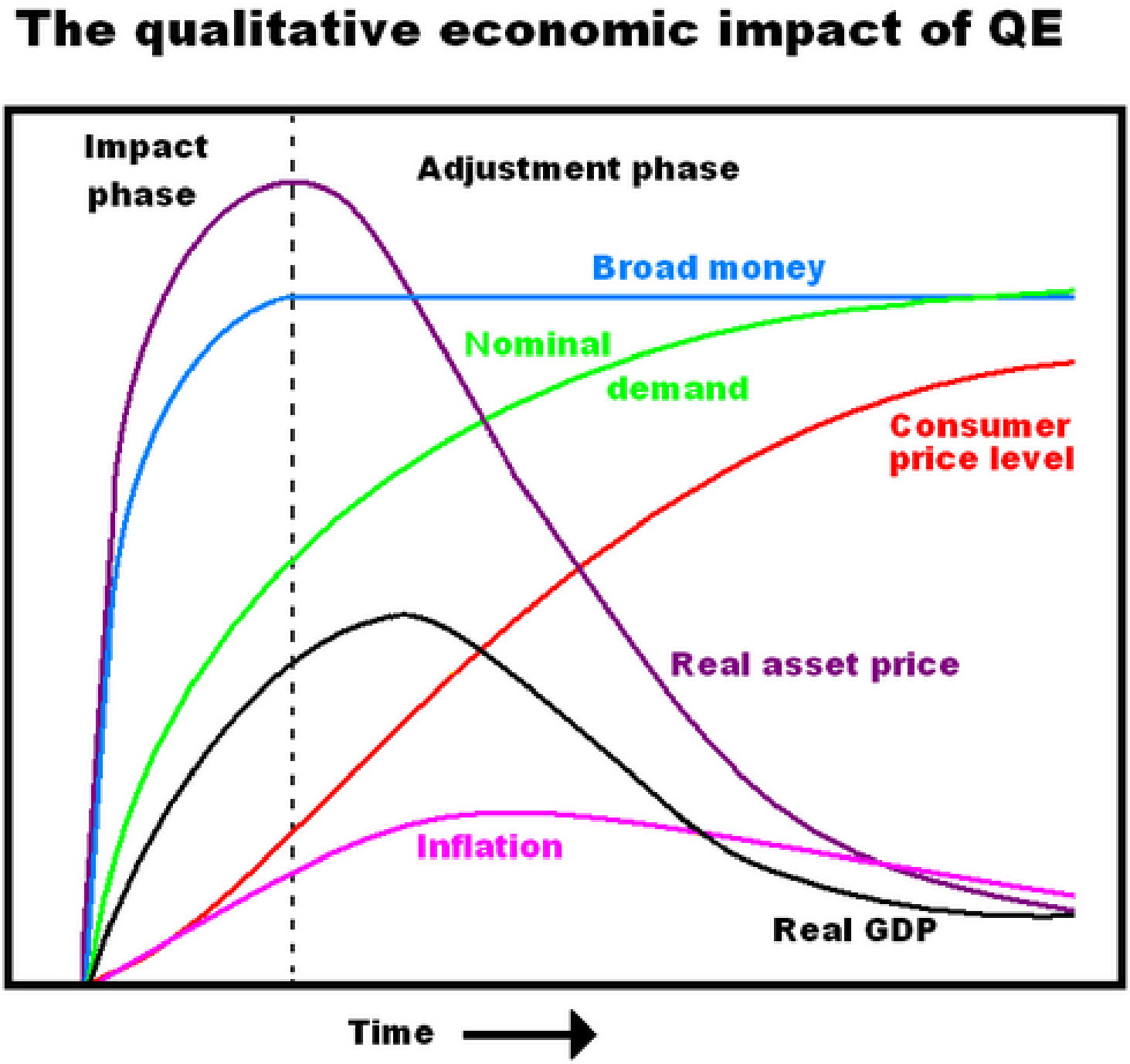


I recenti rincari dei prezzi del petrolio e ancor più dei loro derivati stanno portando in alto le attese di inflazione e dei tassi d'interesse, con il rischio che i mercati finanziari possano subire sussulti e maggior volatilità dei corsi. Le banche centrali in questa situazione si trovano spiacevolmente a fronteggiare una situazione difficile, anche perché l'inflazione che deriva da shock esogeni allo sviluppo economico potrebbe addirittura evolvere in "stag-flazione", che sarebbe ancor più difficile da contrastare. Come evolveranno dunque i mercati finanziari se le prospettive relative ai forti contrasti geopolitici non dovessero migliorare? Proviamo oggi ad esaminare alcune importanti dinamiche per tentare di rispondere a questa domanda.

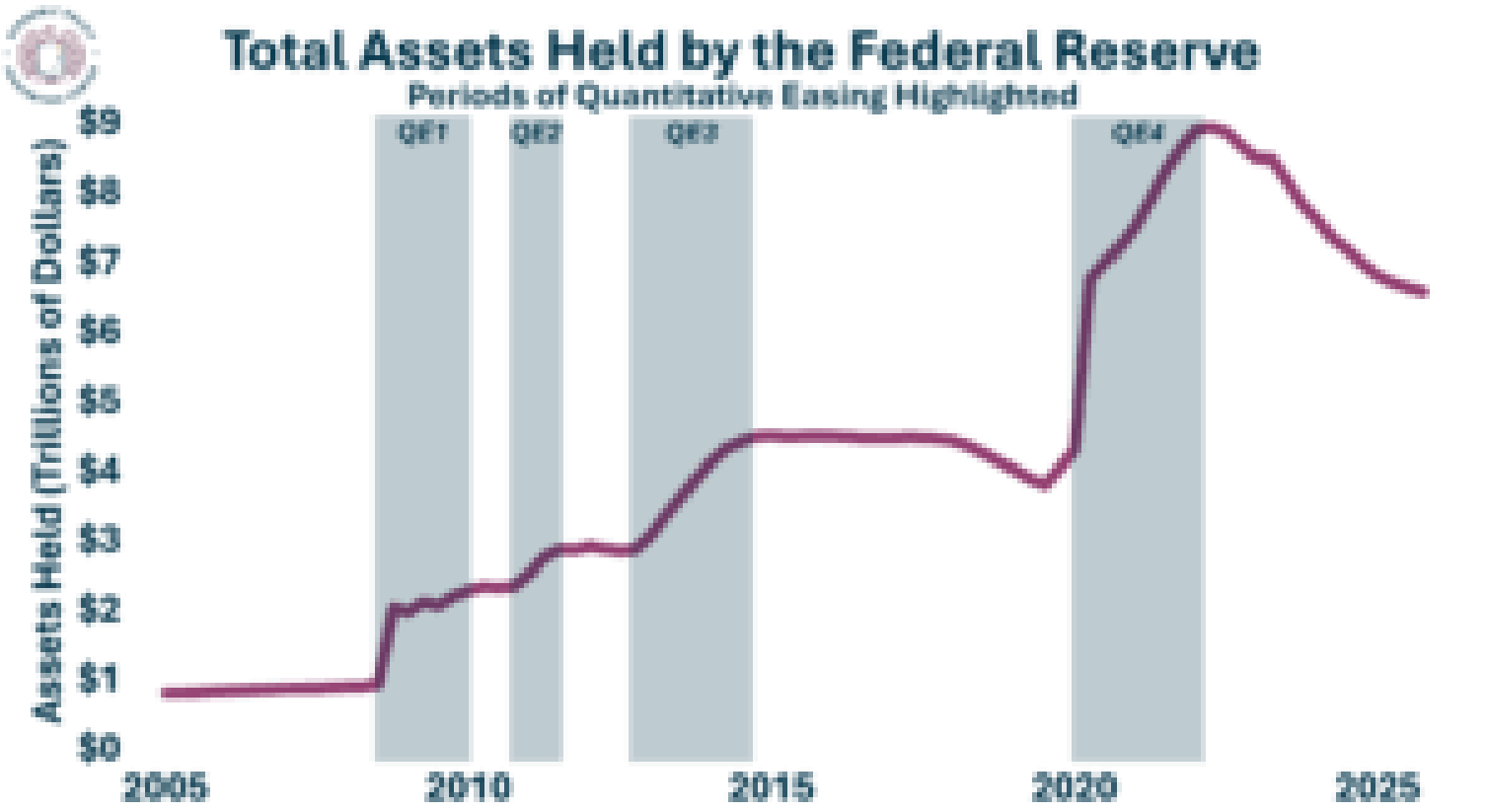


Viviamo in un'epoca storica in cui le banche centrali sono spesso divenute le vere protagoniste per scommettere sull'andamento dei mercati finanziari, non soltanto perché

esercitano un controllo diretto sulle politiche monetarie e di conseguenza sui tassi d'interesse a breve termine e sul costo del denaro, ma anche perché nel recente passato hanno spesso influenzato anche i rendimenti obbligazionari a lungo termine con aggressivi interventi straordinari di elargizione di liquidità (il cosiddetto quantitative easing o: "QE") attraverso acquisti sul mercato di grandi quantità di titoli di Stato e di obbligazioni.

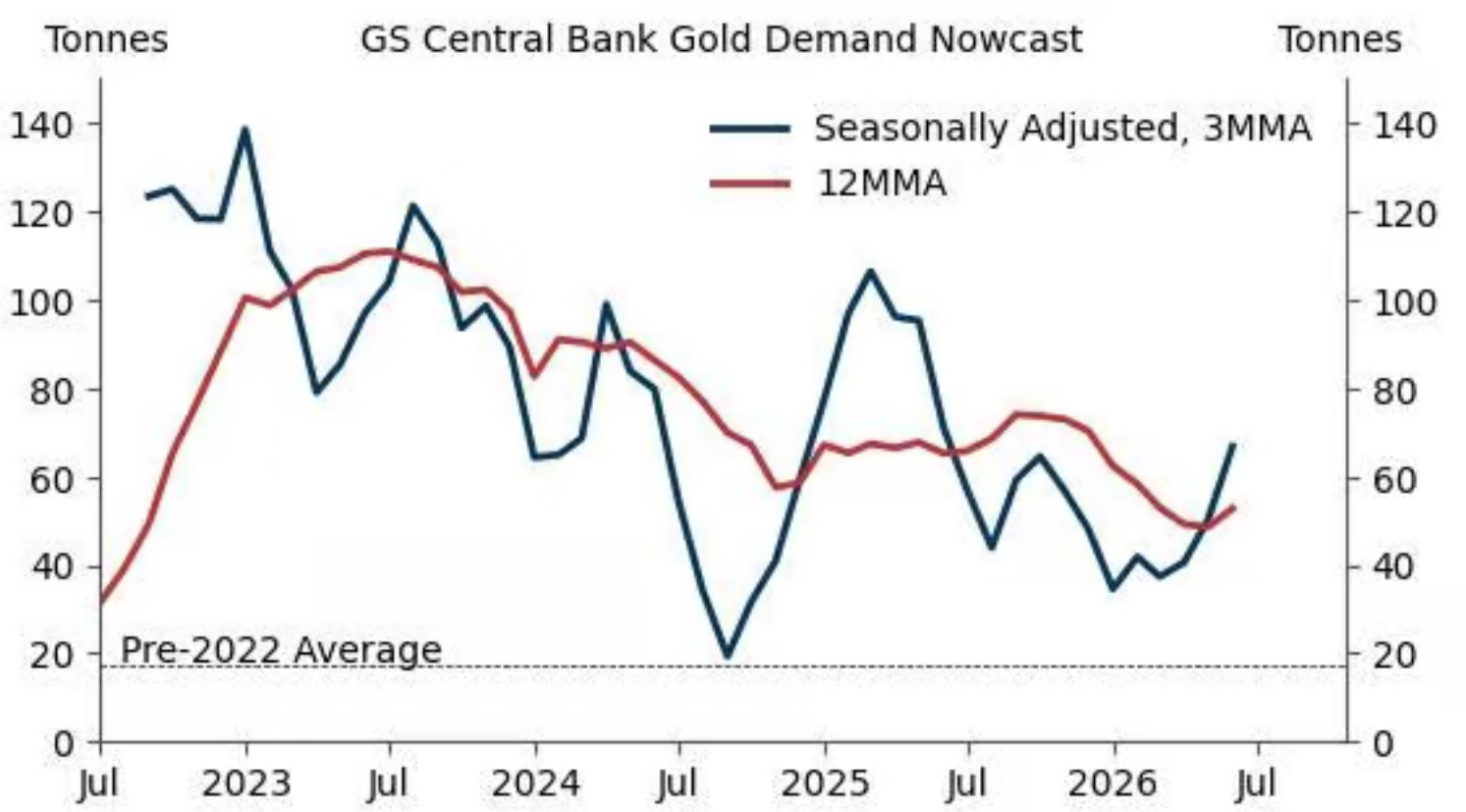


È tuttavia oramai assodato che il QE degli anni scorsi ha alimentato bolle speculative e, in definitiva, l'inflazione dei prezzi ed è anche per questo che Kevin Warsh, il nuovo presidente della Federal Reserve Bank of America (la banca centrale più importante del mondo detta anche: "FED"), ha subito affermato dopo il suo insediamento che non intende proseguire con gli stessi metodi dei suoi predecessori, anzi ha l'intento di ridurre la quantità di titoli oggi detenuti dalla FED.



Anche l'abnorme domanda di oro fisico da parte delle banche centrali ha comportato notevoli sconvolgimenti nell'ultimo paio d'anni: il suo prezzo è schizzato alle stelle e, con esso, anche la percezione di perdita di valore delle divise di conto monetario contro le quali è scambiato l'oro.



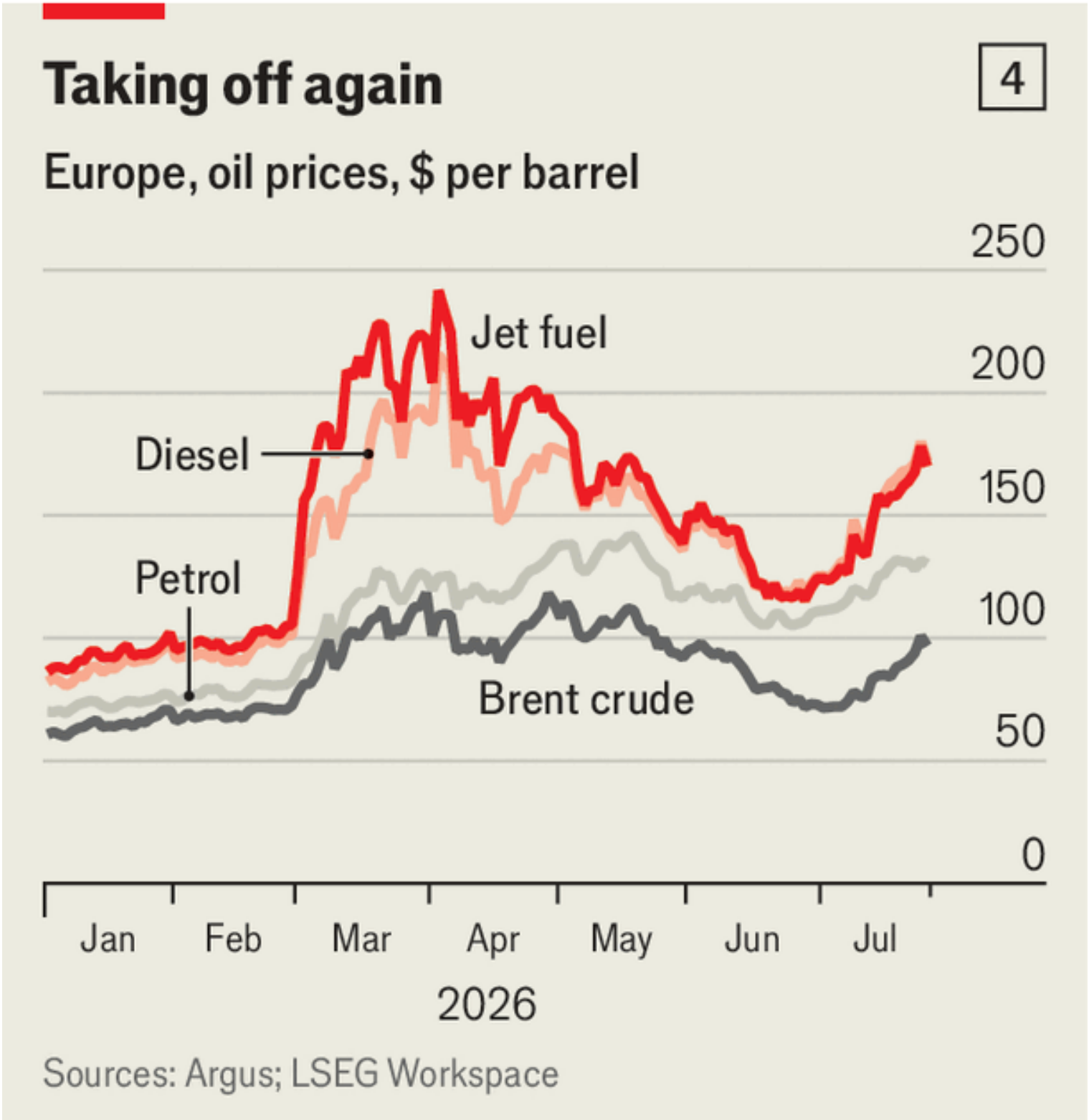


La ragione spesso è stata politica: sostituire il dollaro americano a causa dei rischi di veder bloccate le proprie espresse in quella valuta. Ma le conseguenze di quegli acquisti e del conseguente rialzo del prezzo dell'oro sono state assai rilevanti per i mercati finanziari! Molti ad esempio hanno iniziato a valutare la performance del mercato azionario sulla base del numero di oncia d'oro espresse dal listino azionario.

