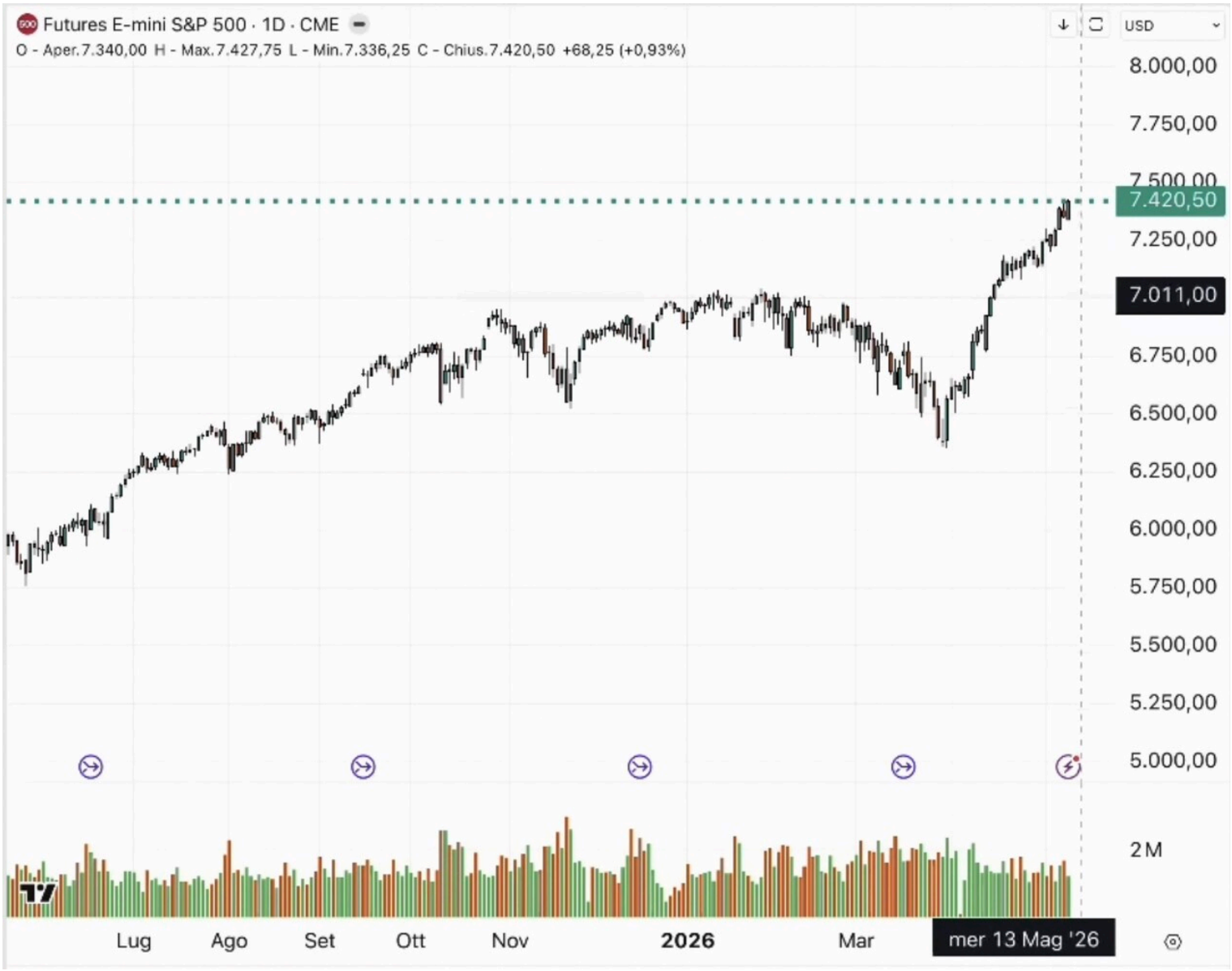
IL PROBLEMA DELL’ENERGIA



I listini delle borse valori di tutto il mondo continuano a viaggiare intorno ai massimi di sempre, nonostante le guerre e i pesanti incrementi nel costo dell’energia, nonostante ogni previsione degli analisti i quali, pur fondandosi su solide osservazioni macroeconomiche, hanno costantemente sottostimato sino ad oggi la capacità delle grandi imprese quotate di produrre straordinari e crescenti profitti aziendali. Quindi le borse hanno continuato a correre soprattutto in funzione degli sviluppi determinati dalle nuove tecnologie e in funzione dei profitti che queste stanno generando. Tuttavia per il proseguimento di questa stagione positiva si pongono problemi più complessi: il maggior costo dell’energia e la necessità di produrre quest’ultima in modo più compatibile con le esigenze ambientali potrà convivere con l’esigenza di ingenti investimenti computazionali e infrastrutturali?



Dall'introduzione del grande business dell'Intelligenza Artificiale (AI) l'attenzione degli investitori si è concentrata principalmente sulle cosiddette Magnificent Seven (Mag7, le maggiori società tecnologiche quotate a Wall Street: **Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, NVIDIA, Tesla**), che infatti hanno raggiunto un peso superiore ad un terzo del totale del listino azionario americano e hanno contribuito non poco tanto allo sviluppo economico complessivo come pure all'attuale crescita smisurata delle quotazioni delle borse valori. In particolare i grandi fornitori di servizi cloud, i cosiddetti "hyperscaler" sono stati capaci di ampliare la "scala" dimensionale del loro business riuscendo a fare grandi progressi nell'offerta di servizi legati alle nuove tecnologie e, in tal modo, ad erigere importanti barriere all'entrata di possibili concorrenti.



Nei mesi scorsi erano emersi timori della necessità di un eccesso di investimenti in infrastrutture per l'AI, ma poi i risultati estremamente positivi attesi per tutto il 2026 hanno rimosso quasi del tutto le preoccupazioni legate alla necessità degli ingenti investimenti necessari per competere sulle nuove tecnologie, il cui ritorno appare in ogni caso soggetto a qualche rischio.

Pertanto occorre riconoscere che il turbocompressore che sembra alimentare una crescita senza precedenti nella storia economica delle quotazioni degli indici di borsa è più che mai dipendente dai business collegati alle nuove tecnologie di AI e, anzi, molti analisti si attendono una prosecuzione ancora per diversi anni di tale tendenza. Tuttavia è stato da più parti fatto notare che, negli ultimi tempi, chi sembra aver guadagnato davvero tanto, più che le grandi società attive nelle applicazioni dell'AI (le Mag7 innanzitutto) sono stati soprattutto i loro principali fornitori: cioè quelli che fabbricano semiconduttori e componenti, i produttori di memoria e, soprattutto, i fornitori di energia e di impianti per l'energia necessari per alimentare il funzionamento dei "data center" dove "girano" i software più evoluti. Le Mag-7 restano sempre dominanti tra i titoli quotati a Wall Street,

ma il loro vantaggio sugli altri si sta riducendo.

L'attenzione degli investitori si sta quindi oggi (correttamente) spostando verso un concetto ben più ampio di business legato all'AI, che include la velocità di connessione digitale e la produzione e l'uso efficiente dell'energia. Il business dell'energia ha inoltre tante sfaccettature che lo rendono non semplice da interpretare correttamente, sia perché resta sempre più problematico produrla continuando ad utilizzare carburanti inquinanti di origine fossile (e non a caso oggi sta tornando di moda il nucleare), come anche perché il costo e l'efficienza del suo trasporto sul territorio pone dei vincoli importanti. Soprattutto adesso che l'eccesso di domanda rispetto all'offerta (a livello globale) lascia supporre che il costo dell'energia difficilmente tornerà ad essere basso anche dopo l'eventuale conclusione dell'attuale crisi energetica.