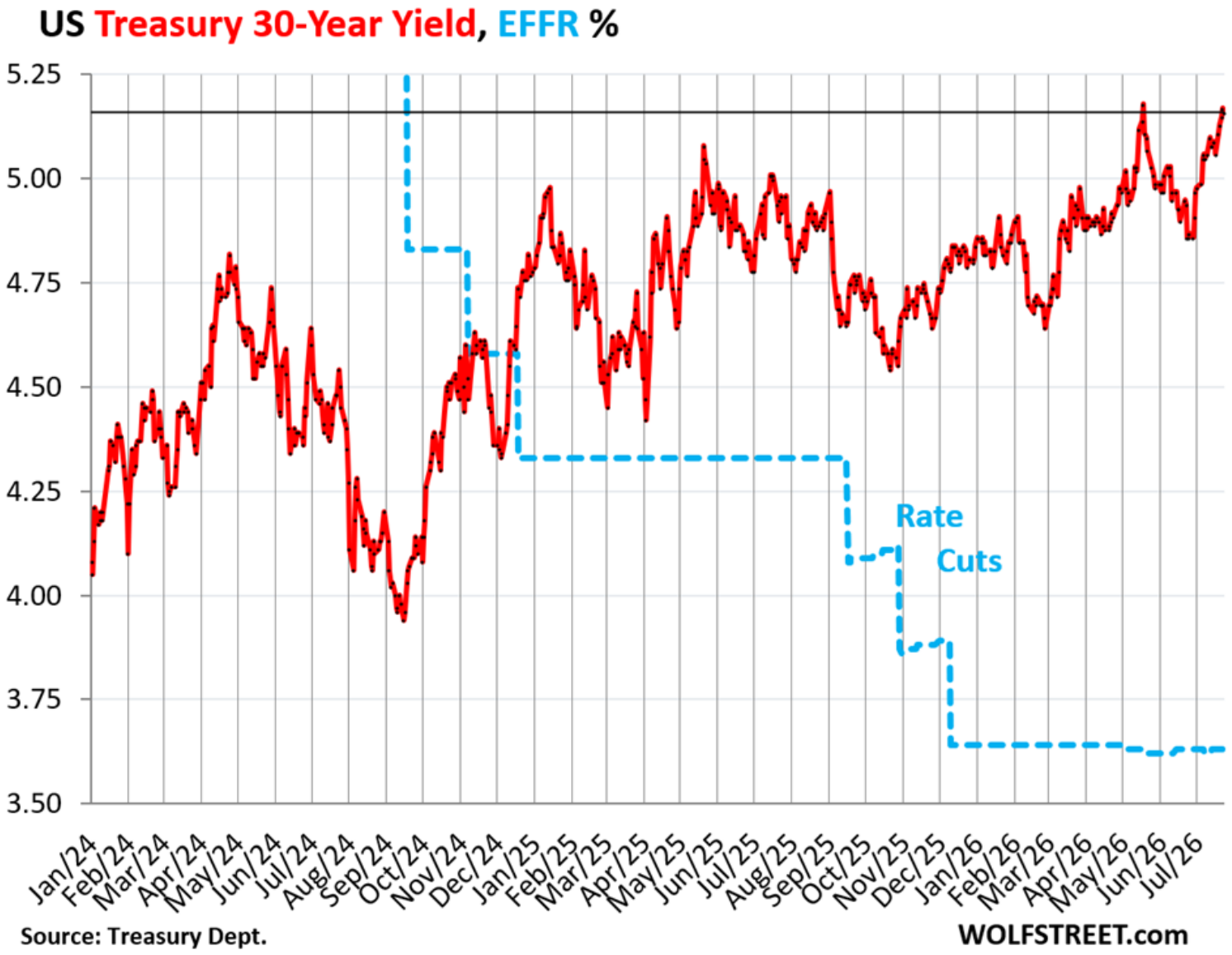


L’INDICE STANDARD & POOR 500 IN TERMINI DI PREZZO DELL’ORO

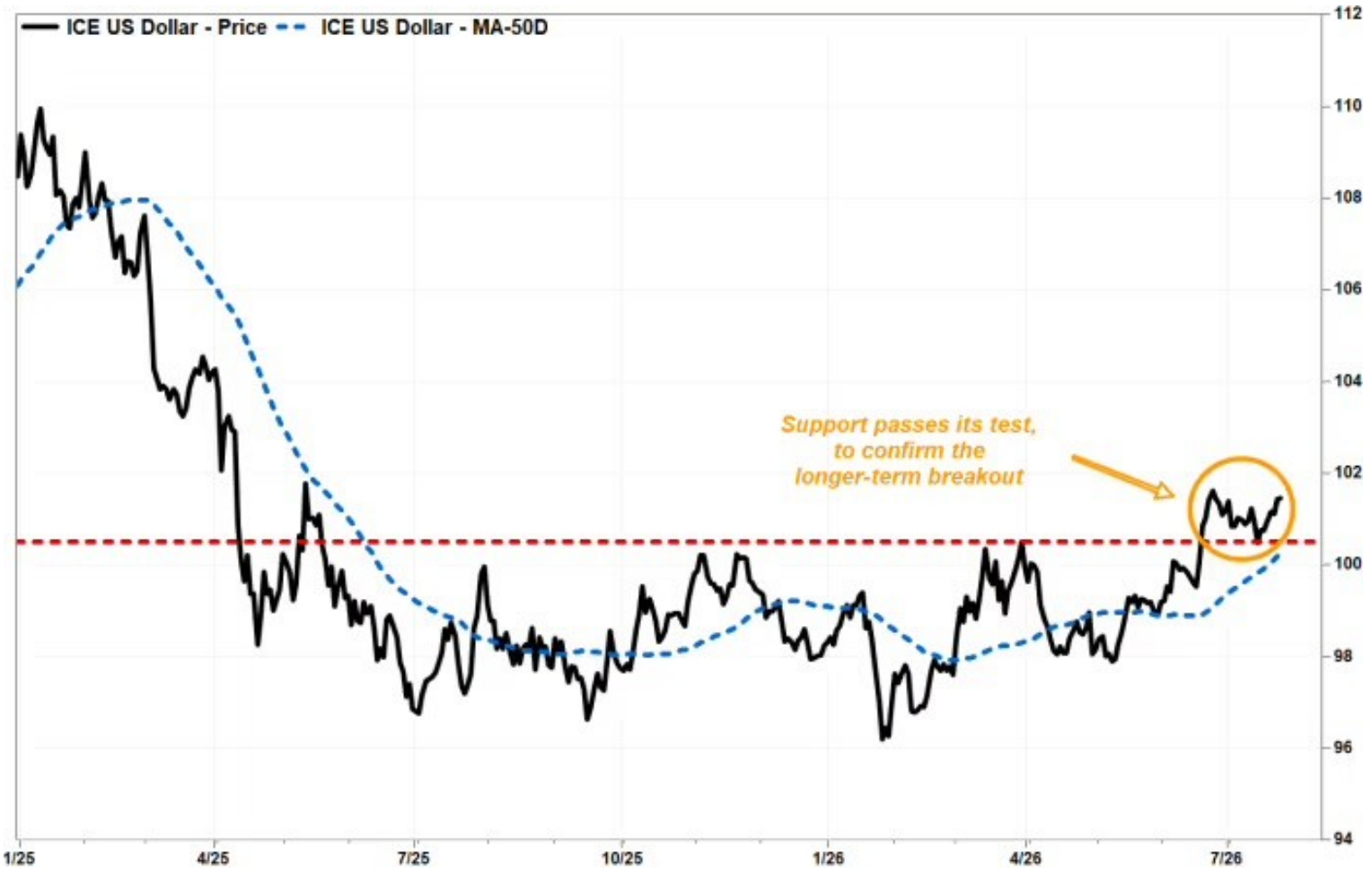
Occorre anche notare che la globalizzazione delle attività industriali vissuta nel mondo durante la prima parte di questo secolo ha probabilmente mantenuto l’inflazione più bassa di quanto avrebbe potuto essere, con il risultato che quelle politiche monetarie espansive hanno avuto limitate conseguenze negative. Oggi però con l’abbandono progressivo della globalizzazione (anzi siamo in piena stagione di re-shoring delle attività produttive) e con il crescente costo dell’energia, il rischio è molto più elevato che l’inflazione possa andare fuori controllo e che -anzi- la grande liquidità in circolazione dia luogo a fenomeni speculativi sui titoli a reddito fisso, sospingendone i rendimenti attesi dal mercato, anche a causa dell’eccesso di liquidità ancora in circolazione in tutto il mondo.



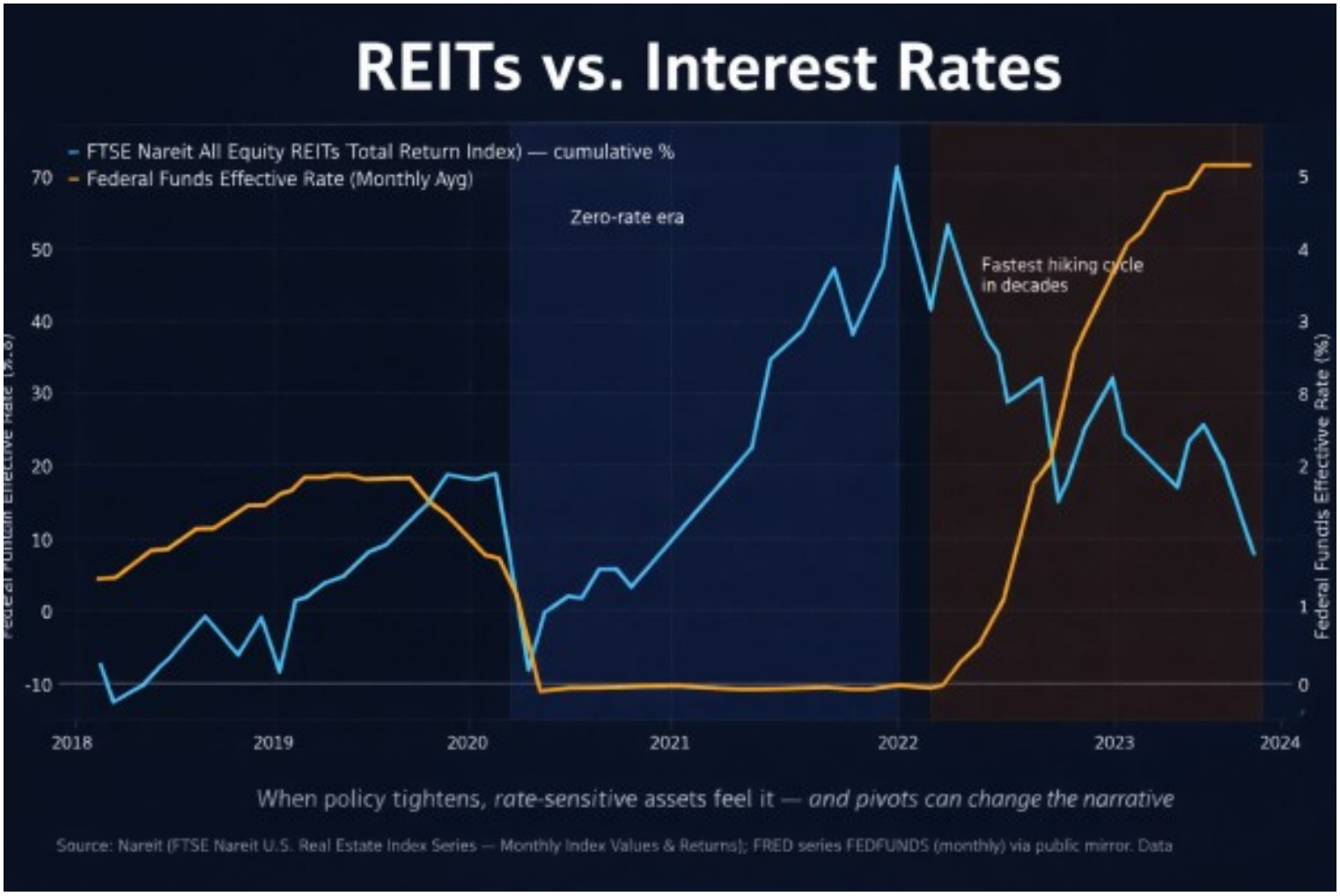
Sull’altro piatto della bilancia occorre tener presente che le ultime recessioni della recente storia economica sono spesso state causate dall’irrigidimento della politica monetaria (il cosiddetto quantitative tightening o: “QT”) e che quest’ultimo potrebbe nuocere gravemente al collocamento di quantità crescenti di titoli di stato di tutto il mondo, derivanti dall’eccesso di spesa pubblica rispetto alle entrate fiscali, oltre che far ripartire il costo del denaro che frenerebbe gli ingenti investimenti di cui il mondo ha bisogno, tanto per lo sviluppo delle nuove tecnologie quanto per le grandi infrastrutture pubbliche che presto risulteranno essenziali. L’equilibrio tra questi due rischi (quelli derivanti dal QE o dal QT) appare perciò assai delicato.



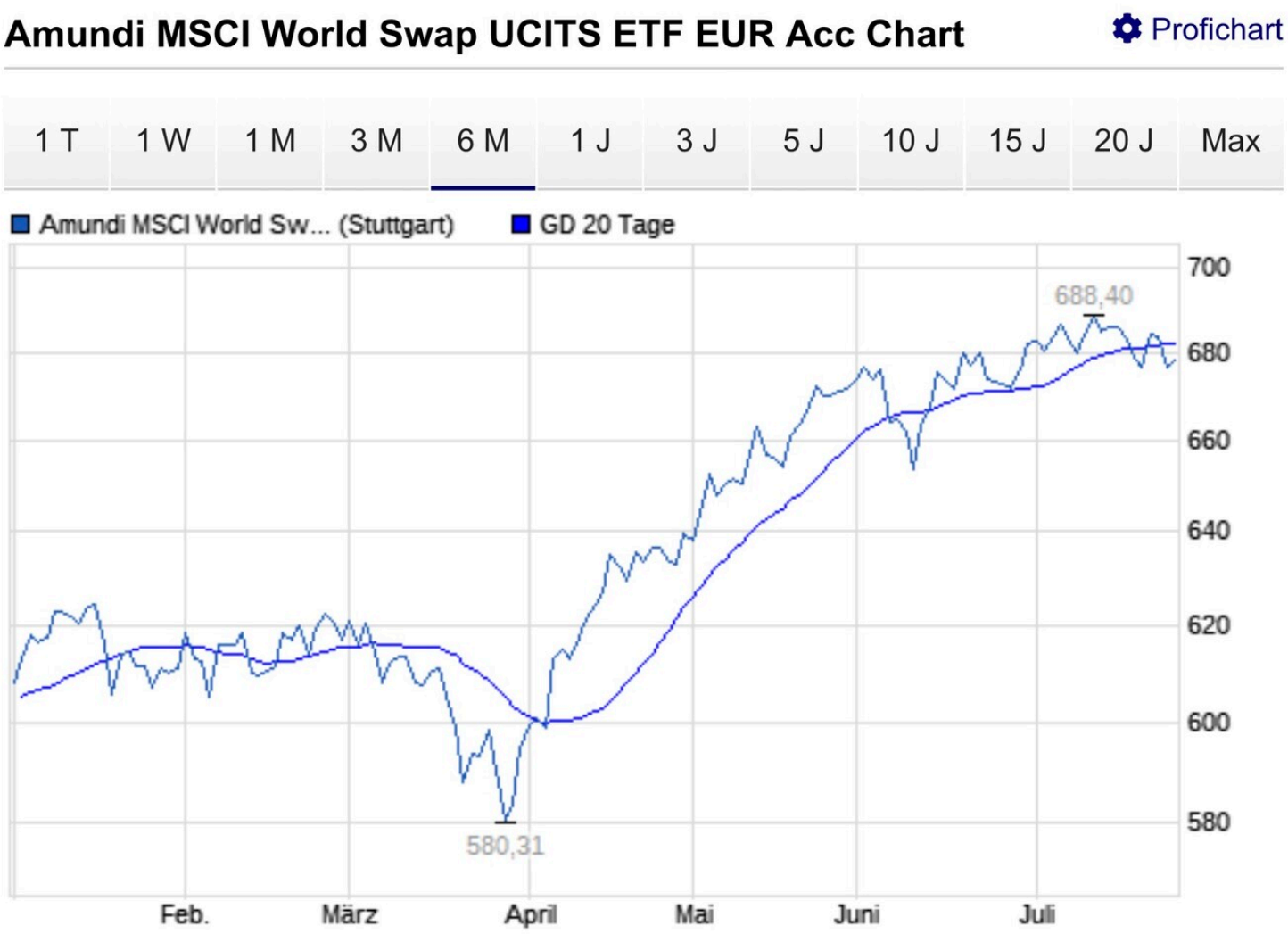
In questo scenario il nuovo presidente della Banca Centrale americana ha mostrato volontà di molta prudenza e la nostra Banca Centrale Europea (BCE) non ha sino ad oggi brillato granché per capacità, iniziativa o arguzia. Con il risultato che i mercati finanziari non si attendono grandi “aiuti” dalle banche centrali e che negli ultimi mesi i titoli di Stato hanno registrato un forte aumento dei rendimenti (cioè del costo per i contribuenti). In America, dove la crescita economica è ancora robusta, questo non ha costituito un grande problema, mentre in Europa la situazione appare più delicata, anche perché il cambio dell’Euro si è svalutato rispetto al Dollaro, le borse europee hanno corso meno e la liquidità dei mercati finanziari europei è rimasta molto limitata.



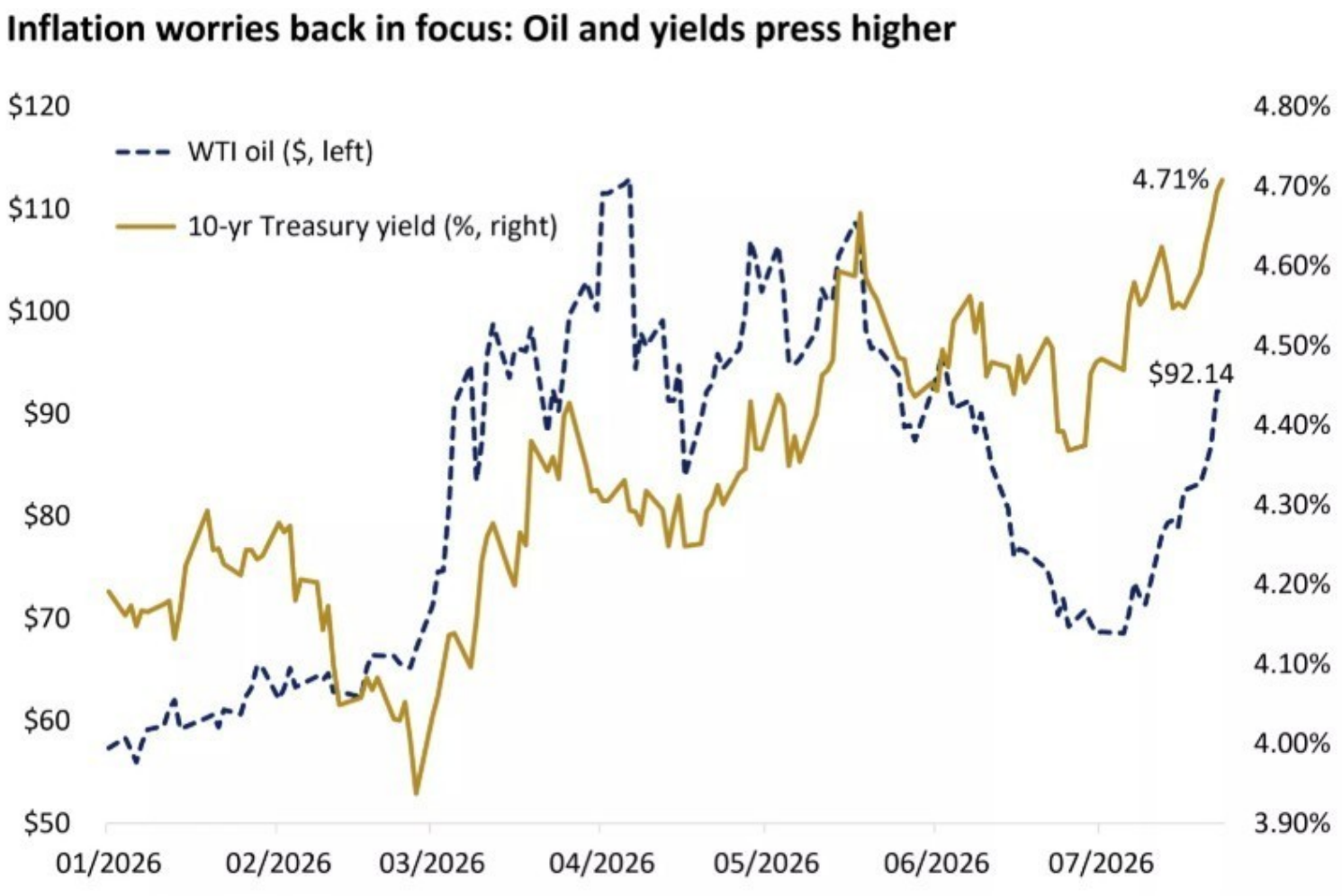
Per il settore bancario uno scenario di tassi relativamente elevati presenta aspetti positivi per i loro margini d'interesse e anche negativi, per il probabile incremento delle insolvenze su crediti. Per il mercato immobiliare invece l'aumento dei tassi ha prodotto andamenti differenti per ogni singola nazione occidentale: negli USA ha prodotto significativi ribassi dei prezzi, e anche in Europa la Germania e i Paesi Bassi hanno corretto le valutazioni, mentre le economie minori hanno per il momento registrato una sostanziale stabilità.



I mercati azionari hanno anch’essi subìto il rialzo dei rendimenti obbligazionari, con una tendenziale riduzione dell’attrattiva dei titoli azionari delle imprese che incorporano una maggior aspettativa di crescita, un tenue favore per il settori finanziario/ assicurativo e una decisa penalizzazione per le società quotate più indebitate. Occorre aggiungere che i conflitti medio-orientali stanno creando opportunità di guadagno per le imprese americane e ulteriori problemi per le società europee, a causa dei timori di recessione che potrebbe derivare dalla scarsità di approvvigionamento delle materie prime e dell’energia, con poche eccezioni riguardanti qualche importante attore nella fabbricazione di armamenti e sistemi bellici di supporto.



Ma soprattutto le aspettative di maggiore inflazione comportano per i mercati finanziari europei uno scenario di rendimenti obbligazionari in crescita, una maggiore selettività nei mercati azionari e, nonostante una crescita economica sostanzialmente nulla, un possibile percorso di allentamento monetario da parte della BCE probabilmente ben più graduale di quanto gli investitori auspicherebbero, soprattutto se le pressioni inflazionistiche globali dovessero rimanere persistenti.

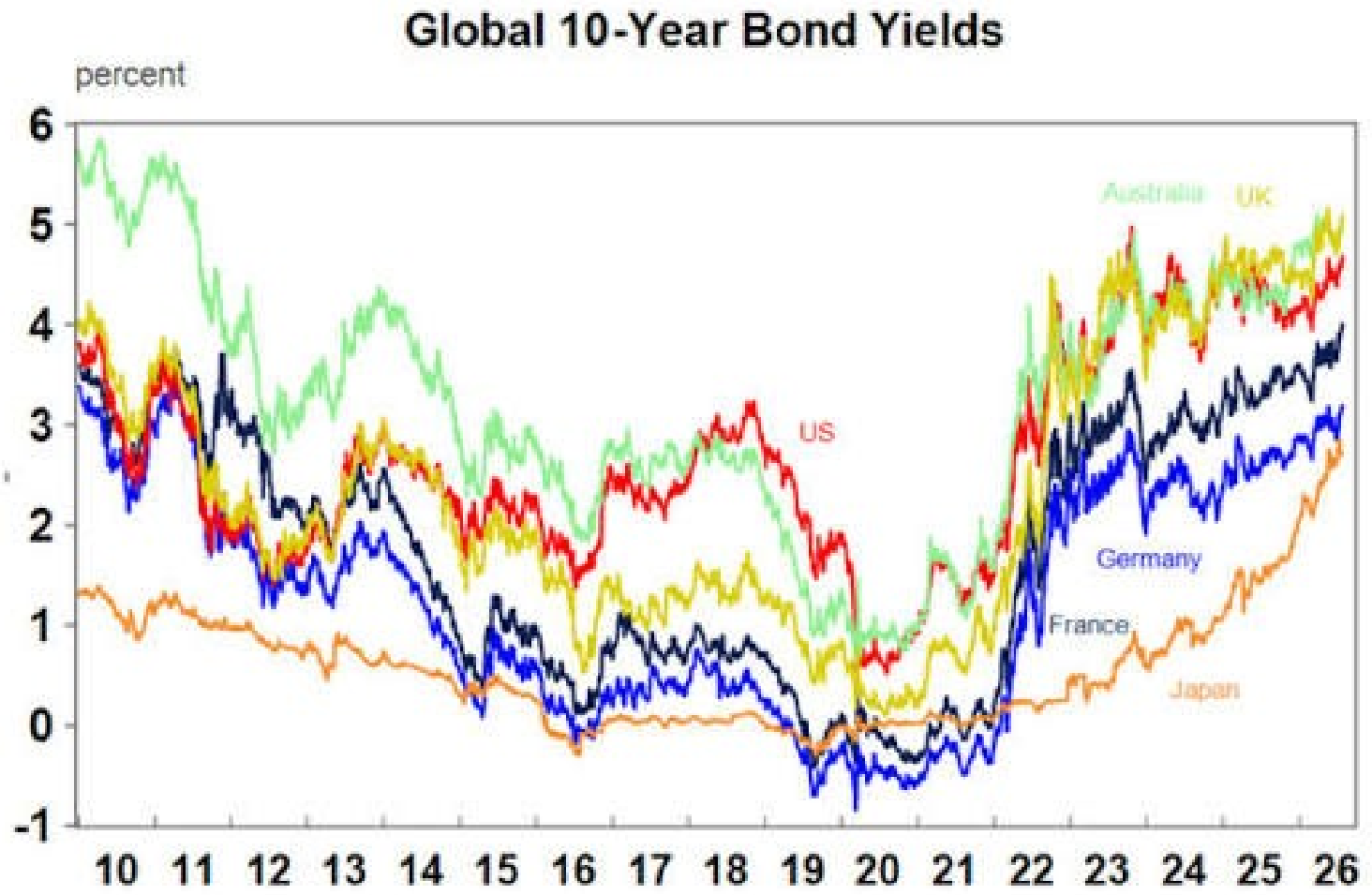


Source: Bloomberg, Edward Jones

Anzi: se lo scenario più probabile dei prossimi mesi apparirà quello di un'inflazione strutturalmente più elevata, le banche centrali avranno un approccio restrittivo e i rendimenti obbligazionari a lungo termine, seppur sostanzialmente stabili, resteranno su livelli elevati, con conseguenze per i mercati azionari molto significative in termini di selettività delle scelte da parte degli investitori, anche qualora i principali indici delle borse potessero in media restare a livelli elevati.

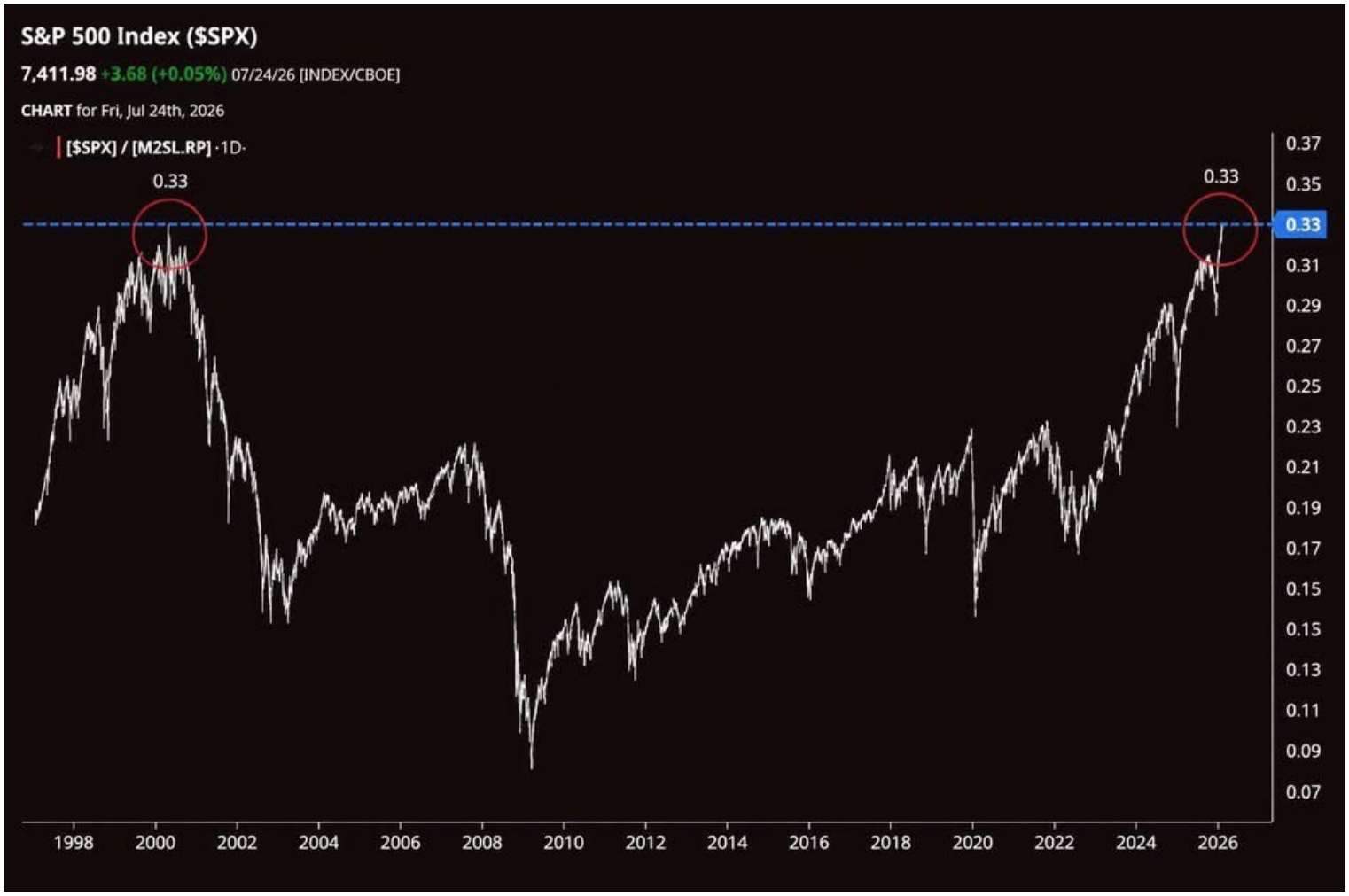


La discriminante principale per la selezione da parte degli investitori diventerebbe la capacità delle imprese di generare utili in un contesto di costo del capitale più elevato, partendo però da multipli di valore più bassi che in precedenza a causa del rialzo dei tassi a lungo termine. In uno scenario di rialzo dei tassi diventa infatti difficile giustificare valutazioni elevate a causa della concorrenza dei titoli di stato.

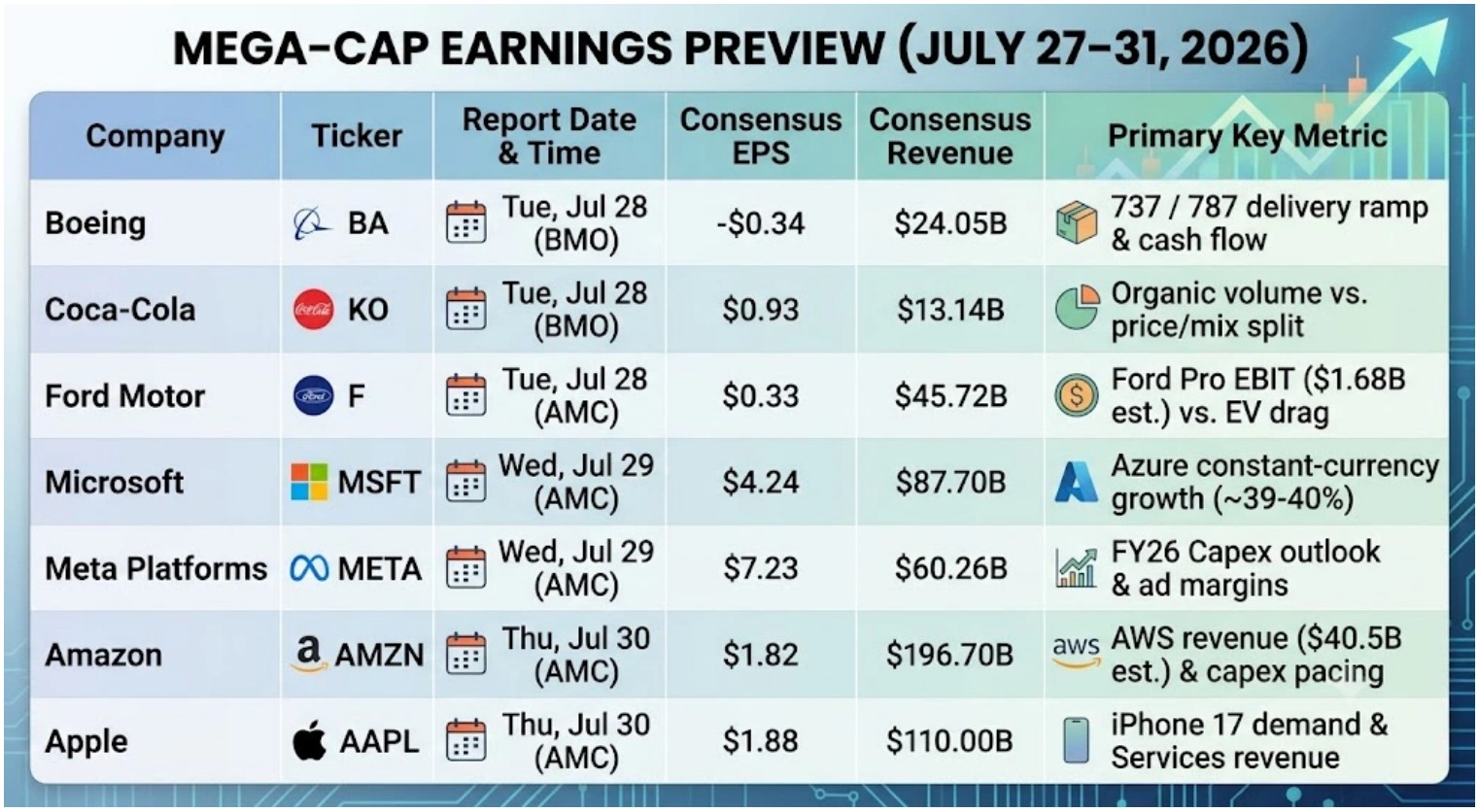


Source: Macrobond, AMP

Negli USA ad esempio un Treasury Bond a dieci anni al 5% rende meno attraente pagare 35-40 volte gli utili per una società, anche se questa mostra forte crescita. Nel grafico qui sotto riportato è il rapporto tra l'indice più diffuso a Wall Street (lo SP500) e l'offerta di massa monetaria (M2), che ha appena raggiunto lo stesso picco della bolla delle "dot-com" degli anni 2000.



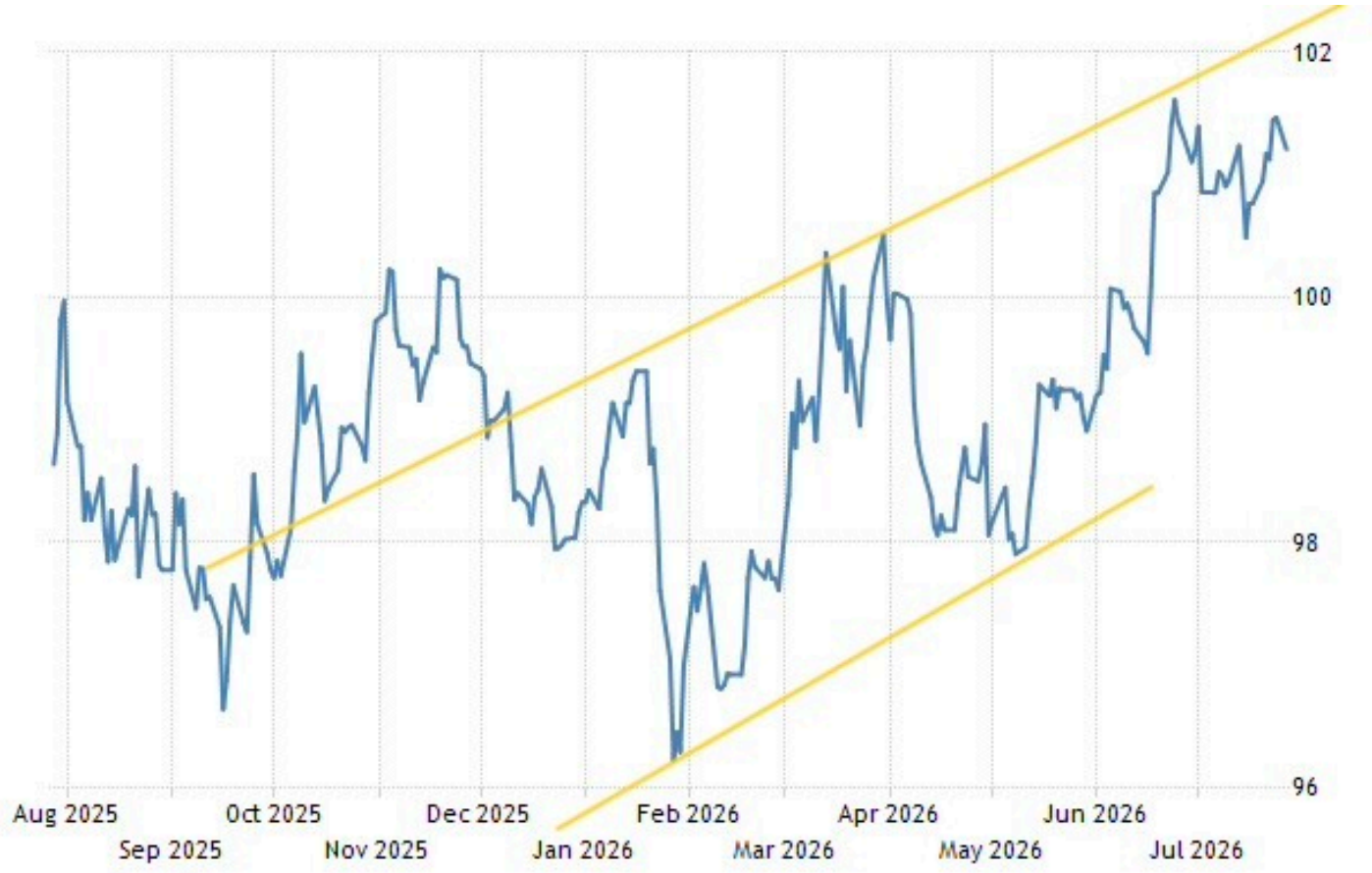
E quali sono le società che più probabilmente mostreranno una crescita più elevata? Principalmente le multinazionali della tecnologia e dell'Intelligenza Artificiale, quelle delle biotecnologie e quelle i cui profitti sono legati alla tecnologia degli armamenti. L'inflazione e gli scontri armati potrebbero permettere loro di generare molti profitti, ma resta il fatto che con i tassi d'interesse più elevati il mercato potrebbe essere disposto a valutarle un po' meno.



Del nuovo contesto perturbato potrebbero invece teoricamente beneficiare i margini d’interesse di banche e assicurazioni, quelli delle imprese che estraggono e distribuiscono petrolio, gas e prodotti della loro raffinazione, i margini di profitto dei produttori di energia e delle utilities (se non hanno troppi debiti) e quelli dei produttori di armi.



A proposito delle imprese del settore finanziario occorre tuttavia tenere conto dei maggiori rischi di volatilità dei mercati e e di quelli relativi ad un probabile balzo delle insolvenze sui prestiti. I tassi d'interesse più elevati negli USA rispetto al resto del mondo potrebbero inoltre far lievitare il cambio del dollaro americano (principalmente a causa della maggior prudenza degli investitori) penalizzando l'Europa e i paesi emergenti, con una doverosa eccezione per il Sud-est asiatico, che sembra affrontare il periodo avvenire con maggiori possibilità.