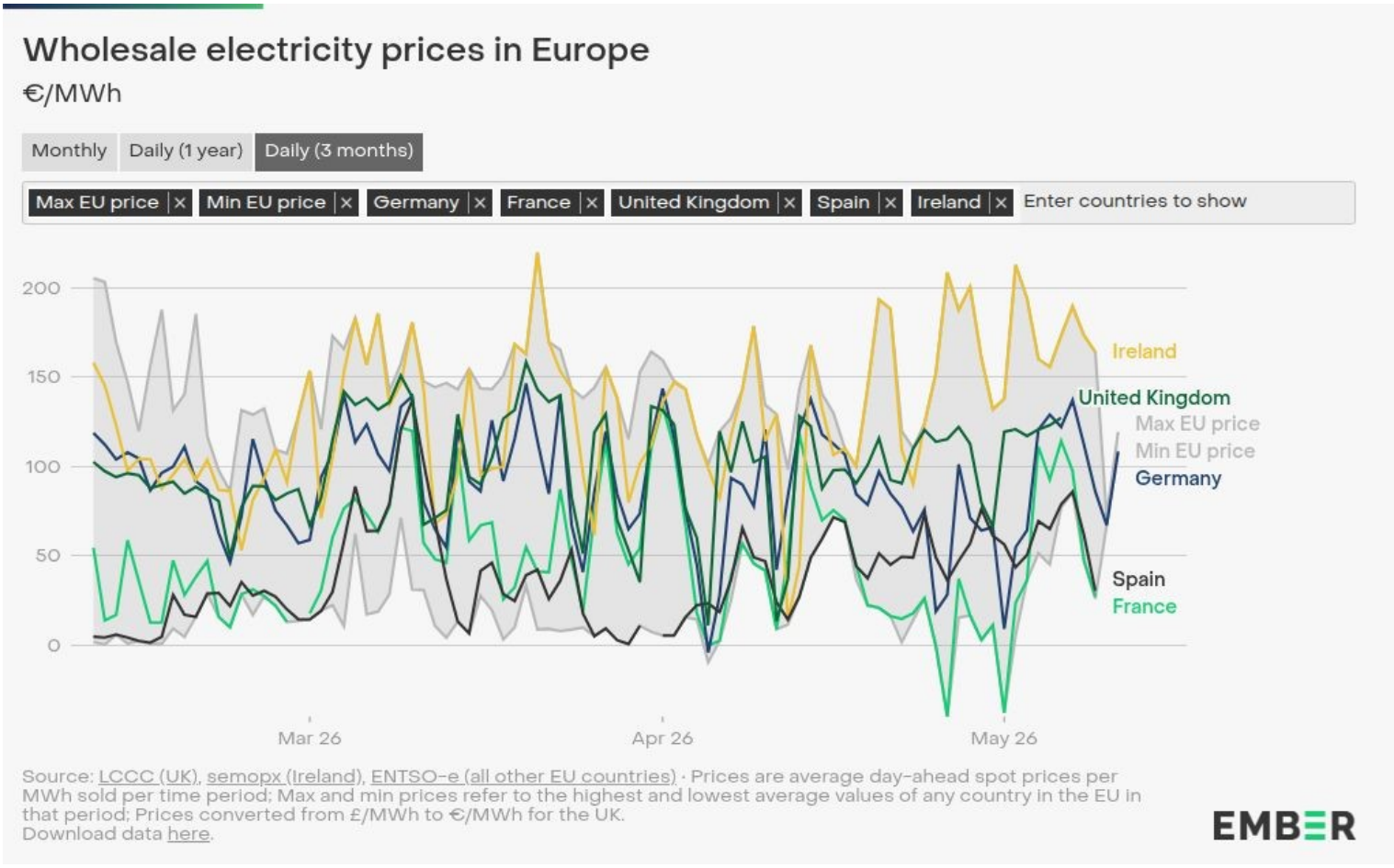
I business legati alla generazione e gestione dell'energia (così forse come anche quelli delle interconnessioni, tanto elettriche quanto digitali) potrebbero quindi rappresentare la vera sfida esistenziale di questo secolo e anche l'opportunità di maggiori guadagni tra le società quotate in borsa. Ovviamente ciò non significa che automaticamente chi oggi scommette sull'energia potrà avere la ragionevole certezza di fare cospicui guadagni sui propri investimenti. L'andamento di questi ultimi dipenderà parecchio dall'evoluzione del quadro economico globale, dall'andamento dell'inflazione (che potrebbe incidere in modo significativo sulla struttura dei tassi d'interesse) e dalla possibilità che lo sviluppo economico globale non subisca pesanti battute d'arresto a causa di guerre o altri impedimenti alla libera circolazione di merci e servizi.



Questo anche a causa del fatto che le borse già scontano una prosecuzione della crescita economica globale e dei profitti che potranno portare a casa i principali beneficiari dello sviluppo (soprattutto le grandi multinazionali tecnologiche). Sarebbe forse sufficiente passare dalle attuali previsioni di generosa crescita ad altre più prudenti dí appiattimento delle tendenze (ovvero ad un eccesso di oneri finanziari legati al costo degli ingenti investimenti in corso) per determinare una disaffezione degli investitori sui principali titoli quotati.

E questo è teoricamente quasi probabile laddove i conflitti bellici dovessero proseguire a lungo determinando pesanti conseguenze sul costo delle materie prime e dell'energia. Sia perché la domanda di energia sopravanzerebbe troppo l'offerta, rischiando di far impennare costi e prezzi oltre ogni ragionevole attuale speranza. Ma anche perché la spesa pubblica legata agli armamenti, alle loro munizioni e al loro sviluppo (che oggi, sin tanto che resta moderata anzi contribuisce allo sviluppo economico) potrebbe, in caso di ricorso eccessivo, spedire il mondo intero in recessione e in crisi di fiducia per la tenuta dei debiti pubblici creando una pericolosa spirale negativa sui mercati finanziari.

Un rischio teorico ma molto concreto che ha anche un altro paio di pesanti risvolti pratici: se anche nessun eccesso di spesa militare dovesse verificarsi e i mercati finanziari dovessero “tenere” piuttosto bene nonostante i conflitti, il denaro pubblico che sarebbe potuto servire ad ampliare l’apparato infrastrutturale legato al supporto delle nuove tecnologie rischia comunque di venire dirottato verso i sistemi d’arma e di intelligence, limitando in tal modo i possibili benefici per l’economia reale derivanti dall’applicazione estensiva delle nuove tecnologie; la “fame di energia” determinata dalle nuove tecnologie comporta il rischio di lasciar passare in secondo piano il problema delle emissioni nocive per l’ambiente legate al maggior consumo di energia. Un problema ulteriore, quello del “colore” dell’energia prodotta e utilizzata, che si sarebbe potuto risolvere qualora fosse stato più agevole sostenere il maggior costo dell’energia “verde”, ma che determina il possibile peggioramento dell’inquinamento globale proprio nel momento nel quale avremmo dovuto compiere lo sforzo maggiore.



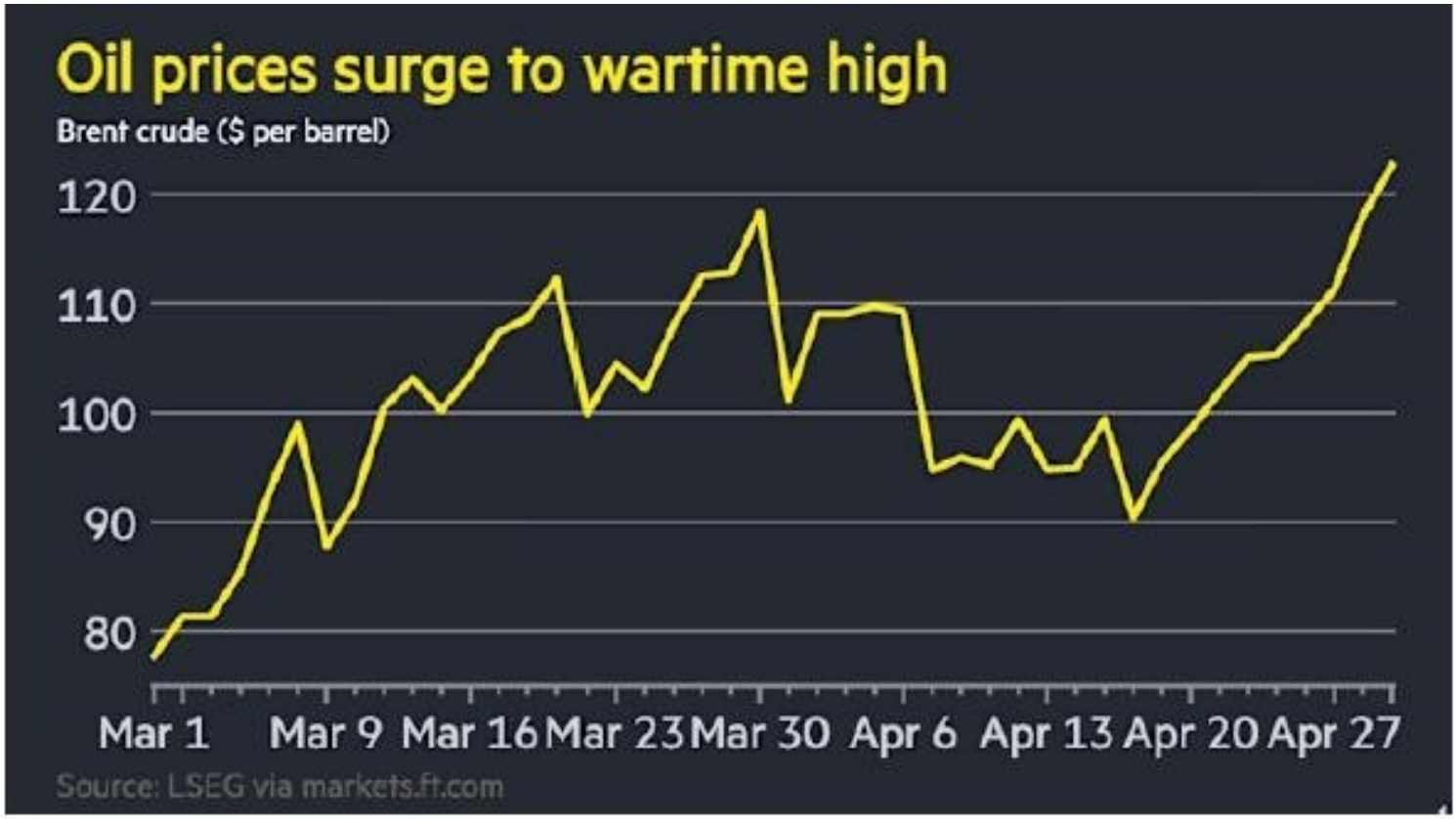
Le risposte ovviamente non sono affatto scontate ma le prospettive restano buone, al momento. Un meraviglioso equilibrio sta continuando a tenere sui massimi i mercati finanziari. Con effetti positivi per il mondo intero!