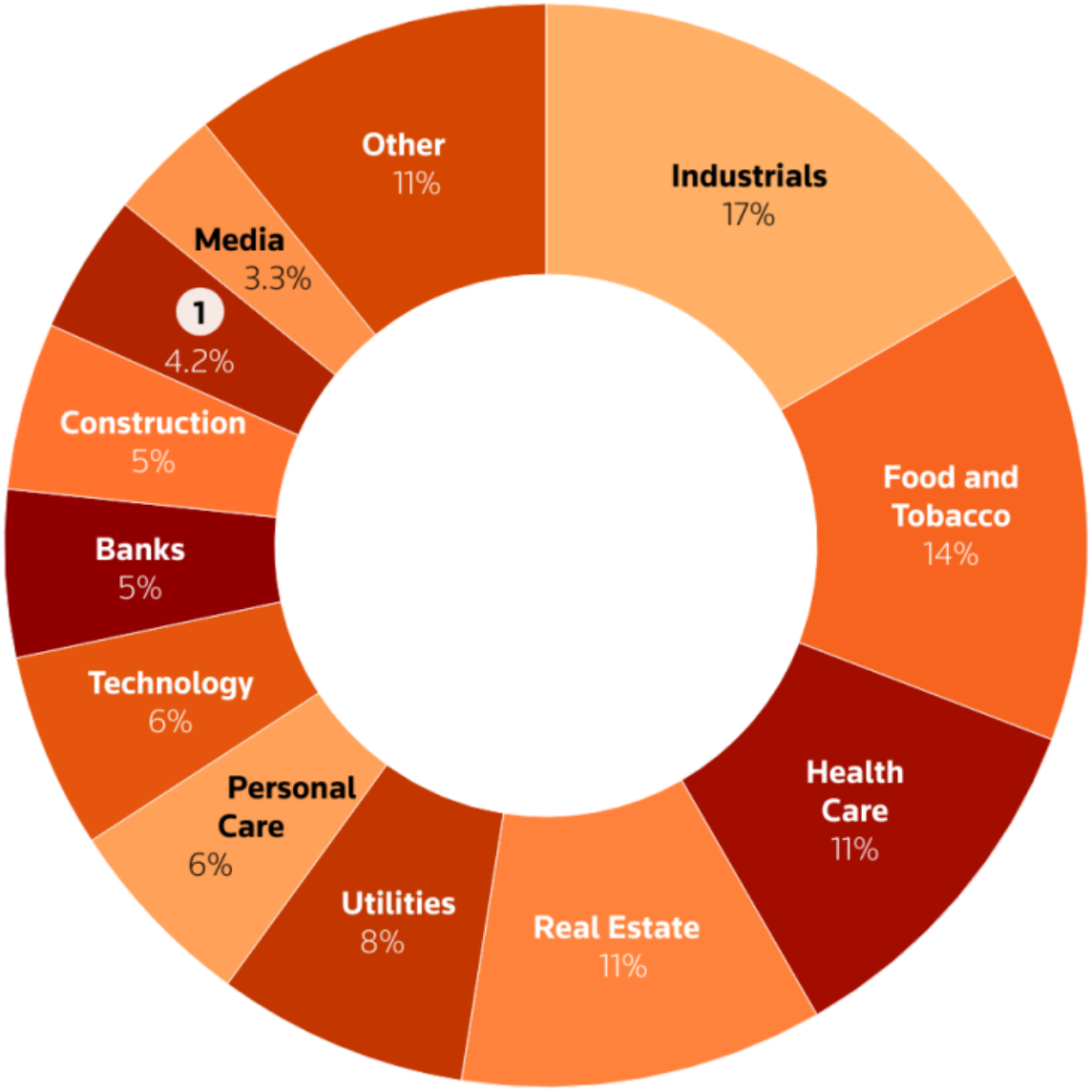


IL DOLLAR INDEX TENDE AL RIALZO

Gli indici delle borse europee sono inoltre più esposti ad imprese medio/piccole, a quelle dei settori finanziario e assicurativo, dell'industria pesante, dell'energia e della chimica, nonché a quelle che producono beni di lusso, con una minor concentrazione delle società quotate nel vecchio continente sulle tecnologie, il software e l'industria farmaceutica. Di conseguenza, uno scenario di tassi elevati potrebbe sfavorire le imprese meno capitalizzate, quelle legate al settore immobiliare e delle costruzioni, alla cultura e ai consumi discrezionali legati alla capacità di spesa delle famiglie.

Steady Compounders in Europe

Sector composition of an equal-weighted basket of companies in the Stoxx Europe 600 with the lowest earnings growth volatility over the last 20 years



1 Financial Services

Author's calculations

In Europa insomma il rischio maggiore non sarebbe tanto rappresentato dal rialzo dei tassi, quanto dalla combinazione di crescita economica debole e inflazione persistente: la cosiddetta “stagflazione”, il peggiore per l’andamento dei multipli di valore e per la liquidità del mercato. Se invece le principali banche centrali riuscissero a tenere a bada l’inflazione senza provocare una recessione, il quadro sarebbe più favorevole, con profitti relativamente elevati e tassi d’interesse che inizierebbero a diminuire. Una situazione che potrebbe favorire le quotazioni delle aziende quotate (viste come scudo nei confronti dell’inflazione).

EXCLUDED: (1) leveraged ETFs (2) Crypto Currency

Top 10 Winners		Week	Month	Quarter	YTD
USO	Crude Oil	10.27%	28.42%	28.42%	97.64%
DBE	Energy	6.30%	22.85%	22.85%	84.37%
GDX	Gold Miners	5.48%	-0.29%	-0.29%	-12.29%
ITA	Aerospace & Defense	4.08%	-0.94%	-0.94%	11.85%
NANR	Natural Resources	4.01%	7.19%	7.19%	19.31%
DBC	Broad-Based Commodities	3.86%	12.90%	12.90%	34.62%
SLV	Silver	3.56%	-1.65%	-1.65%	-18.36%
XME	Metals	3.45%	-4.85%	-4.85%	-1.80%
XLE	Energy	3.36%	12.26%	12.26%	33.35%
OIH	Oil Services	3.34%	5.28%	5.28%	37.54%

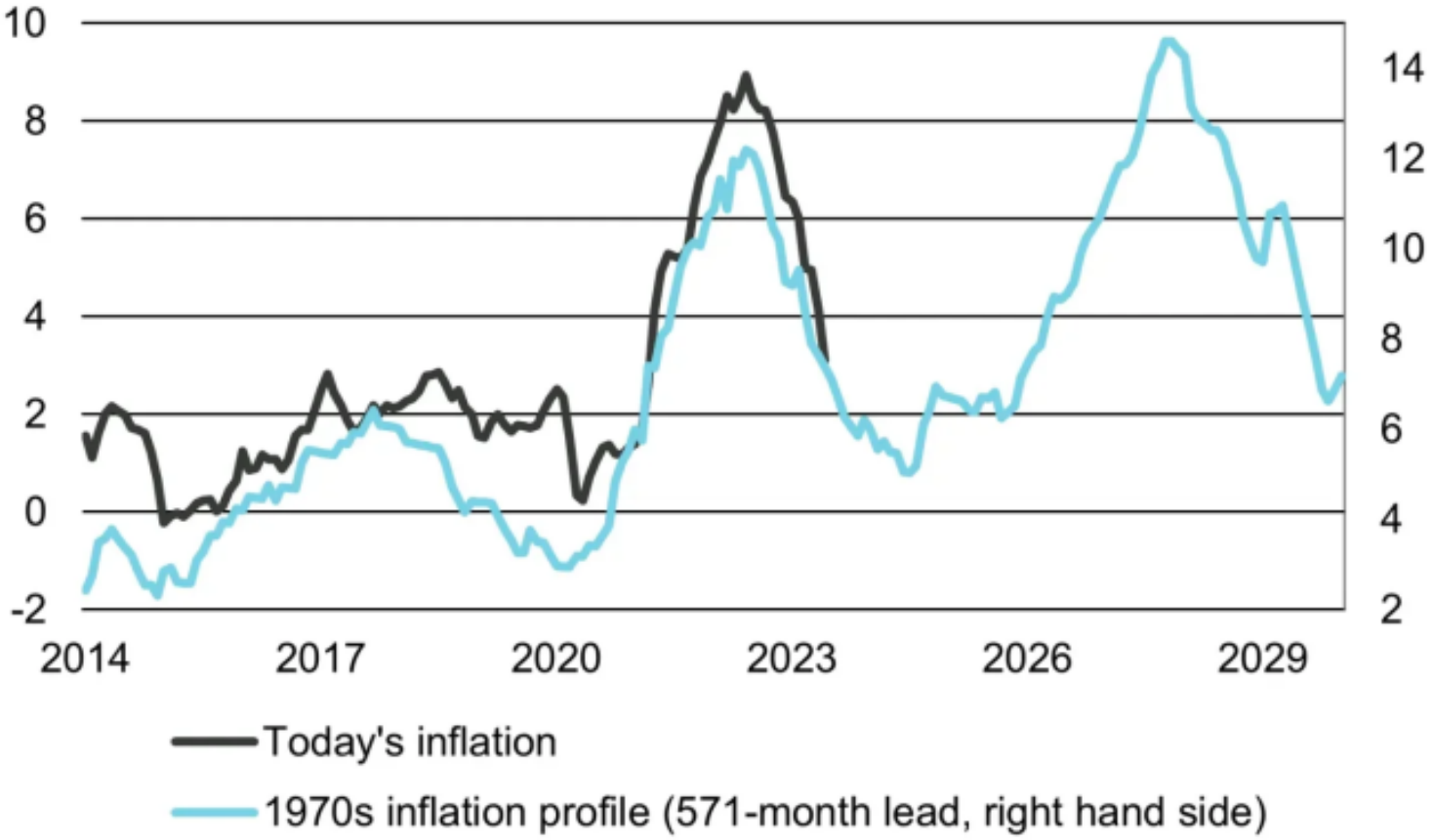
Top 10 Losers		Week	Month	Quarter	YTD
TSLA	Tesla	-17.81%	-25.58%	-25.58%	-30.39%
META	Meta	-7.87%	5.66%	5.66%	-9.83%
GOOG	Alphabet	-7.81%	-9.69%	-9.69%	1.69%
AMZN	Amazon	-6.12%	-2.61%	-2.61%	0.56%
XLY	Consumer Discretionary	-5.22%	-6.71%	-6.71%	-8.37%
PBW	Alternative Energy	-5.18%	-18.84%	-18.84%	3.67%
VNM	Vietnam	-5.07%	-10.88%	-10.88%	-13.73%
TAN	Solar	-4.86%	-13.31%	-13.31%	4.40%
MSOS	Cannabis	-4.48%	-16.14%	-16.14%	-9.75%
XSW	Software	-4.46%	-1.33%	-1.33%	-9.41%

Per questo motivo lo scenario delineato non implica necessariamente un ribasso del mercato, azionario quanto piuttosto una situazione di maggiore volatilità e incertezza in cui l'andamento dei corsi azionari potrebbe dipendere principalmente dalla crescita effettiva degli utili, dalla solidità dei bilanci e dalla capacità delle imprese di mantenere margini anche in situazioni difficili, con gli investitori che privilegerebbero queste ultime scaricando i titoli delle altre.

Stefano di Tommaso

INFLAZIONE SECONDA ONDATA





MOLTE SIMILITUDINI CON LA PRIMA ONDATA

Tra il 2021 e il 2023 una combinazione di eventi eccezionali ha provocato una prima ondata d'inflazione a causa del fatto che l'offerta di beni e servizi, dopo il "lockdown", era inferiore alla relativa domanda di materie prime e numerosi altri fattori di produzione. I motivi erano i più vari: congestione nei trasporti, mancanza di semiconduttori, rincaro di petrolio e gas a causa del dirottamento delle forniture russe all'Occidente.

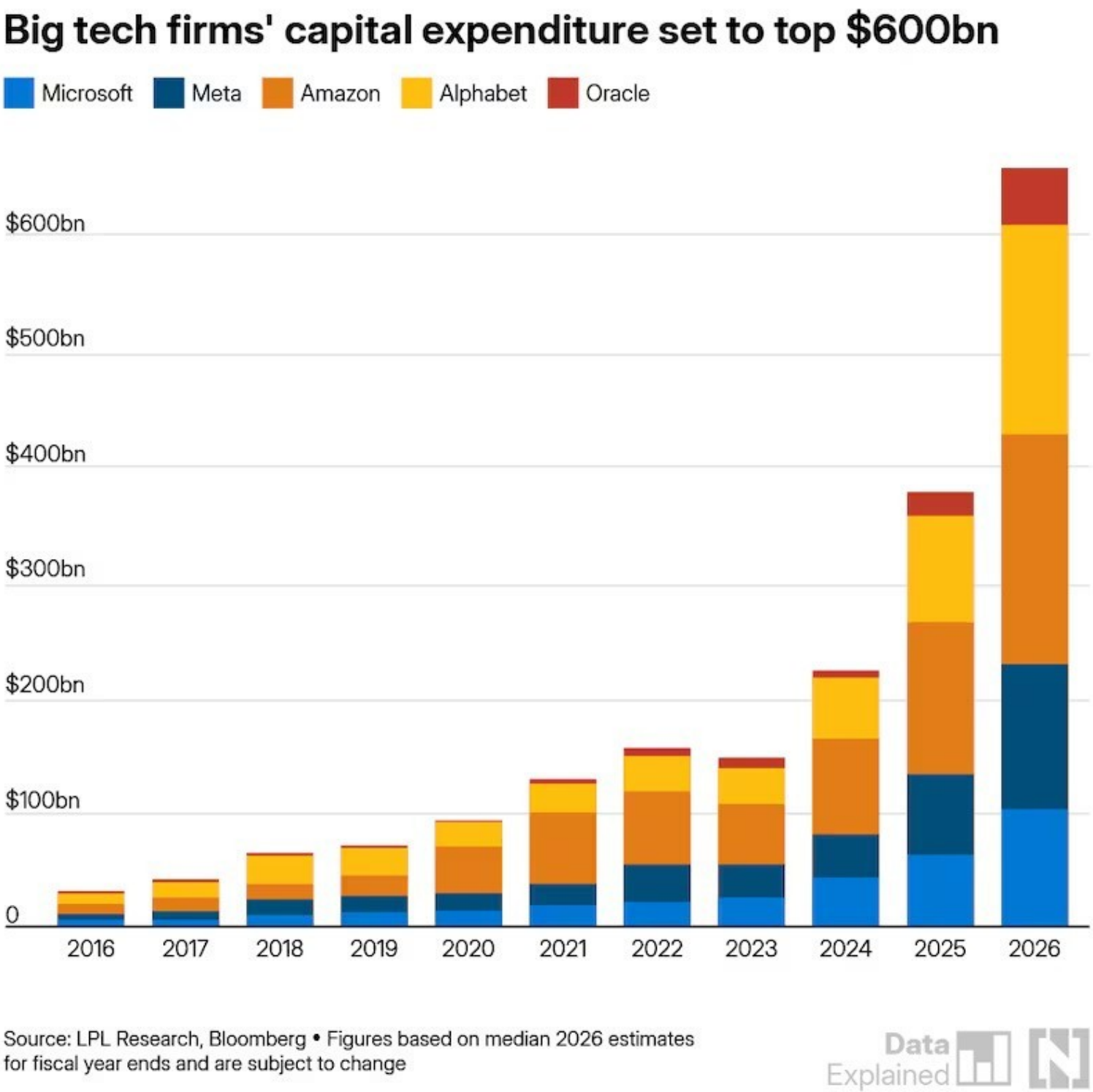
Nel 2026 rischiamo di trovarci in una situazione relativamente simile: non mancano i trasporti ma talvolta sono bloccati dalle guerre, i giganteschi investimenti aziendali sull'Intelligenza Artificiale (AI) hanno generato un'enorme assorbimento della produzione di microprocessori di ultima generazione (ragione per cui oggi scarseggiano e rincarano), l'energia sta tornando a costare cara anche a causa della grande necessità di alimentare i "data center", e poi la scarsità di impianti di raffinazione del petrolio ha determinato un loro rincaro paragonabile a quello di uno shock petrolifero (come se il prezzo al barile avesse superato i 100 dollari). Infine la domanda di energia per consumi privati cresce inesorabilmente più dell'offerta e questo genera grandi profitti per i produttori di energia, ma anche una risalita di tutti i costi di produzione e distribuzione di beni e servizi.

	Price			Day	Month	Year	Date
Crude Oil	84.255	▲	1.765	2.14%	14.14%	27.83%	06:40
Brent	90.241	▲	2.141	2.43%	15.93%	30.48%	06:40
Natural gas	2.88	▼	-0.0301	-1.03%	-11.44%	-13.36%	Jul/20
Gasoline	3.4279	▲	0.0352	1.04%	14.82%	61.07%	06:40
Heating Oil	4.1543	▲	0.0897	2.21%	34.43%	65.71%	06:40
Ethanol	1.91	▼	-0.0125	-0.65%	4.09%	6.85%	Jul/16
Naphtha	712.16	▼	-9.59	-1.33%	2.93%	28.87%	Jul/16
Propane	0.76	▲	0.01	0.89%	3.58%	6.25%	Jul/16
Uranium	85.70	▲	0.2500	0.29%	-0.46%	20.70%	Jul/17
Methanol	2,604.00	▼	-19.00	-0.72%	-5.99%	11.47%	Jul/17

UN PROBLEMA ULTERIORE

La situazione “a cascata” rassomiglia perciò a quella di qualche anno fa: aumentano i prezzi dei fattori di produzione e dunque i costi industriali, aumentano i prezzi dei servizi e quindi devono crescere anche i prezzi finali pagati dai consumatori. Lo si può osservare soprattutto nell’elettronica di largo consumo (computer ed elettrodomestici intelligenti compresi) ma vale anche per numerosi alimenti, per le utenze domestiche e i viaggi.

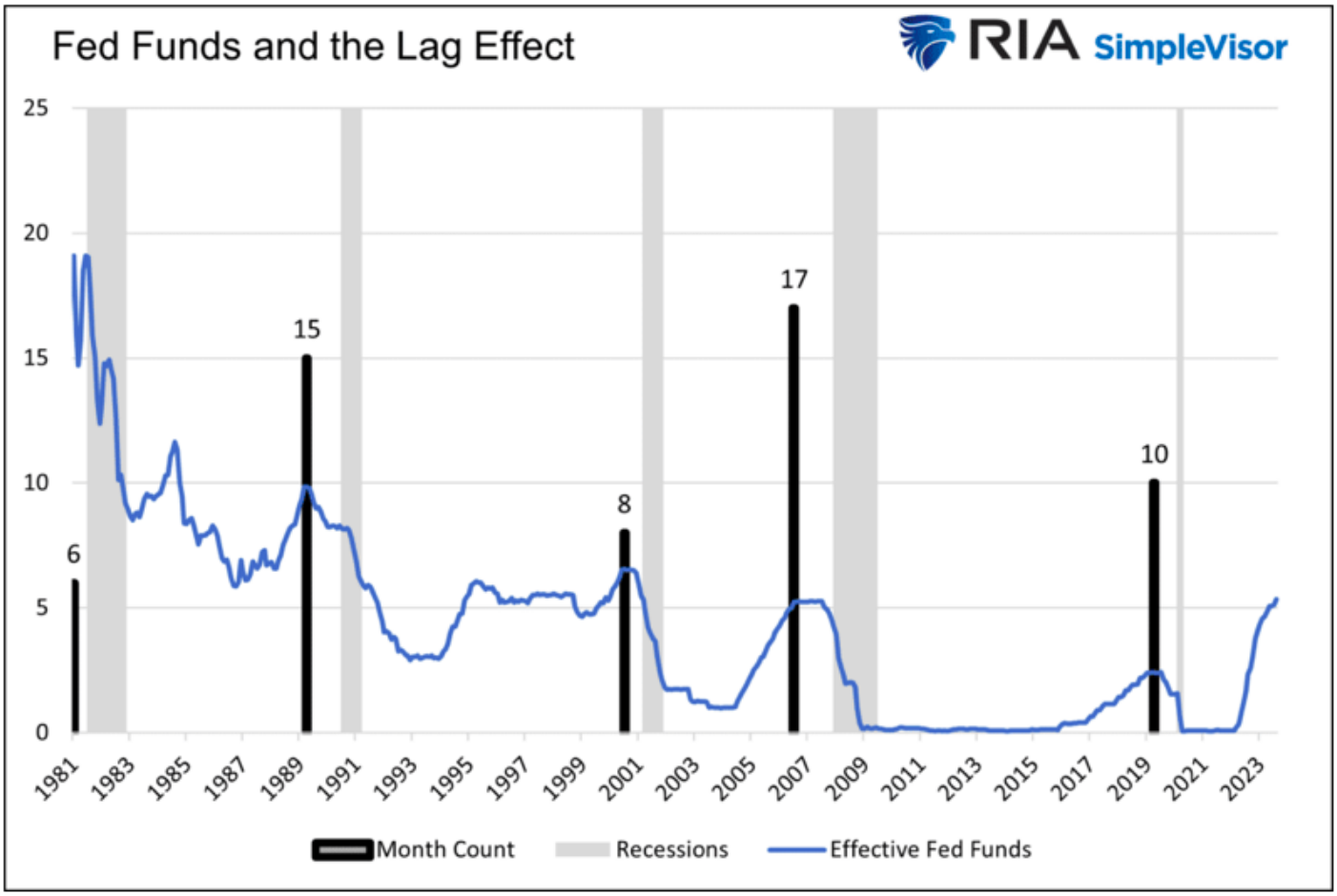
Casomai c’è stavolta un problema ulteriore: mentre dopo il COVID l’offerta di beni e servizi è gradualmente tornata a crescere attenuando l’inflazione, stavolta determinate carenze appaiono più strutturali: l’AI fa impennare stabilmente la domanda di capacità di calcolo, mentre costruire nuovi impianti produttivi di semiconduttori e nuovi data center richiede tempi lunghi e investimenti enormi. Tutto ciò aumenta il rischio di pressioni inflazionistiche persistenti.



UNO SHOCK DA OFFERTA

Di fronte all'aumento strutturale dell'inflazione, le banche centrali di tutto il mondo potrebbero cadere in un errore non riconoscendo che l'inflazione che non nasce da un eccesso di consumi, bensì da un'offerta insufficiente di prodotti e servizi. È vero che aumentare i tassi d'interesse potrebbe raffreddare la domanda complessiva, ma solo deprimendo il reddito disponibile, senza rimuovere la causa che è la scarsità di produzione di microchip e infrastrutture energetiche. Il rischio è quindi di riuscire a contenere l'inflazione solo parzialmente, al prezzo tuttavia di una crescita economica più debole o addirittura una recessione (come si può vedere dalla storia recente riportata nel grafico

qui sotto), che genererebbe altri problemi, soprattutto sul fronte della sostenibilità della spesa pubblica.



LE MACRO-CAUSE

I motivi di tutto ciò non dipendono tuttavia soltanto dai grandi investimenti in AI. A differenza del 2021, oggi si stanno sommando diversi fattori: dal rincaro di petrolio, gas e prodotti da raffinazione alle normative sulla transizione energetica, alle politiche di "re-shoring" (che fanno lievitare i costi delle filiere produttive), all'aumento verticale della spesa per campagne militari, armi e munizioni, insieme alla progressiva presa d'atto della necessità di riprendere le spese globali per infrastrutture di ogni genere, rimaste generalmente indietro negli ultimi tempi in tutto l'Occidente.

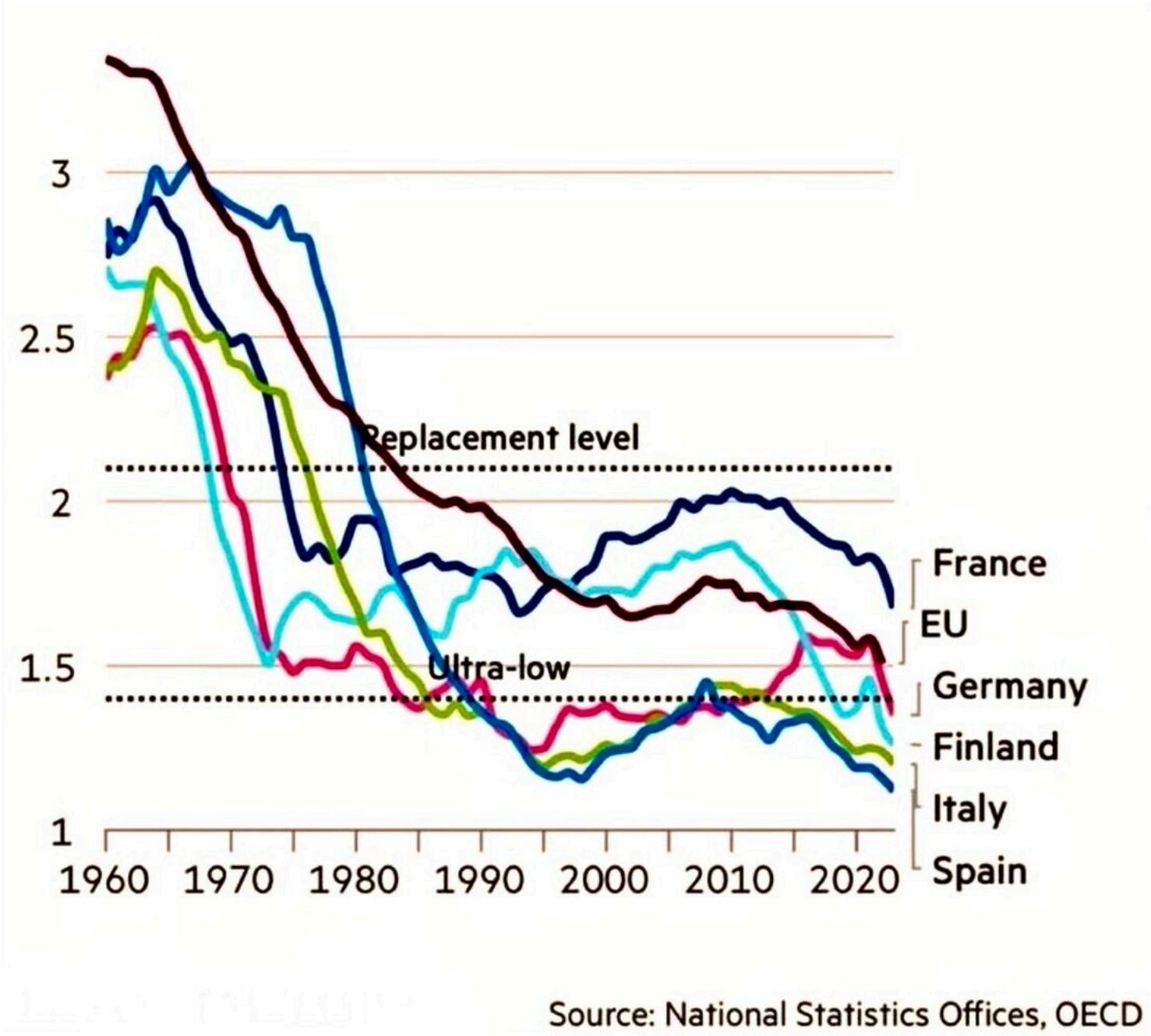
Per tutti questi motivi la seconda ondata inflazionistica in arrivo potrebbe durare anche più a lungo e risultare più difficile da contrastare con i tradizionali strumenti di politica monetaria. Nei primi sei mesi dell'anno 2026, fino a giugno, i prezzi all'importazione di tutti i beni negli USA (dove si dispone del maggior numero di statistiche) sono aumentati del 6,6%, raggiungendo un nuovo massimo storico. E questo senza includere i dazi doganali, poiché i prezzi vengono rilevati "alla frontiera", prima dell'applicazione di eventuali tariffe.

The chart shows the price level (not the percentage change of the price level).



IN EUROPA È PEGGIO

L'Europa sta vivendo una situazione simile, ma con alcune differenze strutturali: dipende molto più dalle importazioni rispetto agli USA, dispone di un minor numero di "data center" (che assorbiranno molto capitale), è caratterizzata da minor ricchezza finanziaria che risulta necessaria alle imprese per investire pesantemente nell'AI. La conseguenza di un più basso livello d'investimento è che, in presenza degli stessi rincari dei costi, viene stimolato assai meno lo sviluppo dell'economia reale e questo rende l'inflazione meno sostenibile. Tutto ciò in associazione ad un crollo demografico da brivido (si veda il grafico qui sotto) fa l'Europa molto più vulnerabile agli shock energetici e geo-politici, con una minor capacità di sostenere il servizio del debito pubblico (gli interessi) in caso di recessione.



NUMERO DI NASCITE PER ABITANTE IN UNIONE EUROPEA

IL FATTORE “CINA”

Se Riad è ancora in grado di influenzare il prezzo del petrolio aumentando o riducendo la produzione, Pechinosta diventando in grado di condizionare il mercato modulando i propri acquisti e utilizzando le proprie enormi riserve strategiche. Durante la recente crisi nel Golfo Persico ad esempio, anziché aumentare gli acquisti per timore di carenze, la Cina ha fatto l’opposto: ha ridotto drasticamente le importazioni di greggio utilizzando le proprie scorte, rallentando l’attività delle raffinerie e limitando temporaneamente le esportazioni di carburanti.

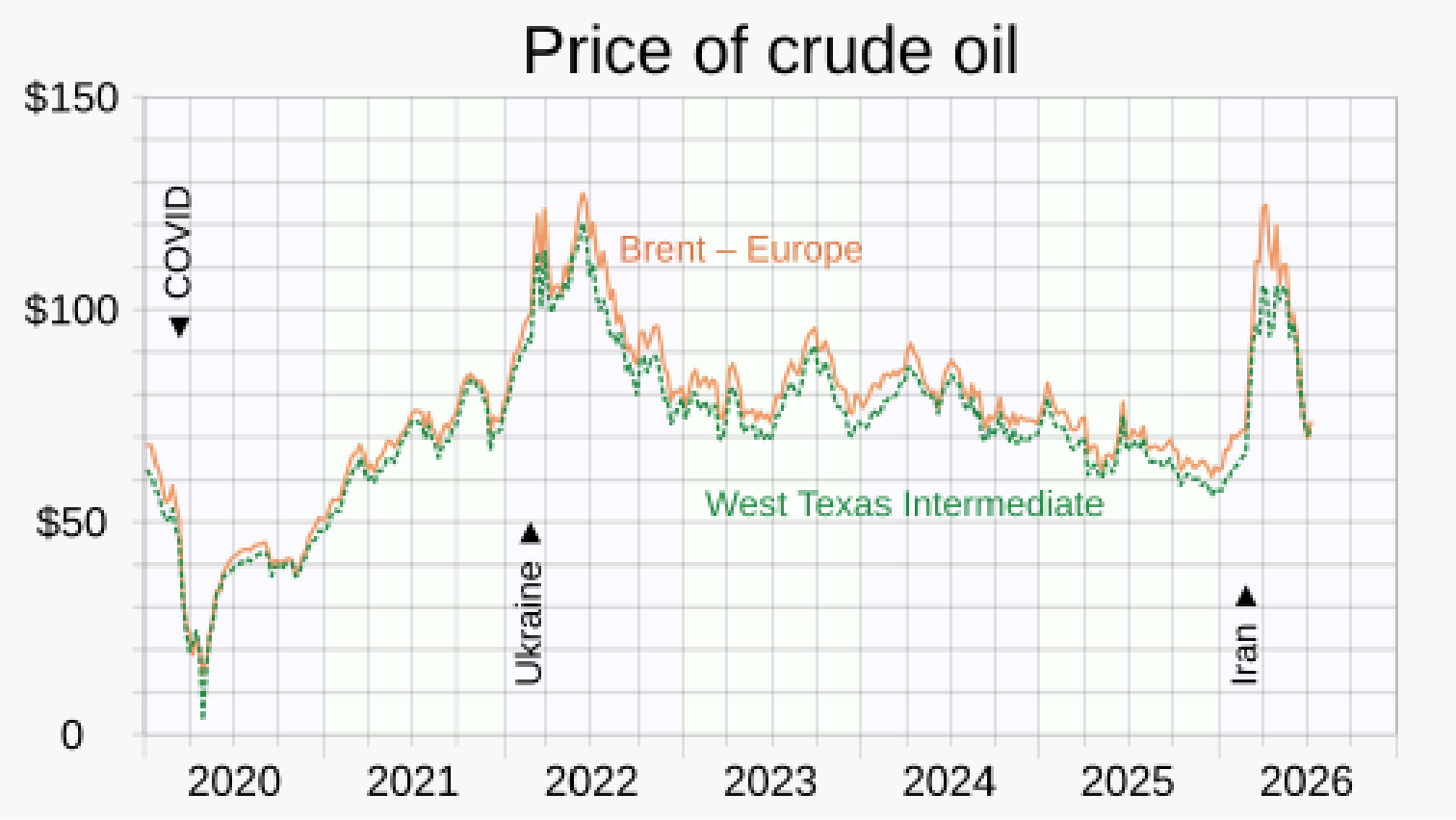


China seaborne oil and gas imports on 2025 average baseline (bd)

Questa strategia ha avuto il merito di contribuire non poco a contenere il rialzo del prezzo del petrolio nonostante una delle più gravi interruzioni dell'offerta degli ultimi decenni ma ha sancito una grande novità: la Cina non è più solo il principale consumatore mondiale di materie prime, ma è anche diventata un "market maker", capace di influenzare direttamente la formazione dei prezzi.

UN CAMBIAMENTO STRUTTURALE

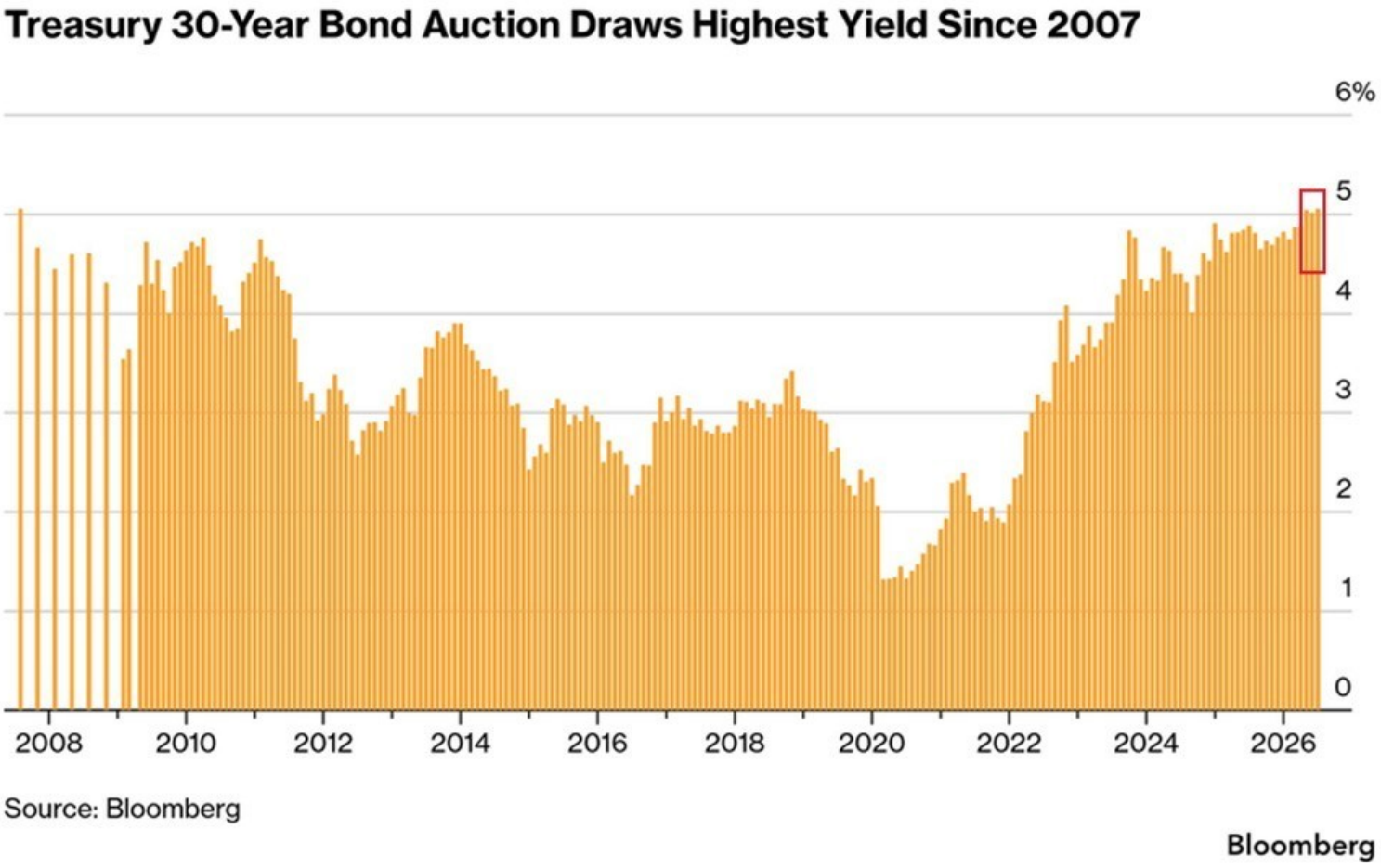
L'aspetto più significativo della congiuntura attuale perciò non è tanto il prezzo del petrolio, quanto il cambiamento strutturale in atto. Negli ultimi vent'anni il mercato dell'energia era dominato soprattutto dal lato dell'offerta, con l'OPEC+ e l'Arabia Saudita come principali arbitri. Ora emerge un secondo centro di potere: la Cina, che con la sua gigantesca domanda di petrolio e derivati riesce a influenzare pesantemente il mercato anche agendo sulle proprie riserve strategiche.



Per gli investitori questo significa che il mercato del petrolio potrebbe diventare meno prevedibile e più guidato da decisioni geopolitiche. Se questa dinamica dovesse consolidarsi, aumenterebbe il premio per il rischio richiesto dagli investitori e l'energia tornerebbe a essere un fattore determinante per inflazione, politiche monetarie e andamento dei mercati finanziari globali. In altre parole, il "fattore Cina" potrebbe diventare uno dei principali indicatori macroeconomici da monitorare, al pari delle decisioni dell'OPEC+ e delle banche centrali.