Stefano di Tommaso

L’INFLAZIONE NON ALLARMA LE BORSE

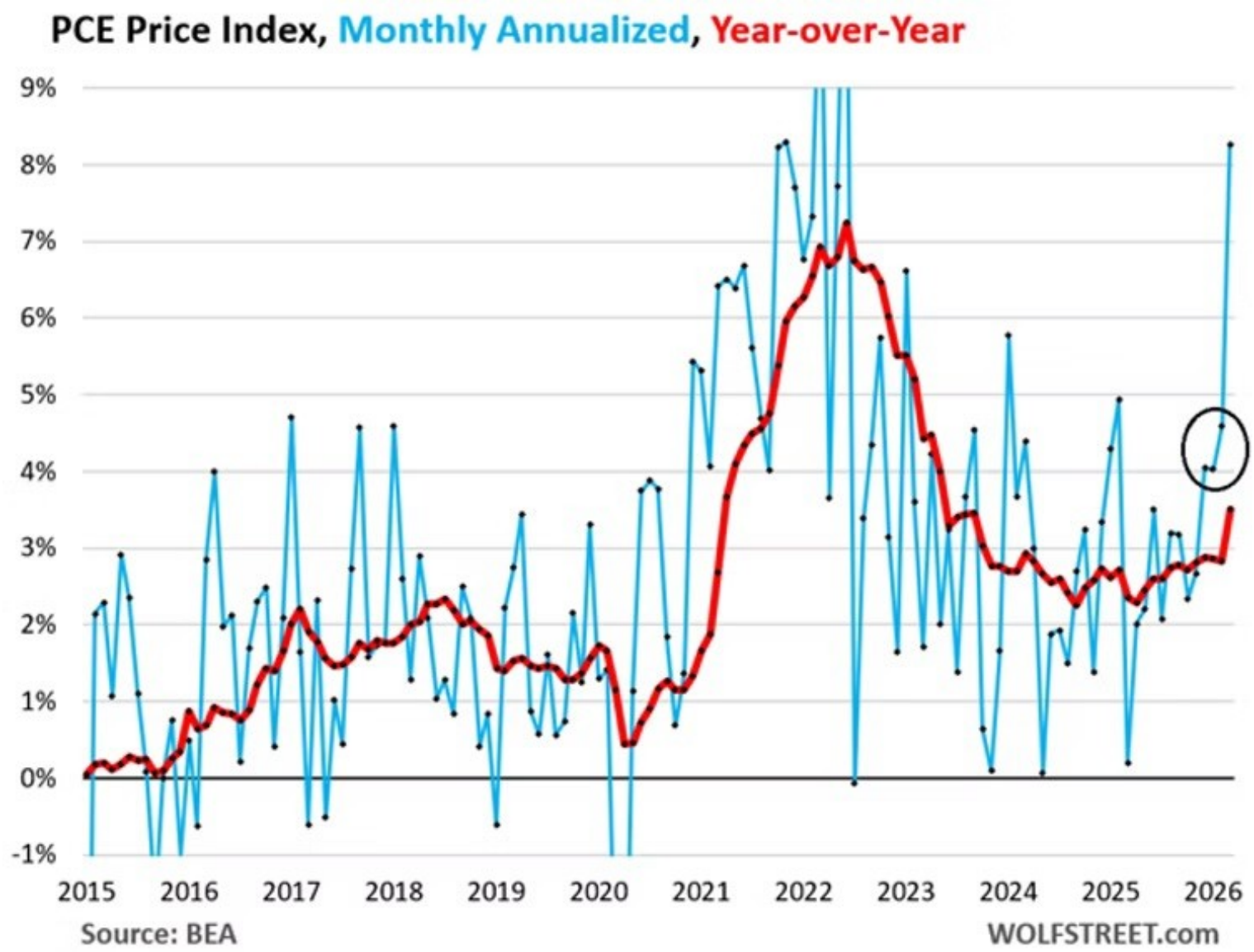


Leggiamo da più parti che, dato il perdurare della crisi del Golfo Persico, il prossimo inverno rischiamo di rimanere al fresco, che potremmo essere costretti a razionare le scorte di carburante, che i prezzi di quasi tutto schizzeranno alle stelle. In pratica: saremo più poveri e, a causa dell’inflazione, i nostri risparmi varranno decisamente meno. I numeri al riguardo sono inquietanti: l’energia è quasi raddoppiata, in Italia l’incremento mensile dei prezzi al consumo è poco sotto il 2% (cioè intorno al 20% annuo), le previsioni di sviluppo economico globale sono già state riviste al ribasso e i debiti pubblici stanno crescendo ad un ritmo feroce. In sintesi l’inflazione si appresta a colpire molto duramente. Allora perché i mercati finanziari ne restano indifferenti ?



L’INFLAZIONE È GIÀ NELLE STATISTICHE

Per rispondere occorre scavare parecchio, sebbene i timori di qualche mese fa oramai siano divenuti una certezza. Non solo in Europa bensì anche in America, come si può leggere dal grafico qui sotto riportato.



IL NUOVO RECORD STORICO DELLE QUOTAZIONI DI BORSA

Ciò nonostante le Borse hanno bruciato i precedenti massimi storici, le imprese quotate in borsa mostrano profitti importanti e crescenti, i tassi d'interesse non crescono e le banche non tirano i freni. Com'è possibile questo "iato"? Che i mercati finanziari ignorino una prospettiva economica decisamente grave? La risposta in parte è nelle cose, e in una certa parte invece proprio non c'è: non ci sono veri precedenti al riguardo.



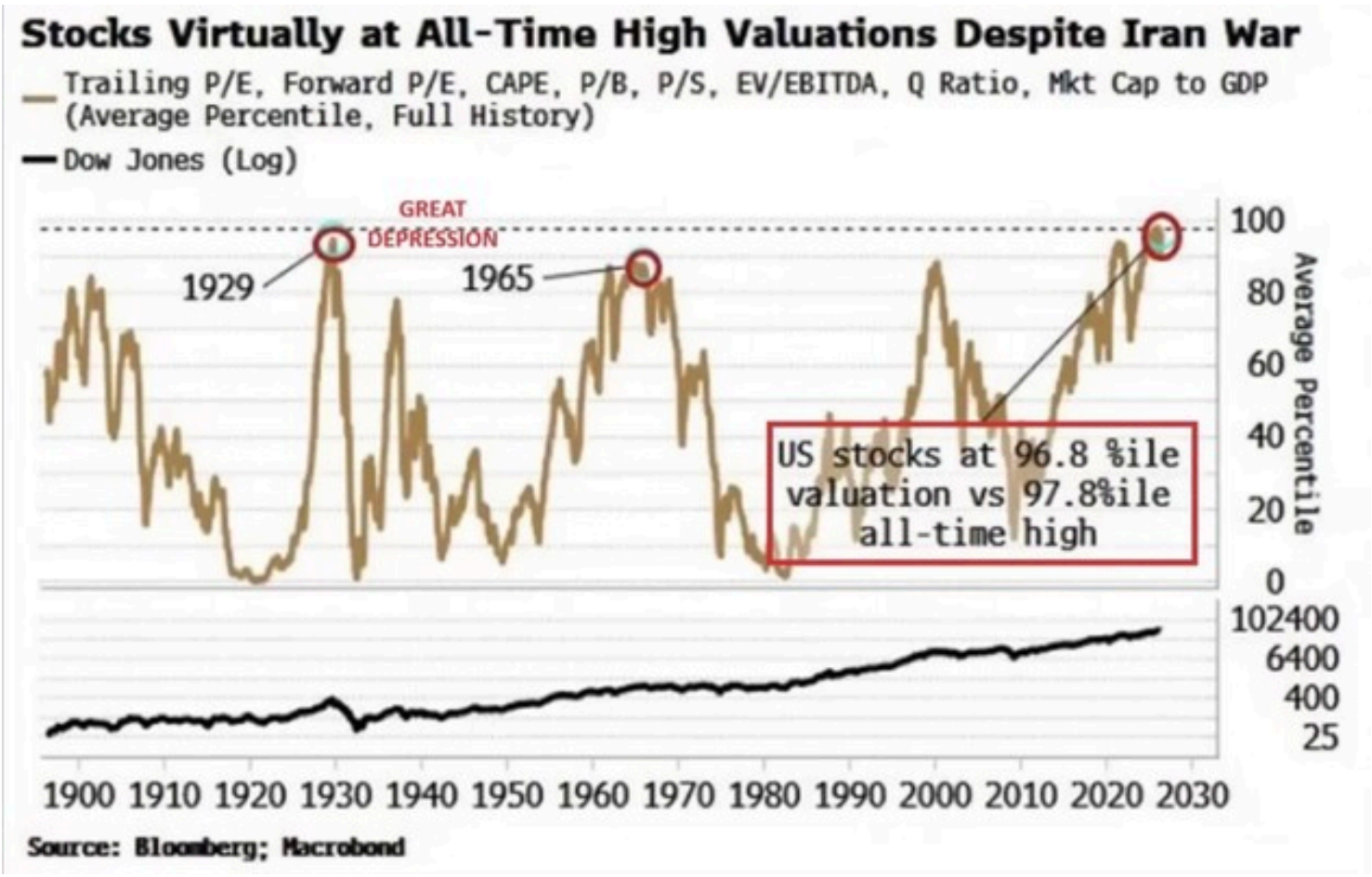
IL RECORD STORICO DI WALL STREET: IL LIVELLO RAGGIUNTO DALL'INDICE SP500

ADDIRITTURA LA VOLATILITÀ SCENDE

Sicuramente viviamo in un'epoca molto speciale: le borse hanno battuto tutti i record precedenti anche in termini di valutazioni delle imprese (cioè i multipli di valutazione delle imprese quotate sono più alti che nel 1929, nel 1968 e nel 2001). Un'epoca nella quale non ci sono mai stati così tanti asset finanziari (cioè tanto debito) rispetto al valore del prodotto lordo dell'economia reale. Nemmeno l'analisi della volatilità della borsa delle borse (Wall Street) ci aiuta ad adottare prudenza: i nuovi record dell'indice sono stati raggiunti mentre la volatilità scendeva a livelli molto bassi:



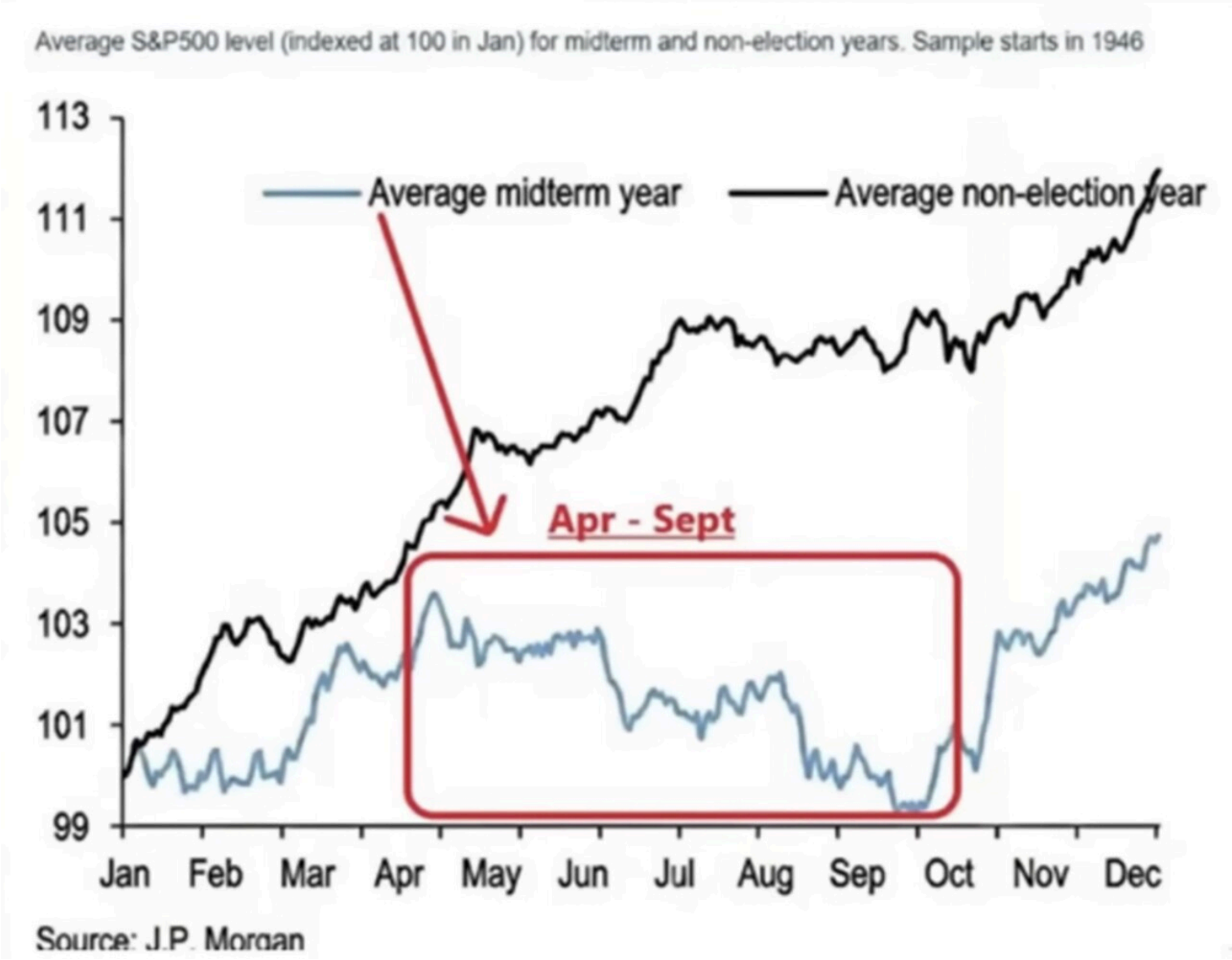
Siamo cioè tecnicamente nel pieno di una “bolla” speculativa e, come spesso accade in questi casi, nessuno si sta preoccupando sino a quando la bolla non scoppia. Ma scoppierà davvero? Dopo tanto brusio al riguardo, molti analisti iniziano a pensare che quella prospettiva è si possibile, ma non necessariamente probabile.



IL RAPPORTO PREZZO/UTILI DELLE AZIONI NON È MAI STATO COSÌ ALTO

LA BOLLA SPECULATIVA SCOPPIERÀ ?

A richiamare prudenza tuttavia interviene un grafico molto esplicativo: la media mensile storica dell'andamento delle quotazioni di Wall Street degli ultimi anni, in particolare negli anni in cui è in arrivo una tornata elettorale (qui sotto). Questo significa che, anche senza alcun crollo, statisticamente potremmo aspettarci dei ribassi consistenti fino a tutta l'estate.