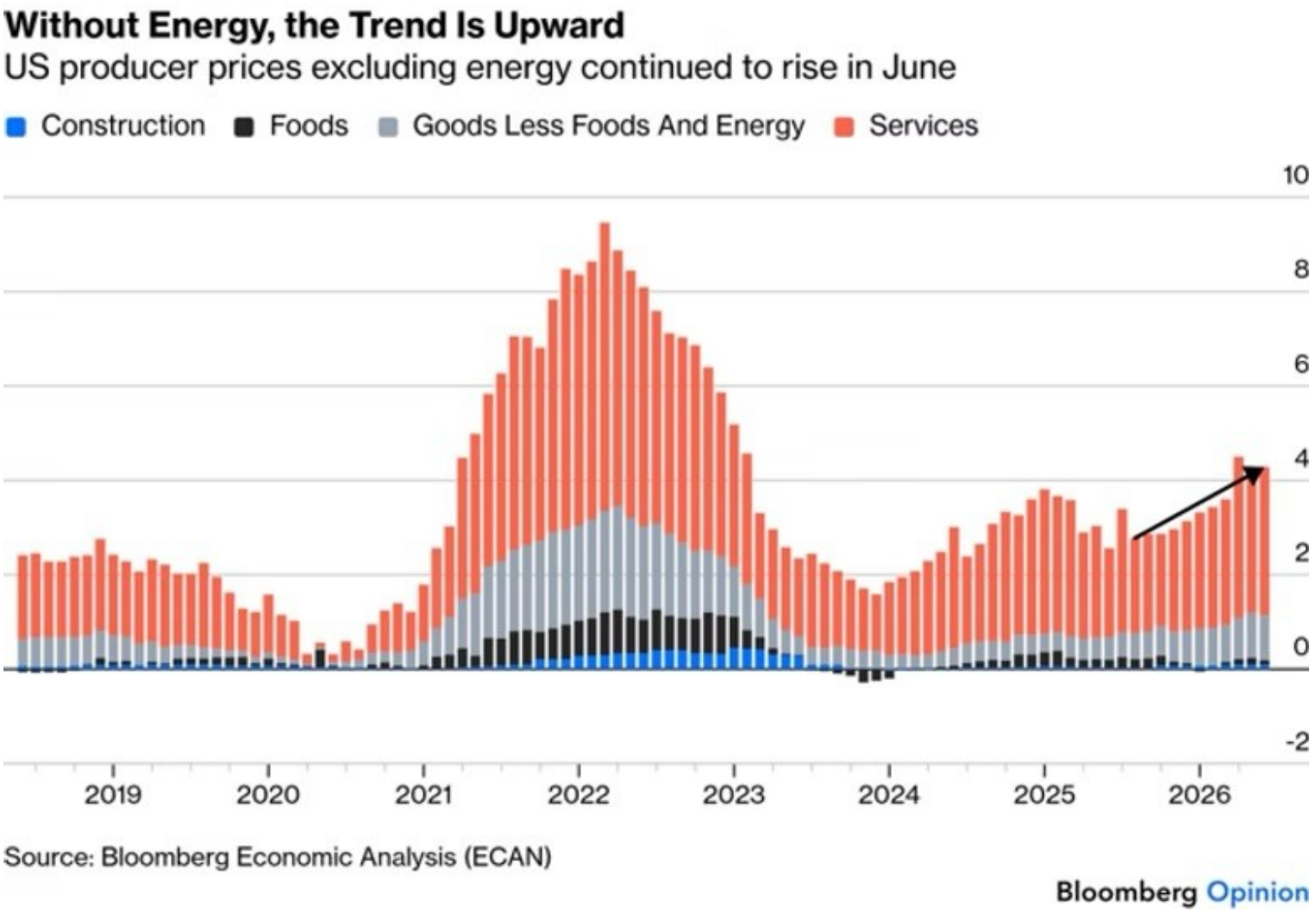
UN NUOVO QUADRO MACROECONOMICO

I mercati stanno inoltre entrando in un nuovo regime macroeconomico, diverso da quello che ha caratterizzato gli ultimi trent'anni. Dai primi anni del nuovo millennio fino al 2020 circa, la globalizzazione, l'abbondanza di manodopera e catene di fornitura efficienti hanno contenuto l'inflazione strutturalmente. Oggi questi fattori si stanno invertendo, creando un contesto di **inflazione persistentemente più elevata.** E se l'inflazione permane le banche centrali quantomeno non riusciranno ad abbassare i tassi, anzi i rendimenti obbligazionari a lungo termine tenderanno a salire.



COSTO DEL CAPITALE E PREMIO PER IL RISCHIO PIÙ ELEVATI

John Mauldin afferma che il mercato finanziario sta ancora ragionando con la mentalità degli ultimi 30 anni, caratterizzati da: bassa inflazione, globalizzazione, discesa dei tassi d'interesse. Mentre al contrario il nuovo quadro strutturale sarà invece caratterizzato da un'inflazione mediamente più elevata, offerta di titoli a reddito fisso maggiore della domanda, che provocherà rendimenti obbligazionari più alti più a lungo, una politica monetaria meno accondiscendente e una maggior volatilità dei corsi. In questo scenario gli investitori dovrebbero richiedere un premio per il rischio più elevato (dunque una maggior differenziazione tra imprese grandi e imprese piccole), un costo del capitale strutturalmente più elevato e una maggior quota di attività reali, beni immobiliari capaci di generare reddito e beni rifugio in grado di proteggere dall'inflazione a lungo termine.



LE CONSEGUENZE PER I MERCATI FINANZIARI

In questo contesto gli investimenti nell'AI è tuttavia probabile che rimangano elevati sino a quando non avranno consentito primati tecnologici alle maggiori imprese del settore, e che essi possano continuare a trainare tanto gli investimenti nei nuovi sistemi digitali e di calcolo (semiconduttori e microprocessori compresi) quanto quelli necessari per assicurare energia a centri di calcolo sempre più potenti.

Ticker	Sector	Returns of Sector over Each Time Period Back						Sum
		1D	1W	1M	3M	6M	1Y	
XLRE	Real Estate	-0.09%	2.18%	3.30%	2.11%	9.71%	8.87%	26.08%
XLI	Industrials	-0.41%	-1.38%	-0.11%	3.40%	9.71%	18.19%	29.40%
XLY	Consumer Disc	-1.62%	-1.54%	-0.04%	-4.13%	-3.09%	4.84%	-5.57%
XLU	Utilities	-0.66%	-0.53%	1.60%	-2.14%	5.14%	9.66%	13.07%
XLB	Materials	-0.71%	-0.71%	-2.86%	-2.60%	4.86%	12.26%	10.24%
XLF	Financial	-0.86%	0.99%	4.09%	7.30%	5.75%	7.14%	24.41%
XLE	Energy	1.16%	4.72%	5.51%	4.83%	21.18%	33.12%	70.51%
XLP	Consumer Def	-0.72%	1.27%	1.80%	3.31%	3.44%	5.03%	14.13%
XLV	Healthcare	-0.44%	0.16%	6.89%	8.26%	3.66%	21.38%	39.90%
XLK	Technology	-1.09%	-5.48%	-5.50%	13.76%	23.79%	34.52%	60.01%
XLC	Communications	-1.78%	-0.89%	1.33%	-7.09%	-2.49%	3.72%	-7.19%

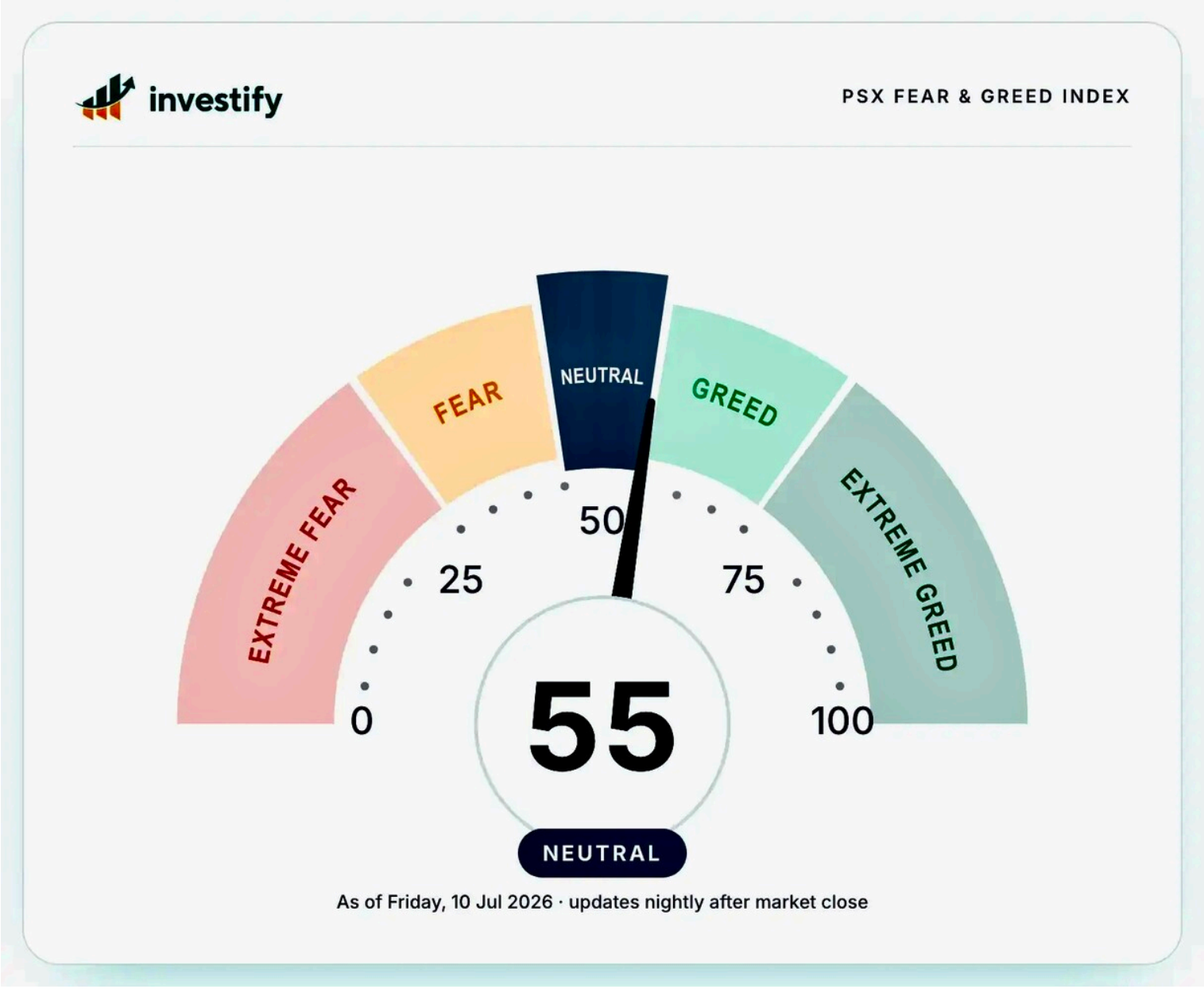
Se queste tendenze dovessero essere confermate, l'aumento strutturale dei tassi di rendimento a lungo termine e dunque del costo del capitale di rischio, porterà le valutazioni aziendali ad una polarizzazione crescente: da un lato sempre più basse per le imprese che non potranno assicurare una elevata stabilità dei flussi di cassa futuri o una posizione dominante sul mercato globale, sempre più elevate per le altre: quelle che saranno dotate di maggiori risorse finanziarie, di maggior potere di mercato e di acquisire le imprese più piccole.

Stefano di Tommaso

BORSE:TEMPORALI ESTIVI IN ARRIVO?

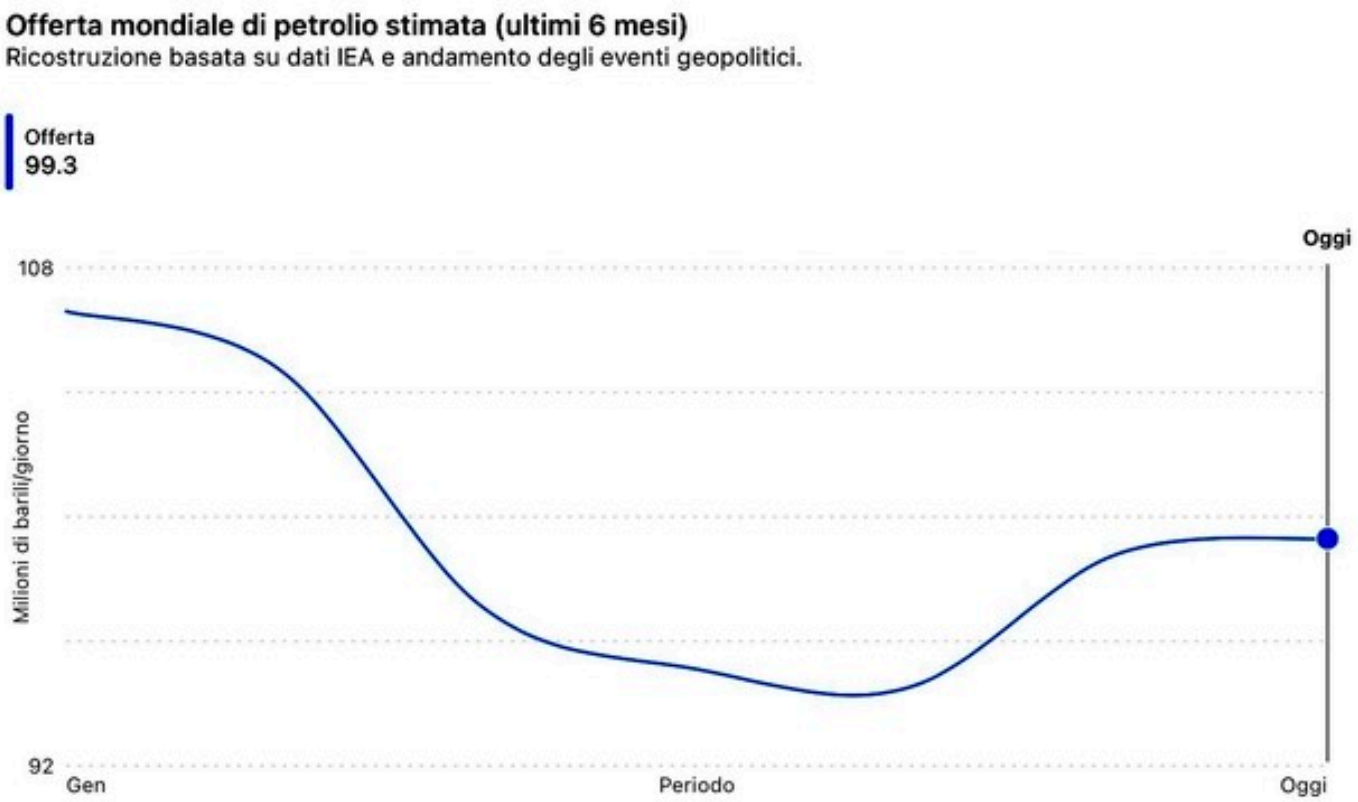


Con la guerra del Golfo Persico che non è mai davvero stata conclusa (anzi: Trump è appena tornato ad attaccare l'Iran) e con la guerra in nell'Est Europa che non vede altro che successive escalation, ha senso per i mercati finanziari pensare di continuare a ignorarne i rischi e a vederne soltanto i vantaggi (più profitti per il settore energetico, grande domanda di tecnologia, maggior liquidità in circolazione…) ? La domanda non è nuova ma ciò che continua a crescere è il parossismo delle risposte che provengono dai mercati finanziari. Sembra quasi che le guerre le faccia sempre qualcun altro e che le conseguenti forniture militari aiutino le quotazioni delle borse senza intaccare granché il prezzo di petrolio e gas. Cioè dell'inflazione e, in definitiva dei tassi d'interesse.



LA DINAMICA MACRO È IN PEGGIORAMENTO ?

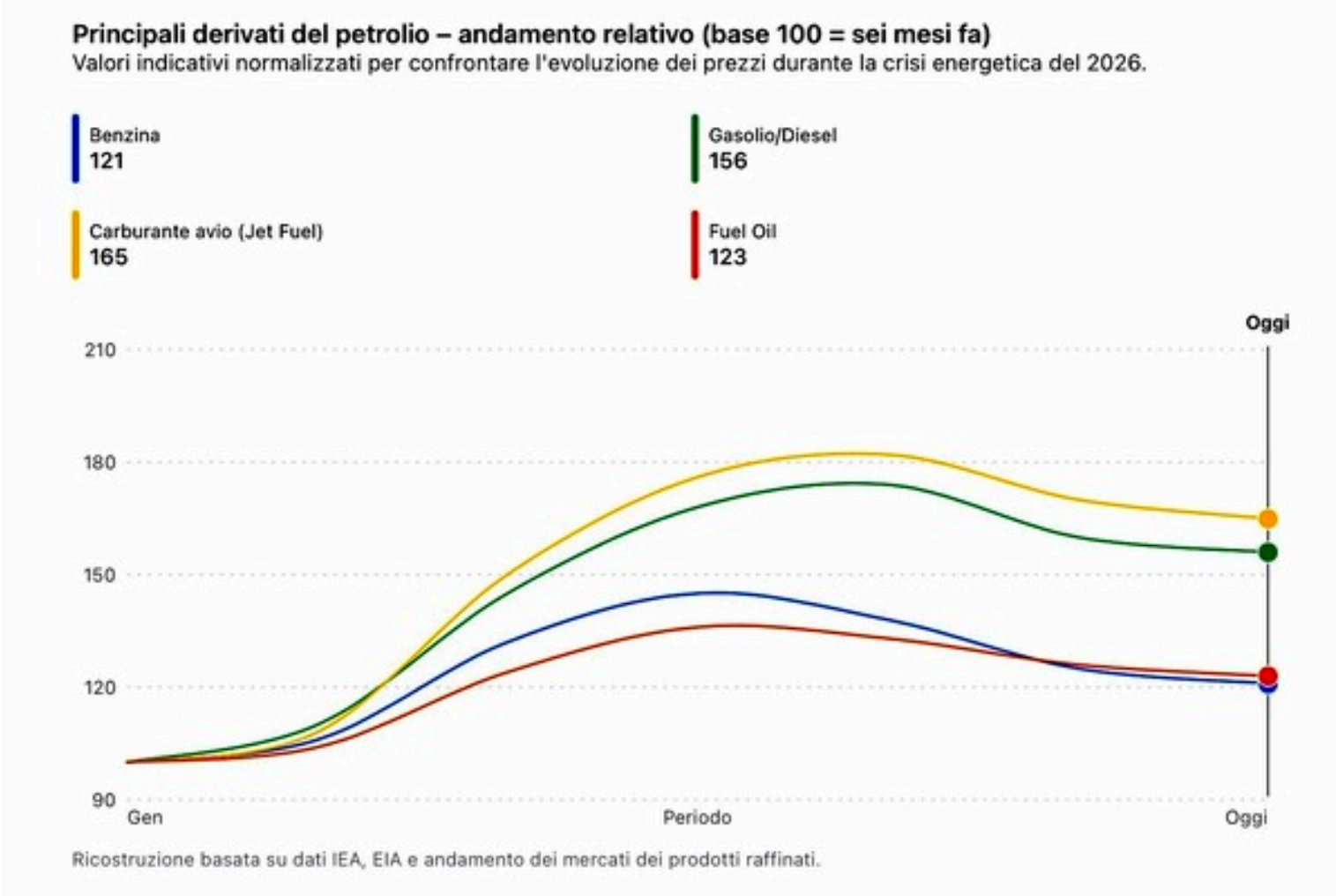
Se la congiuntura geopolitica non fa che peggiorare, quanto può durare allora l'apparenza di tranquillità dei mercati finanziari ? Per cercare di dare delle risposte non avventate occorre scavare nella dinamica degli eventi fino a trovarne un possibile filo conduttore, che aiuti ad interpretarli correttamente, a partire dal prezzo del petrolio.



Nel mondo si stima che la l'offerta in termini di barili di petrolio da Febbraio ad oggi sia calata in volume in misura notevole. E che sia stata compensata inizialmente attraverso l'attingere alle riserve strategiche delle principali nazioni, e poi attraverso un calo della domanda (soprattutto da parte dei paesi più poveri) che ha compensato (ma solo parzialmente) la riduzione dell'offerta. Dunque le conseguenze della scarsità di petrolio sono state limitate.