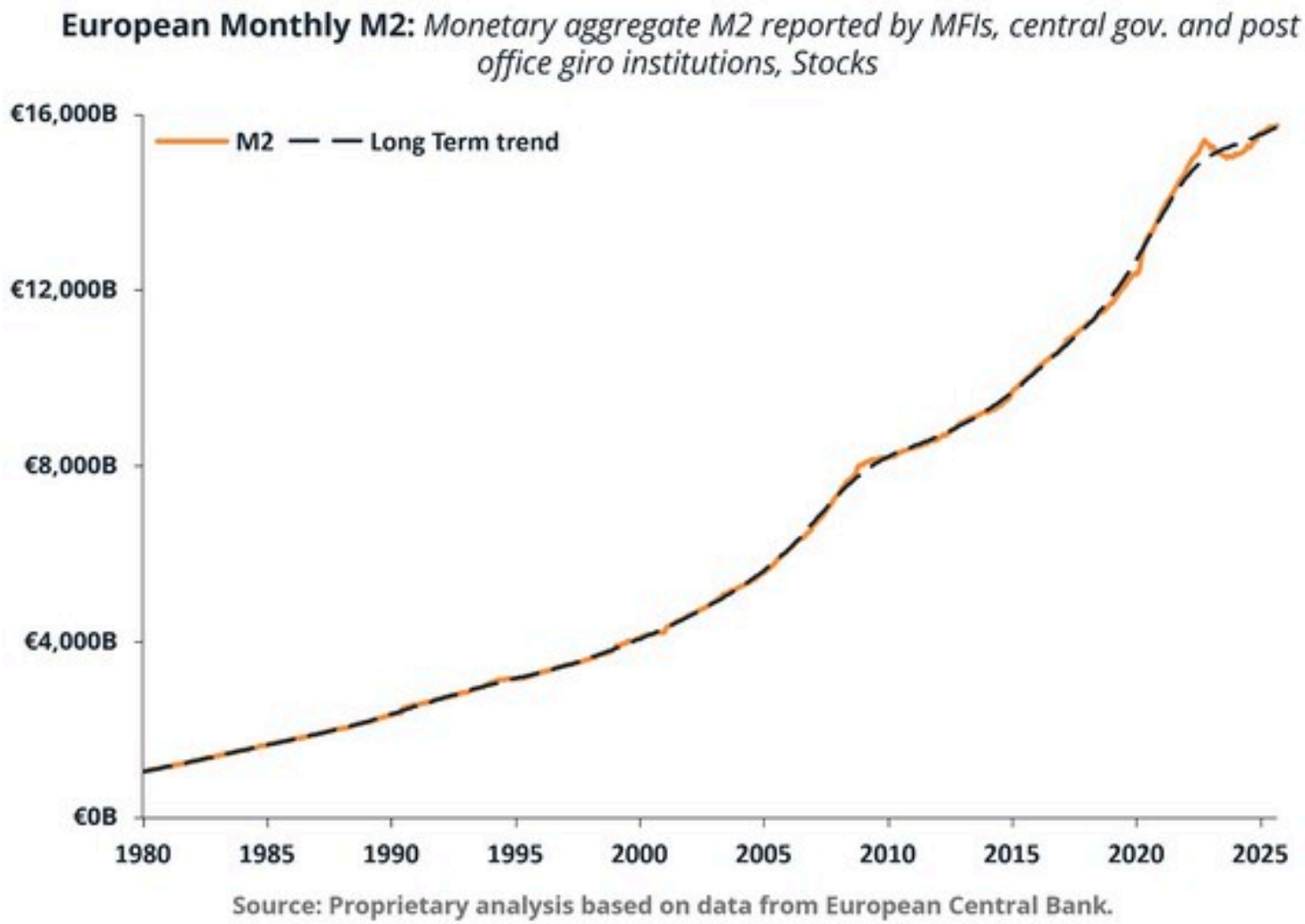


L'INFLAZIONE PUÒ INFLUENZARE POSITIVAMENTE I TITOLI AZIONARI

Ho chiesto all'Intelligenza Artificiale cosa succede ai mercati finanziari quando l'inflazione si radica e, anzi, picchia più duro. La risposta è stata che i tassi d'interesse non possono che aumentare e che i profitti delle imprese sono a rischio. Ma soprattutto che si crea una disconnessione inevitabile tra Wall Street e Main Street, cioè tra finanza e economia reale. Quest'ultimo è forse l'aspetto più contro-intuitivo di tutta la faccenda, dal momento che - con l'attesa di una crescita dei tassi d'interesse nominali- le valutazioni dei titoli azionari dovrebbero scendere. E invece salgono.

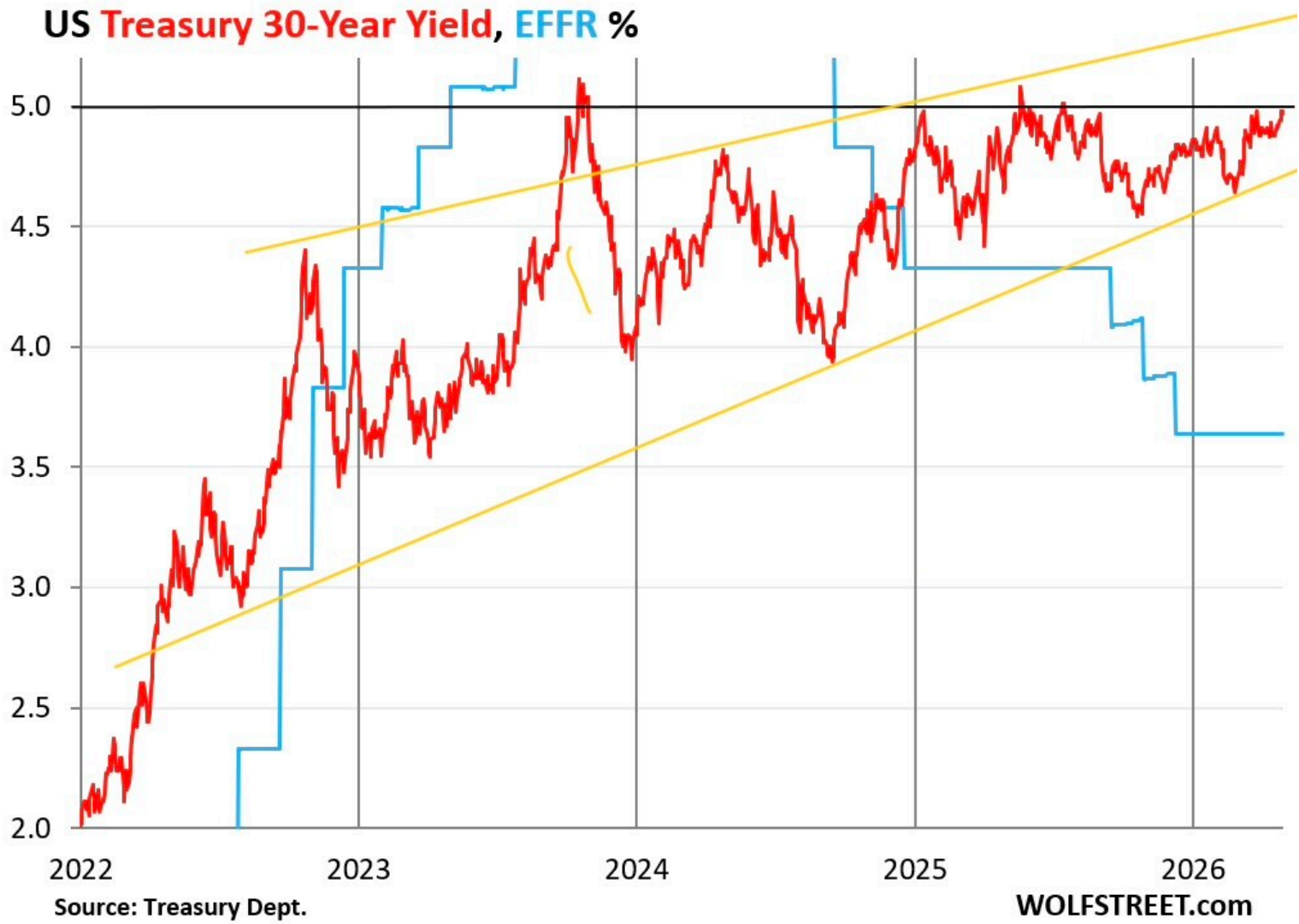
Non soltanto perché spesso le imprese sono in posizione "rialzista" quando salgono i prezzi (le scorte e gli impianti si rivalutano, i margini nominali crescono, eccetera) ma anche perché il cambiamento di paradigma che arriva con il rincaro dei costi accentua le performances delle imprese migliori, che tipicamente sono quelle quotate in Borsa (ovviamente vale per le più solide e grandi tra loro, molto meno per le altre). Ovviamente tutto questo avviene quando la liquidità in circolazione resta elevata (ed è ai massimi storici anch'essa, come si può leggere dal grafico qui sotto), altrimenti il gioco non

funziona più.

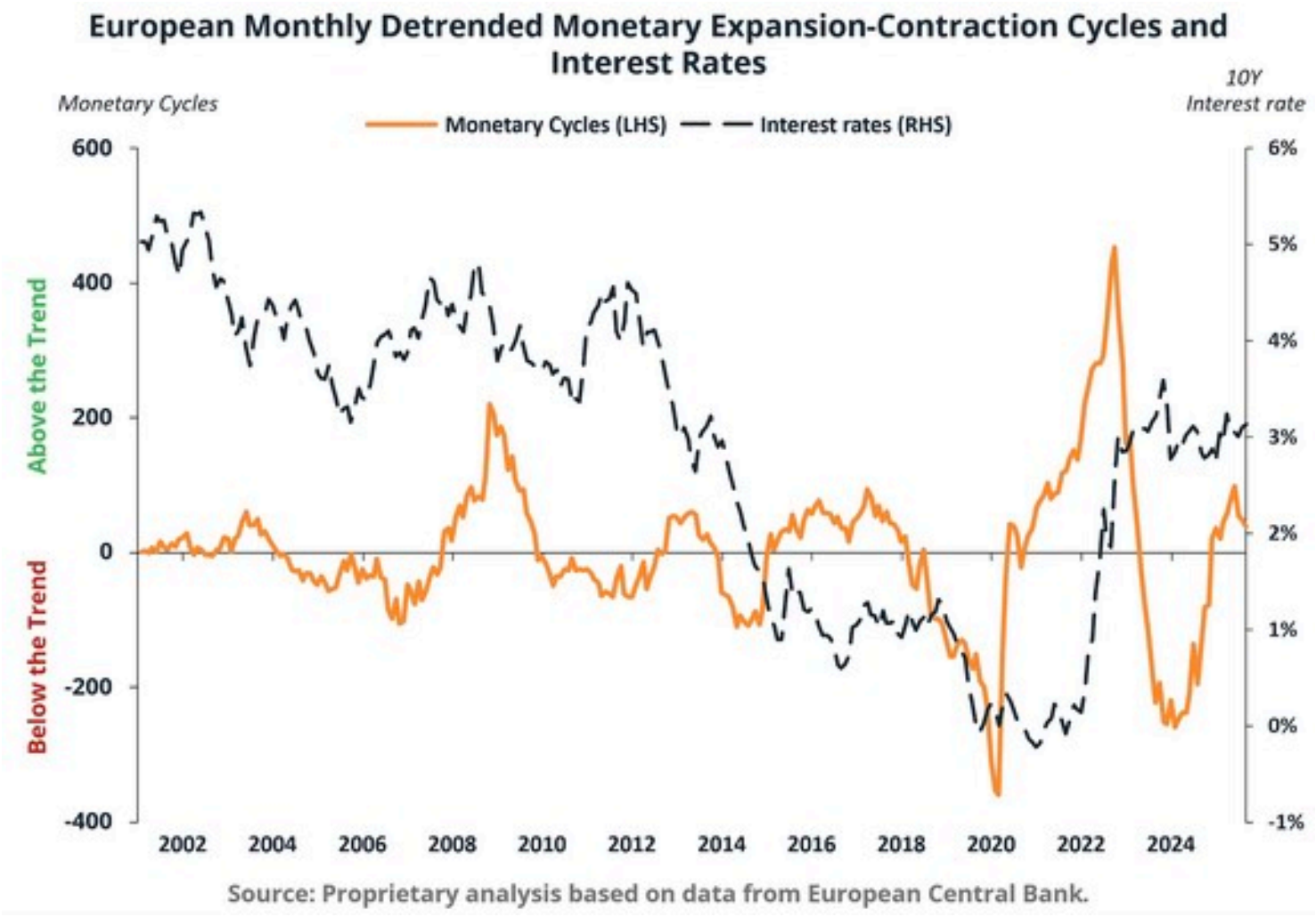


I TASSI D'INTERESSE PERÒ STANNO GIÀ SALENDO

Poi bisogna vedere cosa succede con l'unica conseguenza certa dell'inflazione: l'inevitabile rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine, dal momento che, con l'inflazione, la perdita di valore intrinseco dei titoli a reddito fisso deve venir compensata da un rialzo dei rendimenti degli stessi. E se i tassi a lungo termine salgono, anche la spesa per interessi dei debiti pubblici sale e si avvicina alla soglia di sostenibilità. Ho letto che la storia insegna che i regimi crollano quando la spesa per interessi supera quella militare. Certamente ci si avvicina molto al limite.



Sì è però visto già in passato che il mondo può convivere con una struttura di tassi d'interesse più elevata qualora esistano motivi per i quali si può evitare la recessione. E il mondo oggi ne ha a bizzeffe! Innanzitutto la spinta incredibile allo sviluppo economico (e al ribasso dei costi di produzione) che sta arrivando dalle nuove tecnologie (la spesa per investimenti relativi all'intelligenza artificiale crescerà anche per tutto il 2027) e dai profitti che (tutte) le imprese quotate stanno facendo, ma poi anche l'incremento della spesa pubblica ha un effetto anti-depressivo per l'economia. Almeno sin tanto che gli interessi sui debiti restino sostenibili. Anzi: entro certi limiti l'inflazione aiuta a far calare il valore reale dei debiti pubblici rispetto al prodotto interno lordo.



IL CICLO MONETARIO DELL'ULTIMO QUINQUENNIO È STATO PARTICOLARMENTE ESPANSIVO

Ma i problemi derivanti dall'incremento dell'inflazione possono arrivare anche da altre direzioni. Un classico delle fiammate inflazionistiche precedenti è stato il cosiddetto "fuoco amico": l'effetto recessivo che arriva qualora la politica monetaria assume una posizione eccessivamente restrittiva, perché quando la liquidità dei mercati si riduce, quando il credito disponibile aumenta il suo costo e restringe i suoi volumi, quando le infrastrutture rallentano perché vengono a costare più care, evidentemente, la recessione può avvicinarsi.

LA RECESSIONE POTREBBE NON ARRIVARE

Questa volta tuttavia -almeno per un primo periodo- sappiamo già che è relativamente improbabile che le banche centrali vogliano esagerare, dal momento che:

- se il problema -è arcinoto- viene dall'esterno e non dai consumi, non c'è la necessità di penalizzare questi ultimi con rialzi indiscriminati dei tassi a breve termine che possono gettare l'economia reale in recessione;
- comunque un qualche effetto negativo sull'occupazione arriverà di sicuro e i salari

reali in realtà fanno fatica a tenere il passo, dunque i consumi si ridurranno comunque e non ci sarà bisogno di penalizzarli;

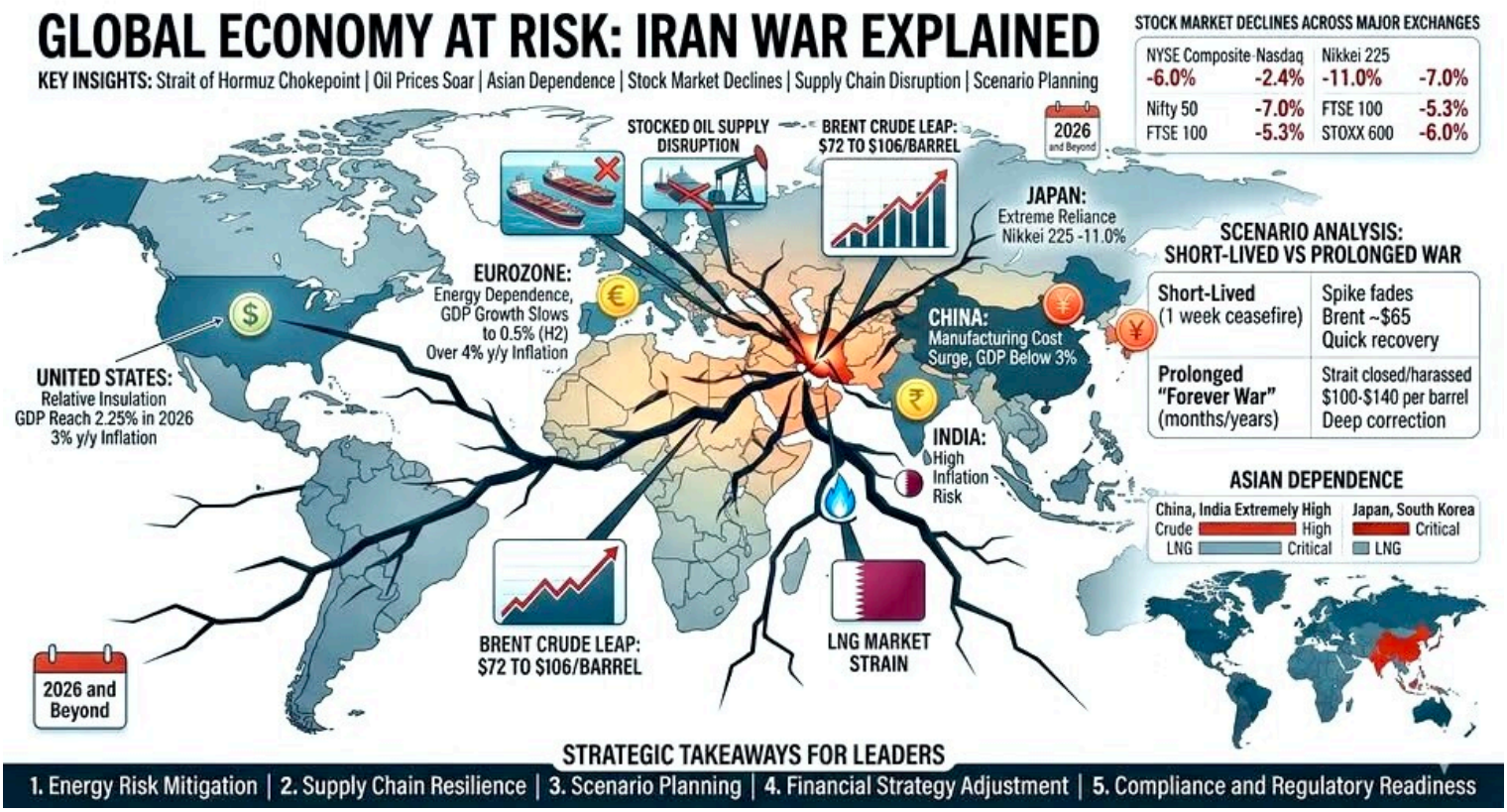
- la spesa pubblica (soprattutto militare) continuerà a crescere fornendo stimoli positivi all'economia; i ministri del Tesoro dovranno collocare maggiori emissioni di titoli di Stato e dunque
- le banche centrali non potranno andare troppo sfacciatamente contro le necessità dei governi di finanziare il disavanzo, dunque difficilmente dreneranno la liquidità.

Le banche centrali al tempo stesso non potranno restare del tutto indifferenti all'inflazione e alla conseguente tendenza dei tassi a lungo termine a crescere per poter compensare la perdita di valore nominale. Dunque è probabile che, a fronte di un'inflazione che dovesse rivelarsi tutt'altro che passeggera (come in realtà già è chiaro oggi), alla fine qualche rialzo dei tassi di sconto sarà da mettere tra le cose probabili.