IL PREZZO DEI DERIVATI DEL PETROLIO È CRESCIUTO

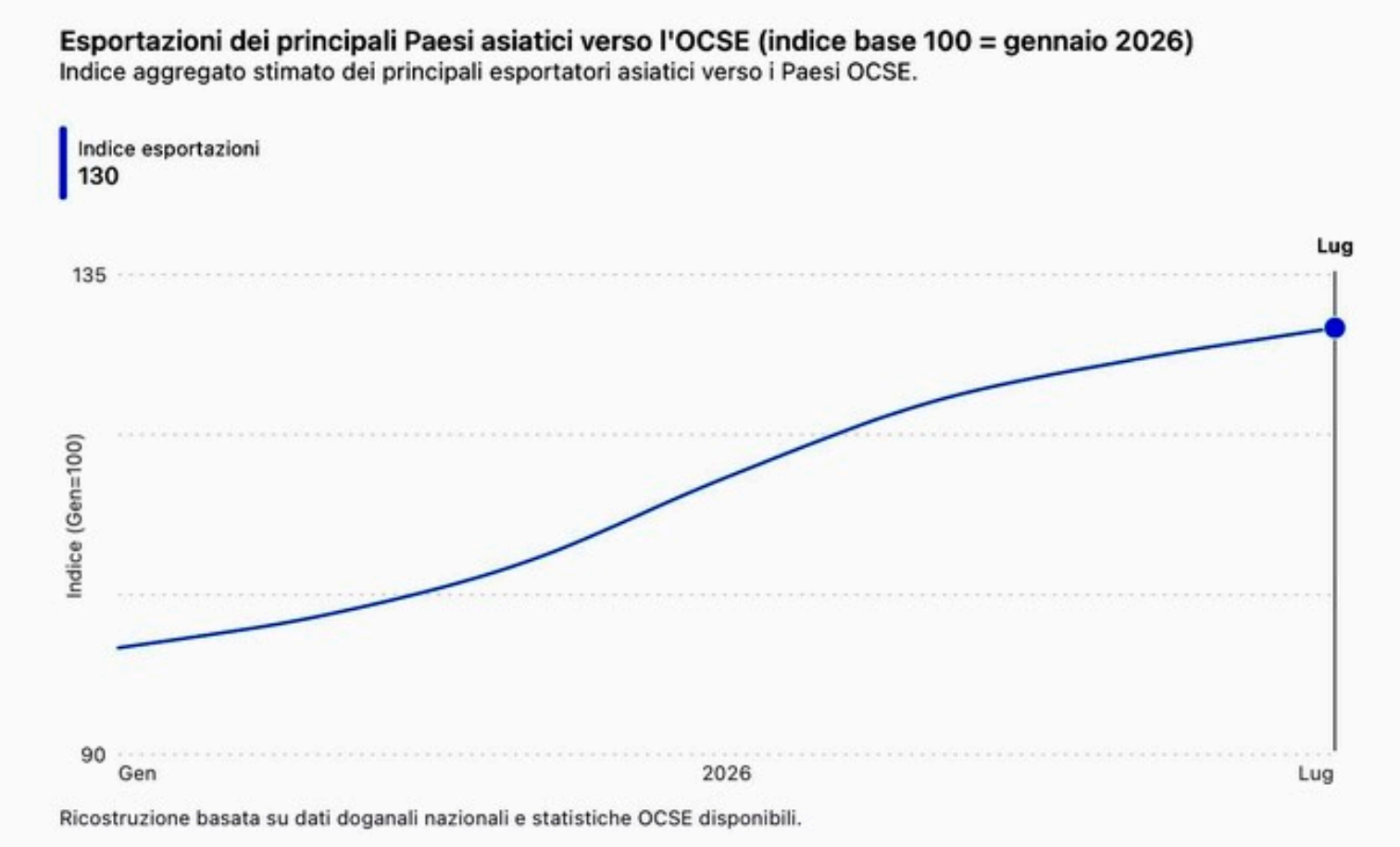
In realtà ci sono anche altre ragioni che spiegano la riduzione della domanda di greggio, afferenti alla capacità di trasformazione del petrolio nei suoi principali derivati, oggi decisamente ridotta a causa dei conflitti mediorientali e degli attacchi alle numerose raffinerie russe. Il crollo della capacità di raffinazione ha ridotto la domanda di petrolio e al contempo ha innalzato decisamente il prezzo dei suoi derivati.



Spesso si tende dunque a generalizzare ritenendo che il prezzo di petrolio e gas siano la leva principale che muove i prezzi di tutta la filiera industriale nonché i costi di produzione (diretta e indiretta) di energia elettrica, ma oggi non è più così: il prezzo del petrolio si è mosso poco negli ultimi tempi nonostante la chiusura oltre tutte le attese dello stretto di Ormuz, ma il prezzo della benzina, dell'urea, degli oli minerali, degli altri ammendanti e fertilizzanti e sinanco il prezzo dell'energia sono cresciuti e questo non potrà non avere effetti pratici nel tempo sul tasso d'inflazione dei prezzi al consumo.

LA PRODUTTIVITÀ E LE INDUSTRIE ASIATICHE HANNO CONTROBILANCIATO I RINCARI

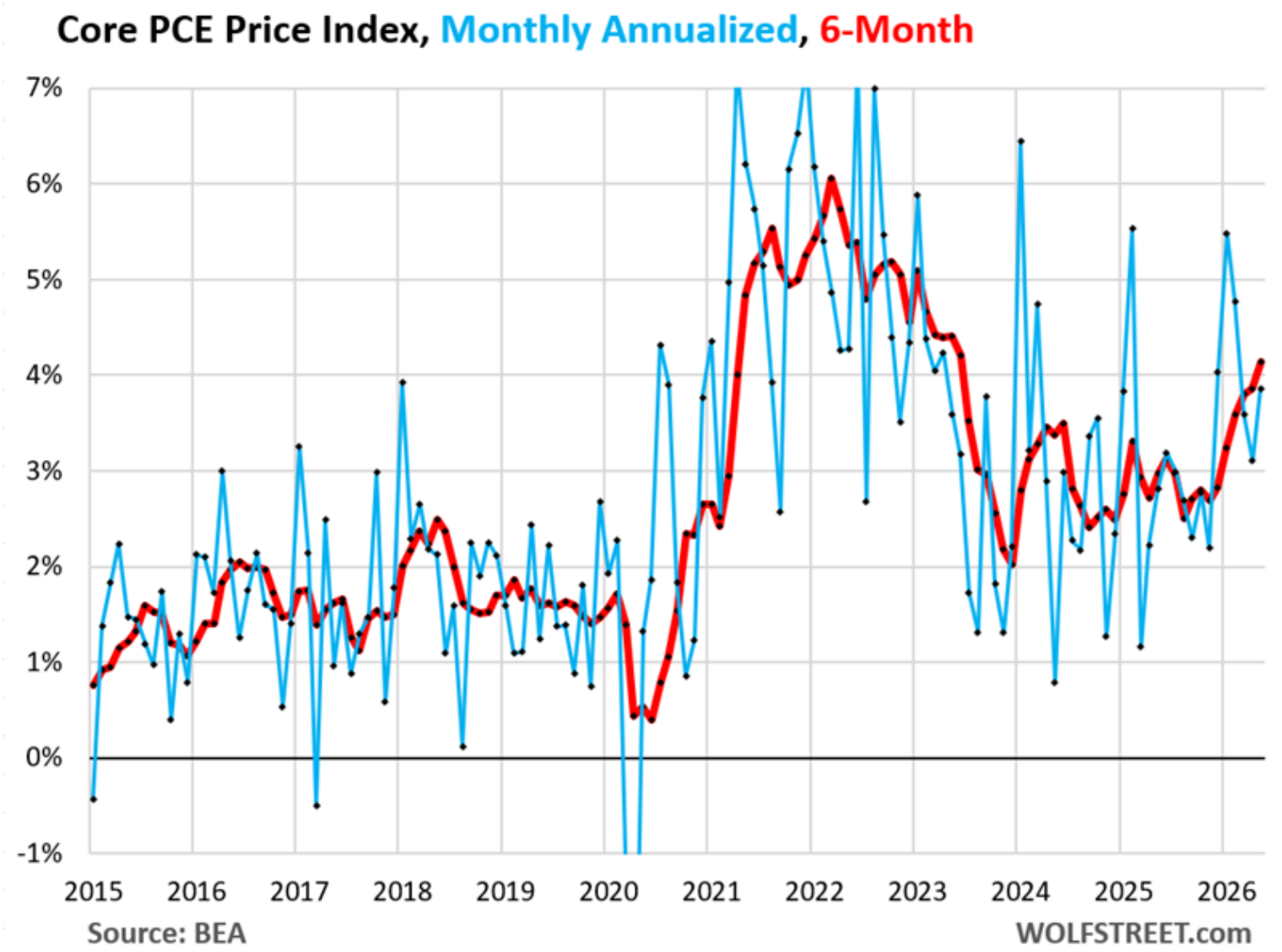
L'inflazione però non dipende soltanto dal costo dei fattori di produzione, bensì anche dall'efficienza dei sistemi industriali e distributivi. Qualcuno dice che l'incremento della capacità industriale globale dovuta agli investimenti di "re-shoring" delle produzioni strategiche e l'utilizzo massiccio dell'iper-digitalizzazione che consegue ai nuovi sistemi di intelligenza artificiale sia stato al contempo un potente meccanismo di disinflazione dei prezzi, utile a controbilanciare la spinta all'insù dei costi delle materie prime.



Al tempo stesso, la canalizzazione a basso prezzo delle materie prime e dell'energia esportate dalla Federazione Russa verso i paesi asiatici, che prima erano vendute all'Occidente, ha consentito alle imprese localizzate in India, Cina e Sud-est asiatico di incrementare la competitività delle loro esportazioni e, di conseguenza, anche i loro volumi di vendite, contribuendo a calmierare i prezzi di molte merci. Anche se altri prezzi e in particolare quelli dei servizi sono invece cresciuti in maniera significativa.

L'INFLAZIONE REALE E QUELLA DELLE STATISTICHE

Ha inoltre giocato a calmierare i prezzi dei prodotti finiti anche il rallentamento dello sviluppo economico globale, limitando la domanda e preferendo beni più economici provenienti dai paesi emergenti. Anche la debolezza della domanda per consumi sta dunque aiutando il mondo a "digerire" gli aumenti dei costi che discendono dai rincari dei derivati del petrolio. nbsp; Non possiamo infine dimenticare che le scelte discrezionali che stanno dietro alla rilevazione delle statistiche -da sempre- sono uno strumento della politica e che pertanto queste ultime riflettono in modo non necessariamente impeccabile la realtà dei fatti.



E se l'intero Occidente ha preferito "tamponare" il messaggio d'allarme dei rincari dei prezzi questo, entro certi limiti, è qualcosa che rientra nella discrezionalità possibile, soprattutto quando si vuole misurare l'inflazione prescindendo dall'aumento dei costi energetici, che invece sono schizzati molto più in alto.

NEANCHE I TASSI SONO DAVVERO CRESCIUTI

Se vogliamo poi considerare il maggior rischio che dall'inizio della presidenza Trump negli USA viene percepito dagli operatori economici di tutto il mondo (quello che anche i tassi d'interesse possano riprendere a crescere significativamente, penalizzando le imprese minori e il costo dei debiti pubblici), occorre notare che una serie di fattori ha mantenuto elevata la liquidità globale disponibile e che dunque l'incremento di offerta di carta finanziaria abbia procurato ben pochi mal di testa ai gestori di patrimoni, con rialzi dei tassi d'interesse del tutto marginali rispetto ai timori che circolavano a inizio anno. (qui sotto il rendimento del bond decennale del tesoro americano alla data di oggi):



La questione tuttavia per la maggior parte dei gestori dei patrimoni, delle imprese industriali e dei risparmiatori, resta sempre la stessa: riusciranno i mercati finanziari a continuare a superare quasi indenni anche le nuove difficoltà geopolitiche, commerciali ed energetiche dell'economia reale? Oppure la seconda metà dell'anno ci riserva spiacevoli sorprese?

MOLTO DIPENDE DAI PROFITTI DELLE GRANDI CORPORATION

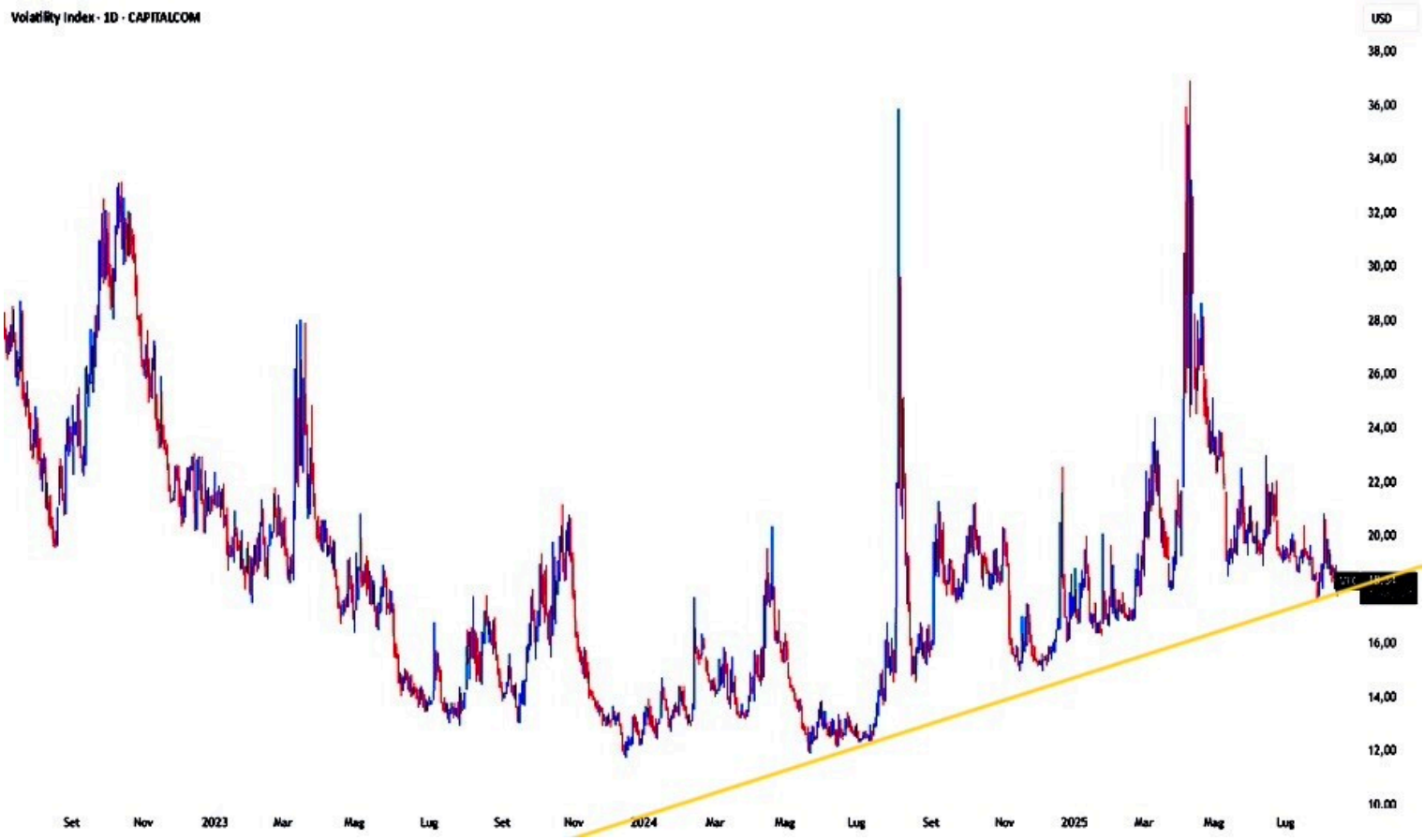
La risposta per le borse è relativamente semplice e al tempo stesso è fuorviante: le quotazioni dei listini azionari dipendono soprattutto dai profitti che le imprese quotate riescono e riusciranno a mettere a segno anche in futuro. E fino ad oggi questi ultimi sono risultati assai copiosi, se non addirittura amplificati dall'inflazione dei prezzi.



Cosa che ha indubbiamente alimentato una rincorsa dei gestori di patrimoni nei confronti degli indici di borsa ben oltre le loro aspettative iniziali (quantomeno all'inizio del conflitto Israelo-iraniano). Che prevedevano una cautela ben maggiore in caso di prolungamento dei conflitti. E invece le principali imprese quotate hanno continuato a macinare guadagni spettacolari.

LA VOLATILITÀ POTREBBE CRESCERE

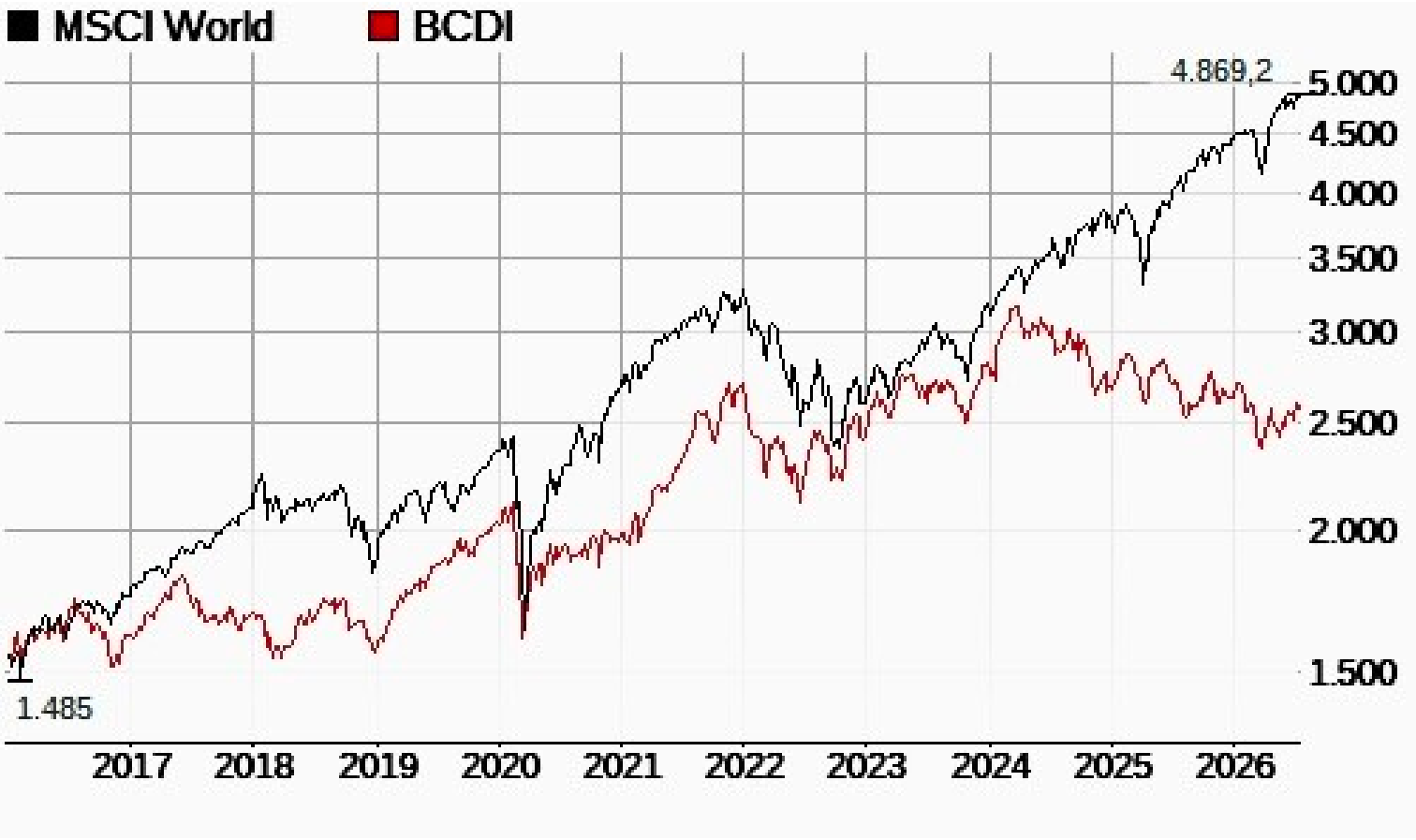
Come diceva ironizzando il grande Antonio De Curtis -in arte Totò- "ogni pazienza ha il suo limite e ogni limite ha la sua pazienza"! La resilienza cioè mostrata da tutte le principali economie globali di fronte agli eventi geopolitici del 2026 non significa che la salute di queste ultime potrà sempre continuare a prescindere dalla gravita di ciò che potrebbe accadere sul fronte militare.



Gli ultimi eventi geopolitici ad esempio hanno indubbiamente alimentato l'incremento della "volatilità" dei mercati finanziari e potrebbero continuare a farlo anche nel prossimo futuro, rendendo meno chiare le tendenze di fondo, che fino ad oggi sono state tutto sommato positive.