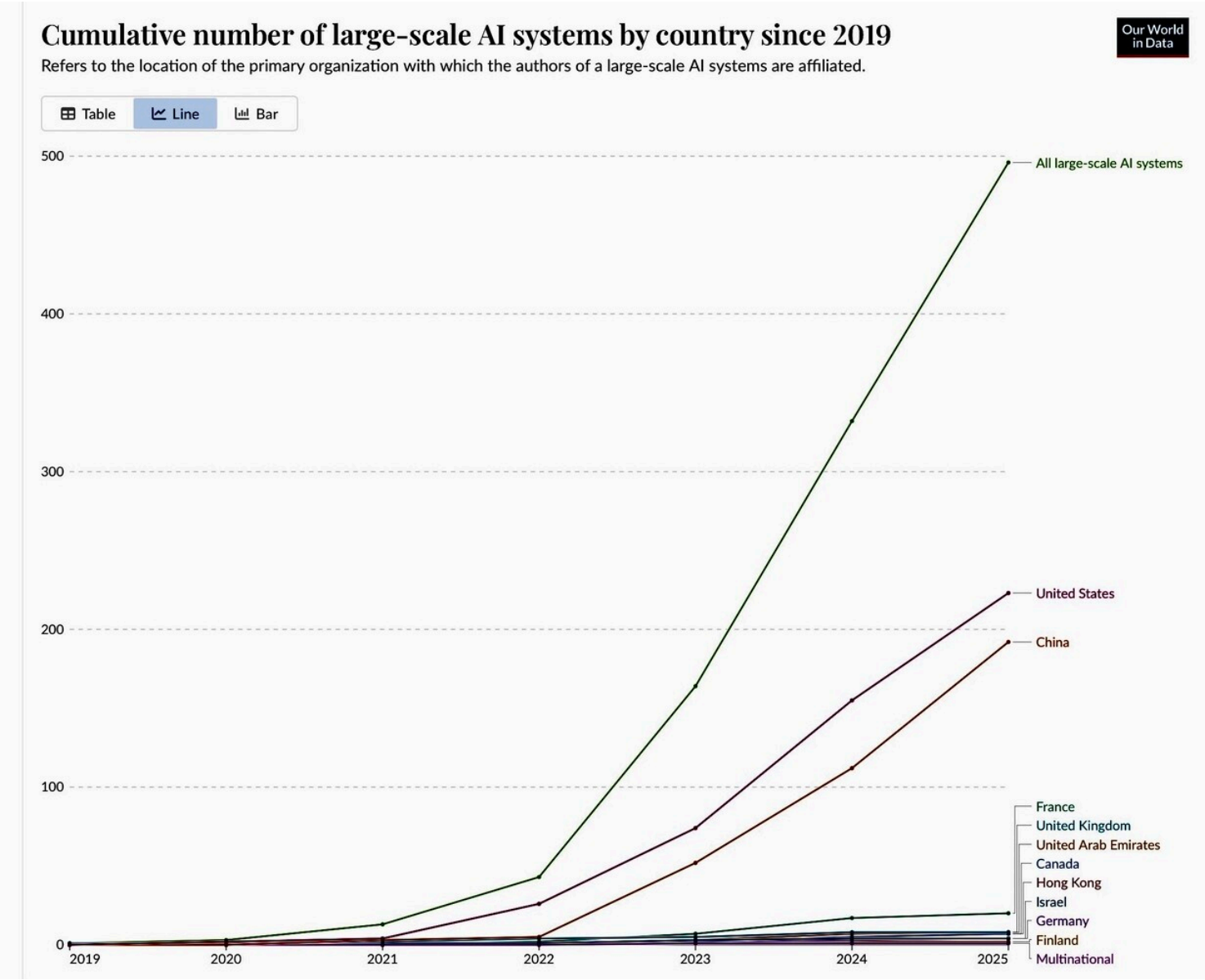
L'ECONOMIA GLOBALE È COMUNQUE A RISCHIO

Ma il problema più inquietante tuttavia sarà il "rimescolamento"nell'economia industriale che sarà dettato dalla presa d'atto che il forte rialzo dei costi dell'energia non è destinato ad essere passeggero. Non ci sarà soltanto un effetto a catena dei costi dell'energia sui costi di tutti gli altri settori dell'industria. Ci sarà soprattutto un deciso rialzo dei prezzi dei costi dei trasporti, delle derrate alimentari (penalizzate dalla scarsità di fertilizzanti e conservanti), con il rischio che alcune popolazioni arrivino a dover ridurre la spesa alimentare per non poterselo permettere.

In generale alcuni settori, con il rialzo generalizzato dei fattori di produzione, inizieranno ad avere industrie anti-economiche, fino ad andare fuori mercato, generando anche disoccupazione. In condizioni normali questi meccanismi generano recessione o comunque problemi allo sviluppo economico. Questo oggi non è più così scontato, ma resta chiaro che il cambiamento socio-economico sarà impetuoso.



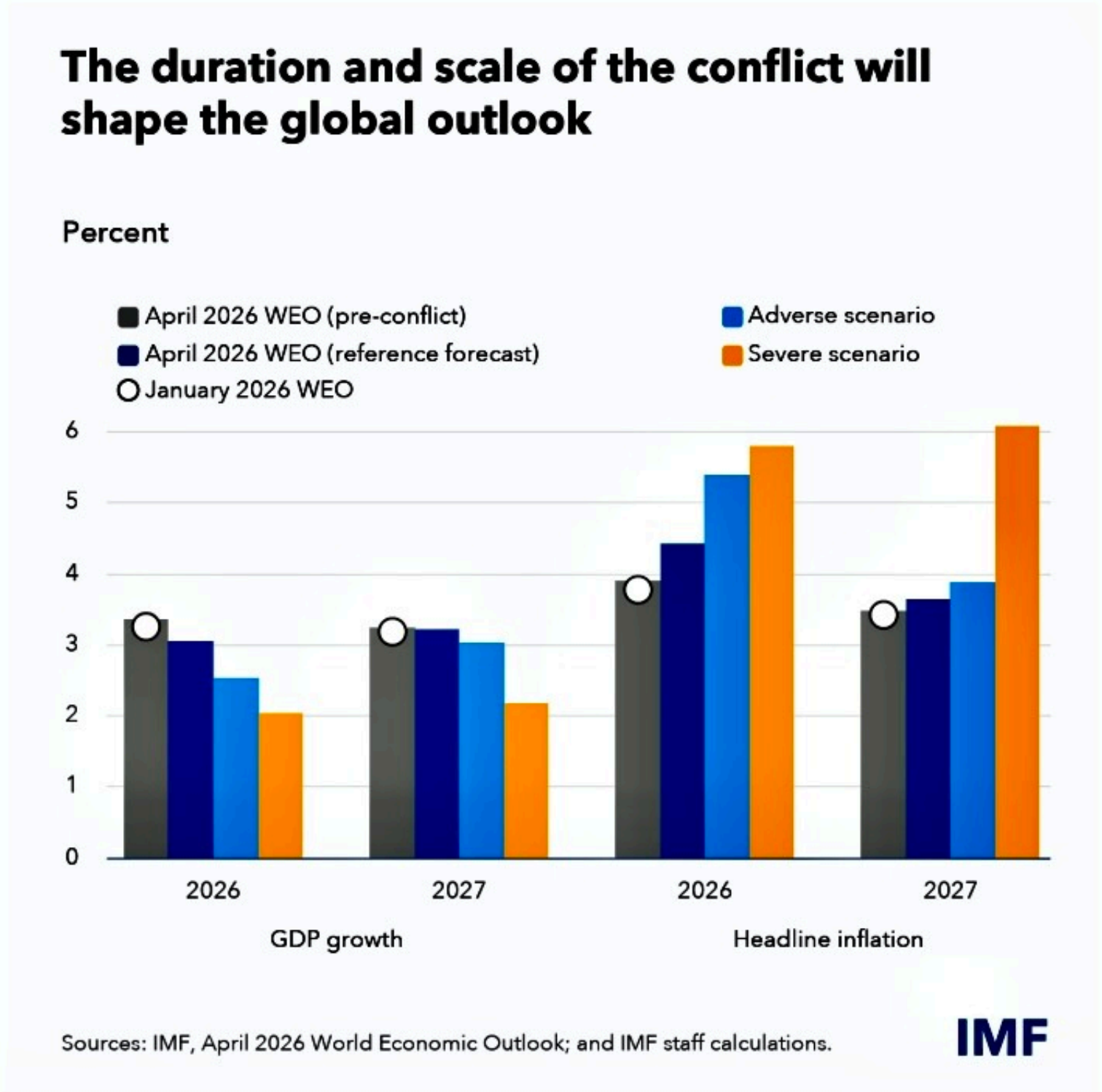
Quello che appare strano ma possibile è che al tempo d'oggi il mondo inizi a convivere con tutte le meravigliose ricadute dell'intelligenza artificiale e sembra oramai accertato il suo impatto decisamente positivo sulla stragrande maggioranza dei settori economici. Le due cose dunque potrebbero miracolosamente bilanciarsi e la contemporaneità dell'arrivo dell'inflazione al tempo stesso dell'accelerazione della produttività del lavoro potrebbe portare a situazioni senza precedenti nella storia economica, non necessariamente negative, sempre che i conflitti armati non divengano la variabile prevalente nella narrazione economica.