I DEBITI PUBBLICI NON SPAVENTANO PIÙ NESSUNO

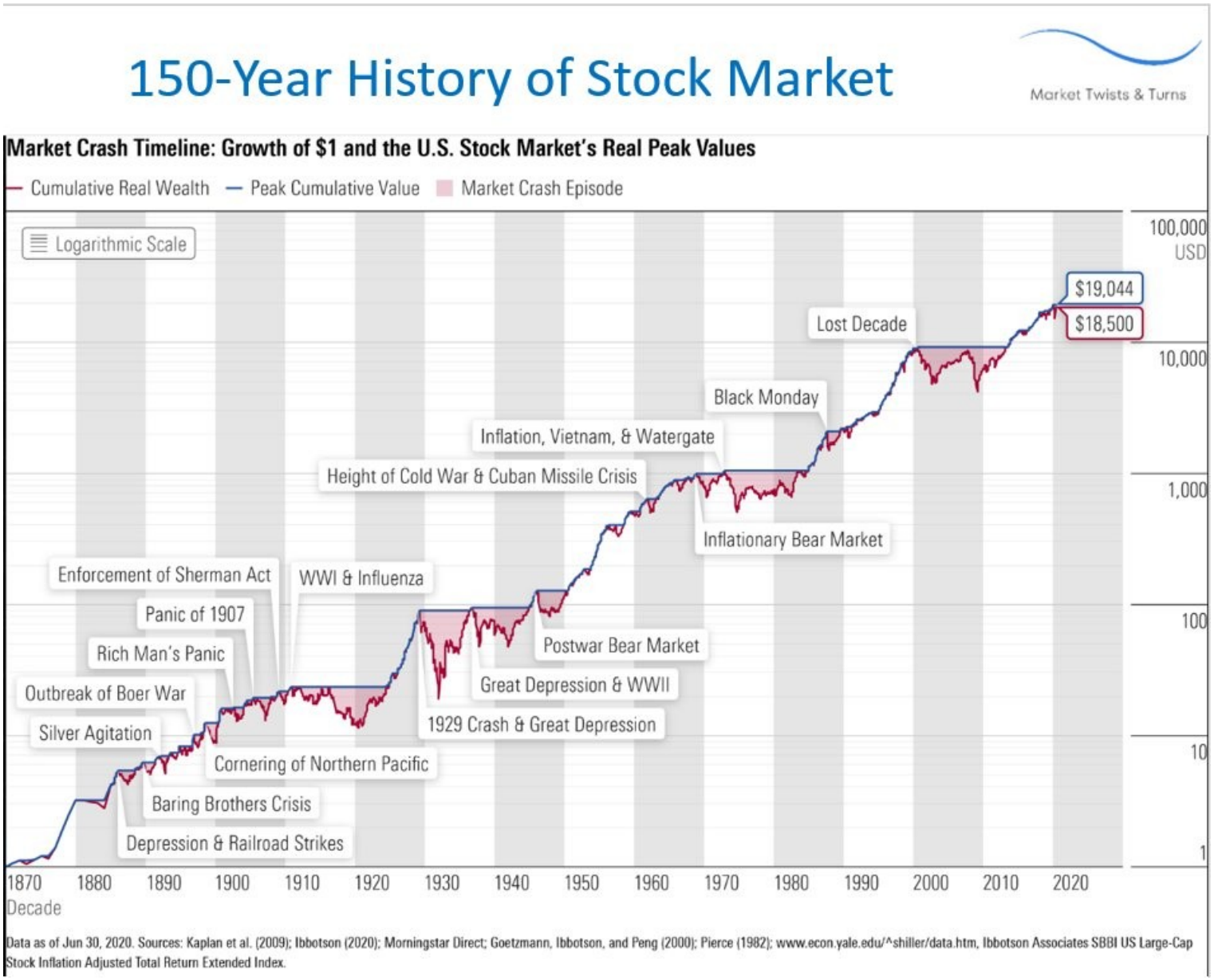
Ma la prevedibilità delle principali variabili dei mercati finanziari continua a peggiorare anche e soprattutto a causa del fatto che, dopo tutto il tempo in cui i listini delle borse sono mediamente cresciuti di valore toccando nuovi massimi e dopo tutte le volte che i mercati obbligazionari hanno oscillato ma alla fine hanno sempre assorbito la maggior offerta di carta finanziaria, oggi i principali operatori dei mercati finanziari potrebbero decidere che la misura è colma. E potrebbero prendersi una bella pausa estiva. Il cosiddetto "profit taking".



Anche questo potrebbe avere due diversi possibili esiti: limitarsi ad alimentare la volatilità dei corsi oppure determinare una vera e propria svolta nella direzione dei mercati finanziari. La differenza è sostanziale: sino ad oggi gli spaventi sono sempre stati riassorbiti dai profitti attuali e dalle grandi attese di profitti futuri, determinando la rincorsa all'investimento azionario da parte dei molti investitori che hanno preferito restare liquidi.

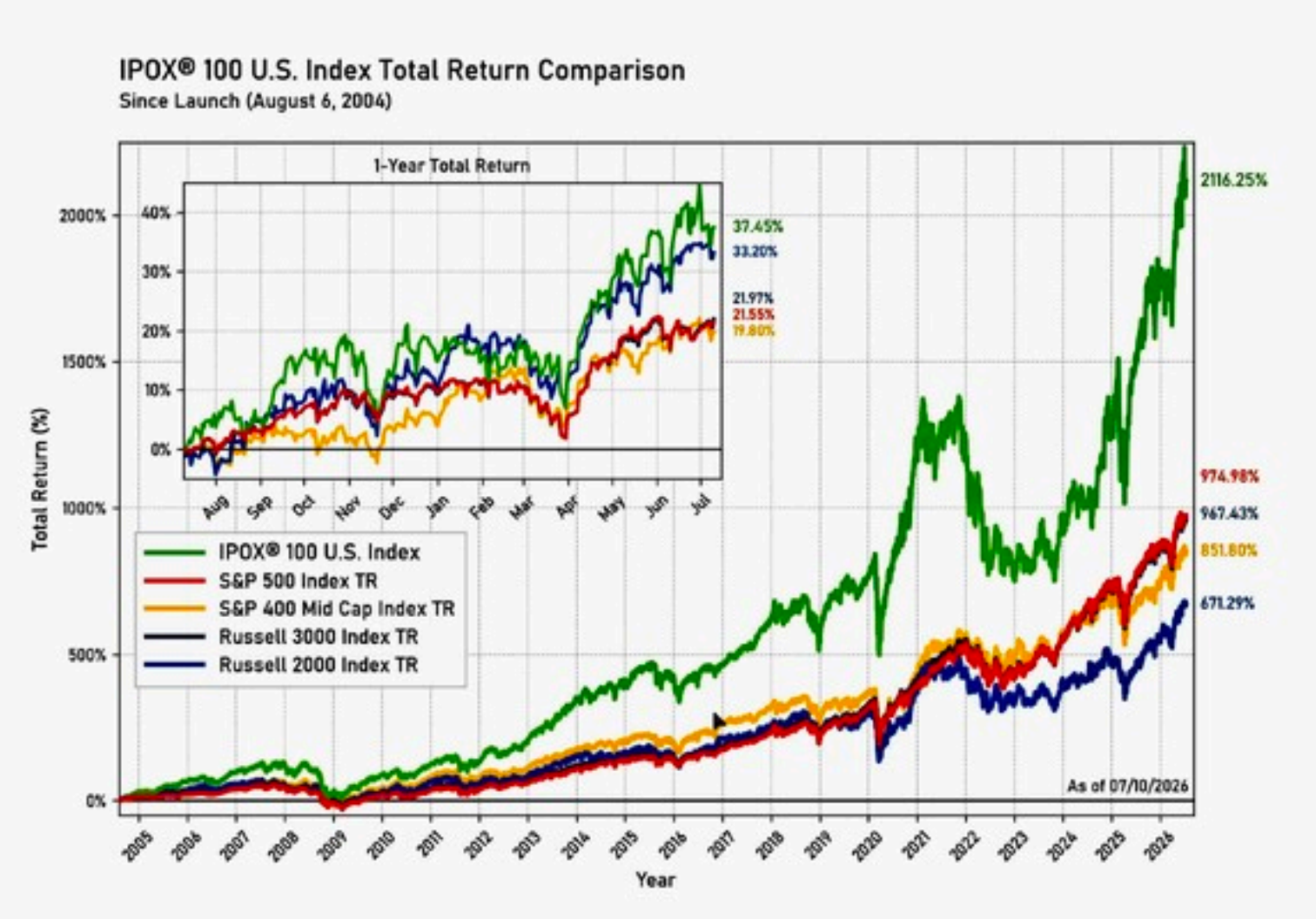
UN GRANDE CROLLO DELLE BORSE APPARE OGGI PIÙ IMPROBABILE

Ma occorre anche considerare che i mercati azionari sono divenuti sempre più "sistemici" per l'economia globale perché sostengono ricchezza, consumi e pensioni di una quota crescente della popolazione. L'effetto ricchezza dei privati più abbienti è diventato un motore importante della crescita economica globale (persino in Cina) e questo limita la possibilità che si verifichi un grave crollo dei listini azionari, di quelli che avrebbero impatti macroeconomici significativi, senza che intervengano per tempo le banche centrali in soccorso, ma anche le autorità di vigilanza e i grandi fondi hedge.



La previsione che ne consegue è dunque che la probabilità di nuove crisi dei mercati finanziari sia sempre più bassa, soprattutto adesso che buona parte del valore totale dei mercati finanziari globali è incardinata sulle piazze finanziarie anglosassoni e che queste ultime sono molto impegnate a sostenere gli investimenti in settori strategici come l'intelligenza artificiale, i computer quantistici, la creazione di nuovi "data center" e lo sviluppo di microchip sempre più evoluti.

È possibile che si spieghi anche così il grande successo di sottoscrittori che stanno trovando le nuove grandi "matricole" che si affacciano alla borsa di Wall Street negli ultimi tempi. I grandi gestori dei patrimoni hanno fatto "sistema" determinando il successo delle nuove IPO.



LE BORSE “ANCILLARI”

A sostegno dell’altrettanto buona salute delle altre borse e in particolare di quelle europee, possono invece valere almeno un paio di considerazioni: nbsp; Le buone performances dipendono anche dall’ottimismo che deriva dai mercati finanziari americani nbsp; I moltiplicatori di valore delle imprese quotate in queste piazze restano fortemente a sconto rispetto a quelli d’oltre oceano, alimentando in tal modo un interesse alla diversificazione degli investimenti.

I MULTIPLI DEI MERCATI: A SCONTO O A PREMIO?

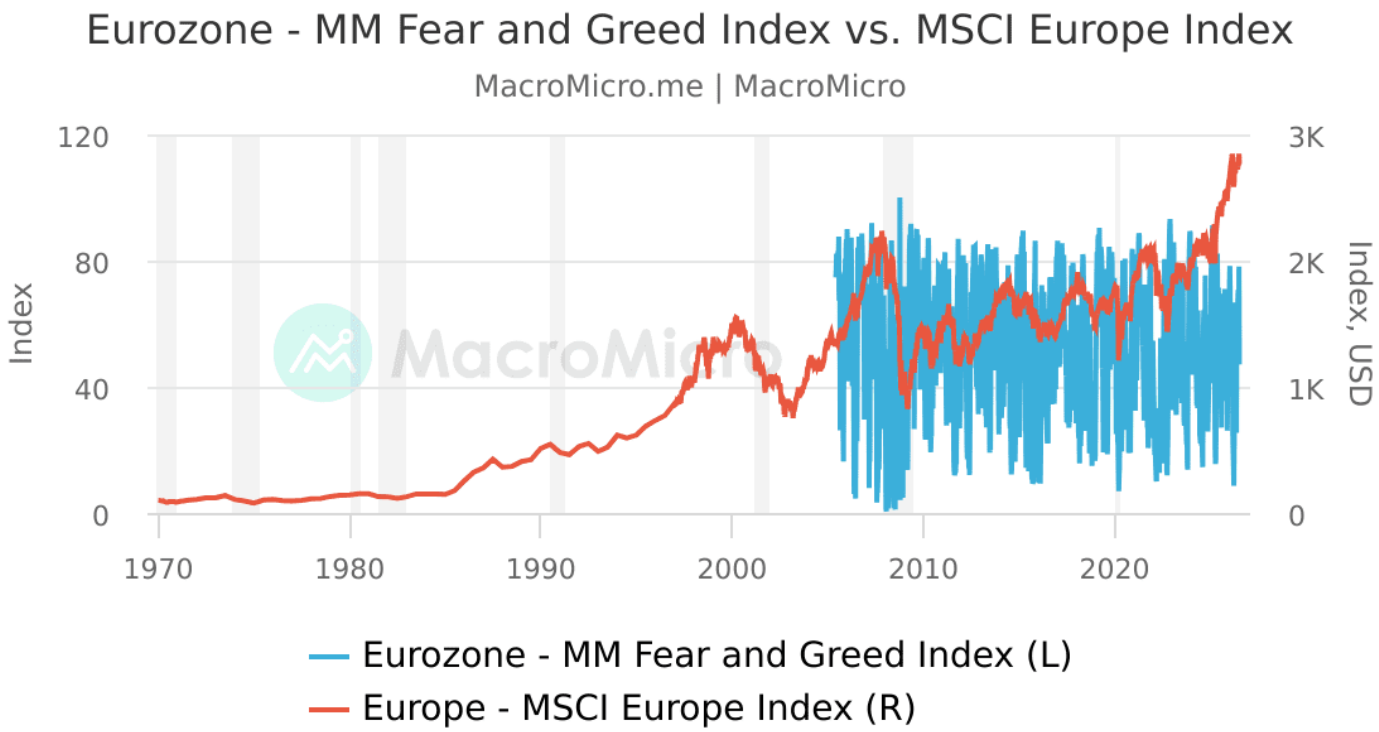
	Titoli	Perf.% 2026	P/e atteso 2026	Media p/e 5 anni
	USA			
	S&P 500	9,62	21,81	22,95
	Nasdaq 100	15,54	26,14	30,03
	Philadelphia Semiconductor Index	73,66	27,62	28,50
	Russell 2000	20,17	32,80	30,42
	EUROPA			
	Stoxx Europe 600	9,14	15,85	14,78
	Ftse Mib	15,61	14,19	10,42
	Dax	3,77	16,50	14,29
	Cac 40	3,52	15,35	14,17
	Ibex 35	13,48	15,08	12,37
	Ftse 100	7,40	13,25	12,75
	Euro Stoxx Financials	11,59	19,13	15,72
	Euro Stoxx Industrials	4,78	22,92	23,30
	Euro Stoxx Healthcare	-4,26	15,23	16,81
	ASIA			
	Nikkei 225	31,69	24,06	21,05
	Hang Seng	-8,32	10,66	10,50
	Shanghai Shenzhen CSI 300	3,51	15,33	15,37
	Kospi	77,66	8,08	13,79

* Dati aggiornati al 7-lug-2026

Fonte: Banca dati Milano Finanza

Withub

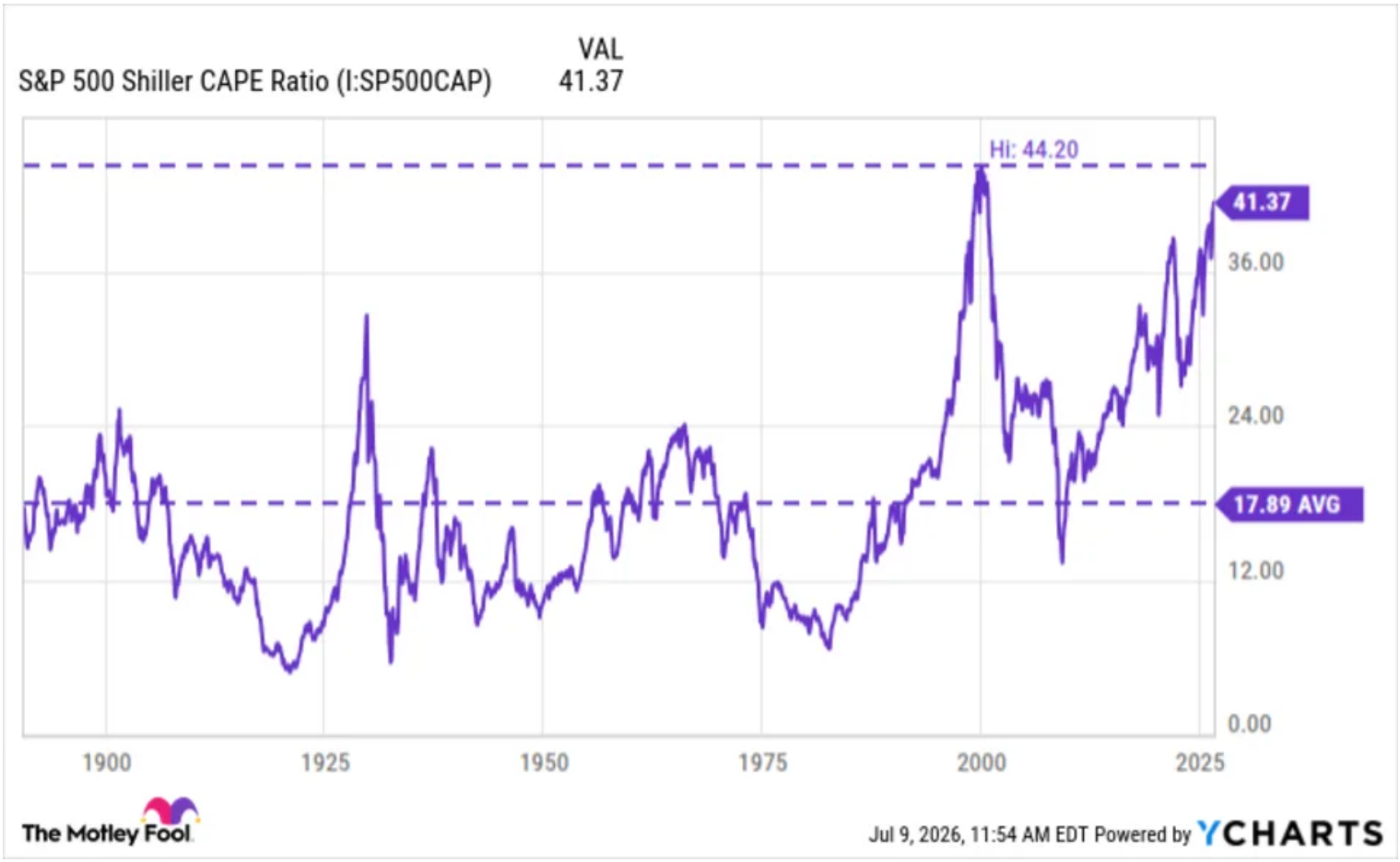
Ma ciò significa soltanto che il divario fra le valutazioni aziendali di qua e di là dell'oceano Atlantico sia necesariamente destinato a restare, se non addirittura a crescere, dato il contesto meno favorevole al di fuori dell'America. E che l'andamento delle borse nostrane continuerà a restare fortemente dipendente dagli umori di quelle americane.



LE ASPETTATIVE PERÒ POTREBBERO PEGGIORARE

E oggi quegli umori potrebbero essere arrivati a segnare il passo, soprattutto se non proseguiranno i giganteschi investimenti tecnologici e se le attese di profitti stratosferici dei grandi attori che girano intorno all'intelligenza artificiale dovessero iniziare a ridimensionarsi, tanto a causa del maggior costo dell'energia quanto perché la domanda potrebbe non crescere quanto si spera.

Non è una previsione, bensì piuttosto una constatazione: ogni ondata di entusiasmo per l'umanità incontra a un certo punto una flessione. Fisiologica da un lato, e dall'altro dovuta all'alternanza dell'entusiasmo con il realismo. Ma è proprio quando il sole splende più alto all'orizzonte che bisogna prepararsi per la pioggia. Senza la quale si inaridirebbe tutto. (di seguito l'indice CAPE di Shiller che evidenzia l'eccesso delle valutazioni aziendali attuali, seconde soltanto a quelle della bolla delle DOT.COM)



Stefano di Tommaso