L'ECORME SPINTA ESPANSIVA DEGLI INVESTIMENTI SULL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE

SI PUÒ SUPERARE LO SHOCK PETROLIFERO, MA SOLO FINO A UN CERTO PUNTO

Assumendo tuttavia che il mondo non arriverà a una nuova guerra mondiale o a situazioni simili, l'inflazione potrebbe perciò accelerare il cambiamento che le nuove tecnologie stavano già somministrando alle principali economie del pianeta, senza necessariamente portarle verso una recessione, mentre il rapporto tra lo stock di debito complessivo e il prodotto lordo (il PIL) dei paesi più indebitati potrebbe addirittura migliorare. Il condizionale però resta d'obbligo qualora vogliamo indossare gli occhiali rosa nell'osservare la congiuntura economica attuale. E per restare ottimisti occorre che la misura dei problemi causati dalla scarsità di petrolio, gas, fertilizzanti e derrate alimentari in generale non superi una certa soglia.



E occorre anche che i conflitti armati non divengano la normalità, dal momento che in generale essi distruggono ricchezza e capacità di reddito, oltre ad aumentare i debiti pubblici per l'accelerazione delle spese militari.

Stefano di Tommaso

BORSE INFLAZIONE E STAGNAZIONE



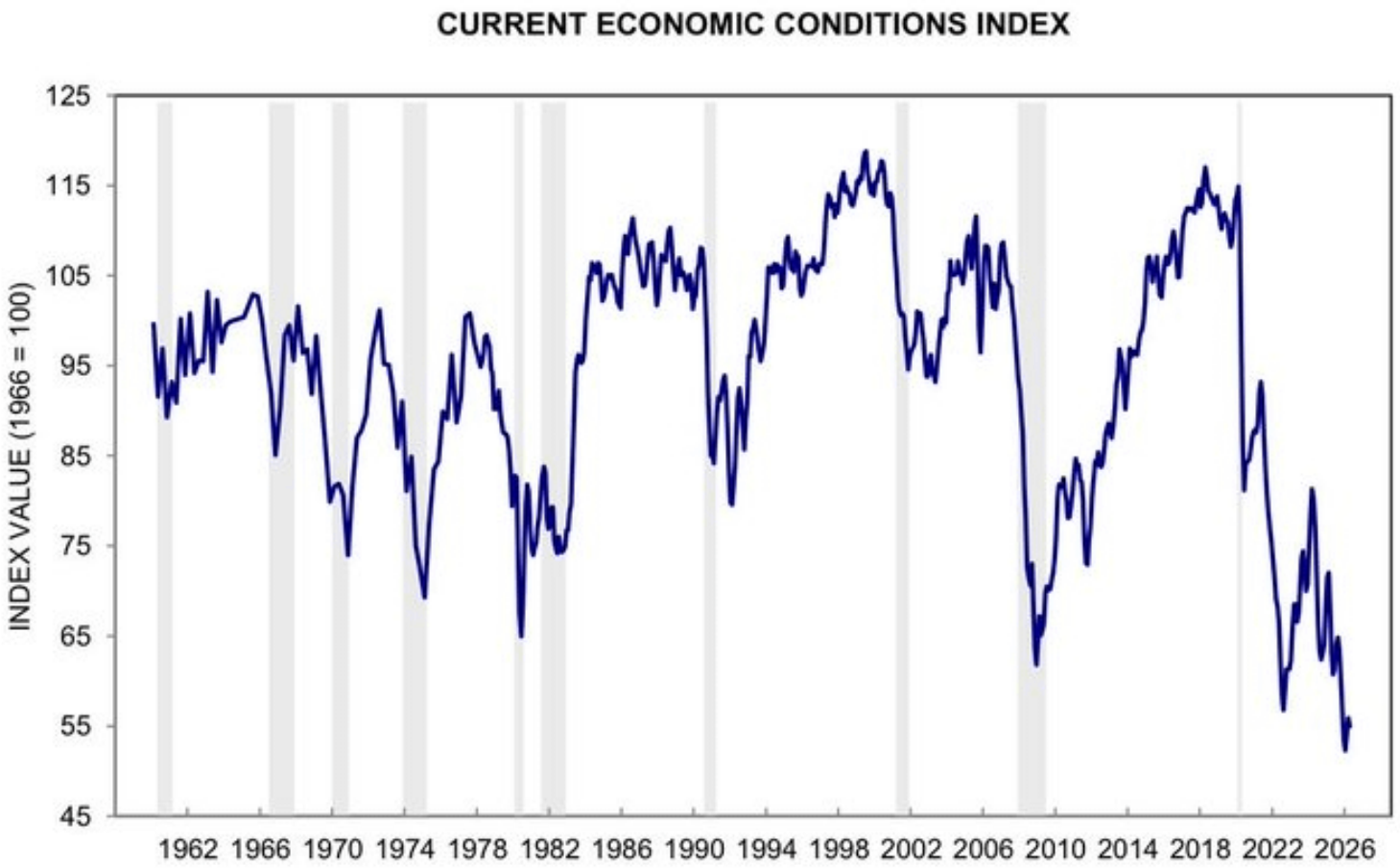
Dopo due mesi dall'attacco militare all'Iran e dal conseguente rincaro dei prezzi di numerose materie prime legate al petrolio e al gas, la congiuntura economica sembra evolvere in una direzione sempre più chiara: i mercati finanziari fino ad oggi hanno "tenuto" perché l'economia di USA e Cina (le due grandi superpotenze) si è mostrata resiliente, mentre ci sono segnali evidenti che quella del resto del mondo inizia ad arrancare, in particolare quella europea.

La ragione non sta soltanto nel rincaro delle importazioni di materie prime cui è costretto il vecchio continente bensì anche nel crescente bisogno di importare tecnologie, armamenti e sinanco materie prime, che vengono esportate principalmente da USA e Cina. Questa divaricazione tra le "grandi" economie e il resto del mondo salva le statistiche globali, fino ad oggi ha favorito le borse, ma comporta inevitabilmente un'elevata probabilità di stagnazione e inflazione.



LA PREDOMINANZA AMERICANA SUI MERCATI FINANZIARI

L'America dal canto suo non soltanto vanta un'economia decisamente più solida e resiliente rispetto a buona parte del resto del mondo ma ospita 59 delle prime 100 multinazionali del pianeta e le sue borse capitalizzano il 75% del totale mondiale. Cioè di fatto attira il 75% dei capitali a livello globale e orienta il restante 25%. Non è un caso peraltro che i profitti delle grandi imprese americane facciano da traino al fatturato delle altre imprese americane e che tanto le une quanto le altre abbiano fino ad oggi continuato a generare ricchezza. E non stupisce che, nonostante i molti timori per il futuro, il consumatore americano continui a spendere cifre molto importanti e che ciò ha sino ad oggi aiutato non poco a finanziare il bilancio federale americano (dazi compresi). Le grandi tensioni internazionali degli ultimi due mesi stanno cioè creando un vantaggio per l'economia delle grandi potenze e soprattutto per quella americana.



Anche il cambio del Dollaro è stato aiutato dalla fuga dei capitali dal Medio Oriente e dalla sostanziale tenuta dei mercati finanziari americani. Anche per questo motivo i tassi d'interesse americani non sono cresciuti come si sarebbe già potuto temere due mesi fa, all'inizio della guerra con l'Iran. L'inflazione probabilmente aumenterà, ma gradualmente e, almeno fino ad oggi, sembra lo stia facendo anche in misura limitata.



L'ECCESSO DI DEBITO FA TEMERE IN CASO DI RIALZO DEI TASSI

Ma la possibile prosecuzione dello stato di guerra pone il problema di un potenziale rincaro strutturale dei prezzi di quasi tutte le materie prime. E rischia di rimescolare presto le carte, perché il maggior costo di materie prime, energia e commodities (Ivi compresi i generi alimentari), laddove non rientrasse presto tra le anomalie temporanee, non potrà non generare una ben più elevata inflazione dei prezzi. E in tal caso il rialzo dei tassi d'interesse apparirebbe inevitabile. Cosa relativamente normale se oggi ci trovassimo in una situazione normale. Ma la congiuntura economico-finanziaria globale non si trova in una situazione "normale": il mondo convive con un eccesso strutturale di debito (pubblico e privato) che rischia davvero di guastare la festa in caso di rialzo dei tassi d'interesse.



DOVE ARRIVERÀ L'INFLAZIONE ?

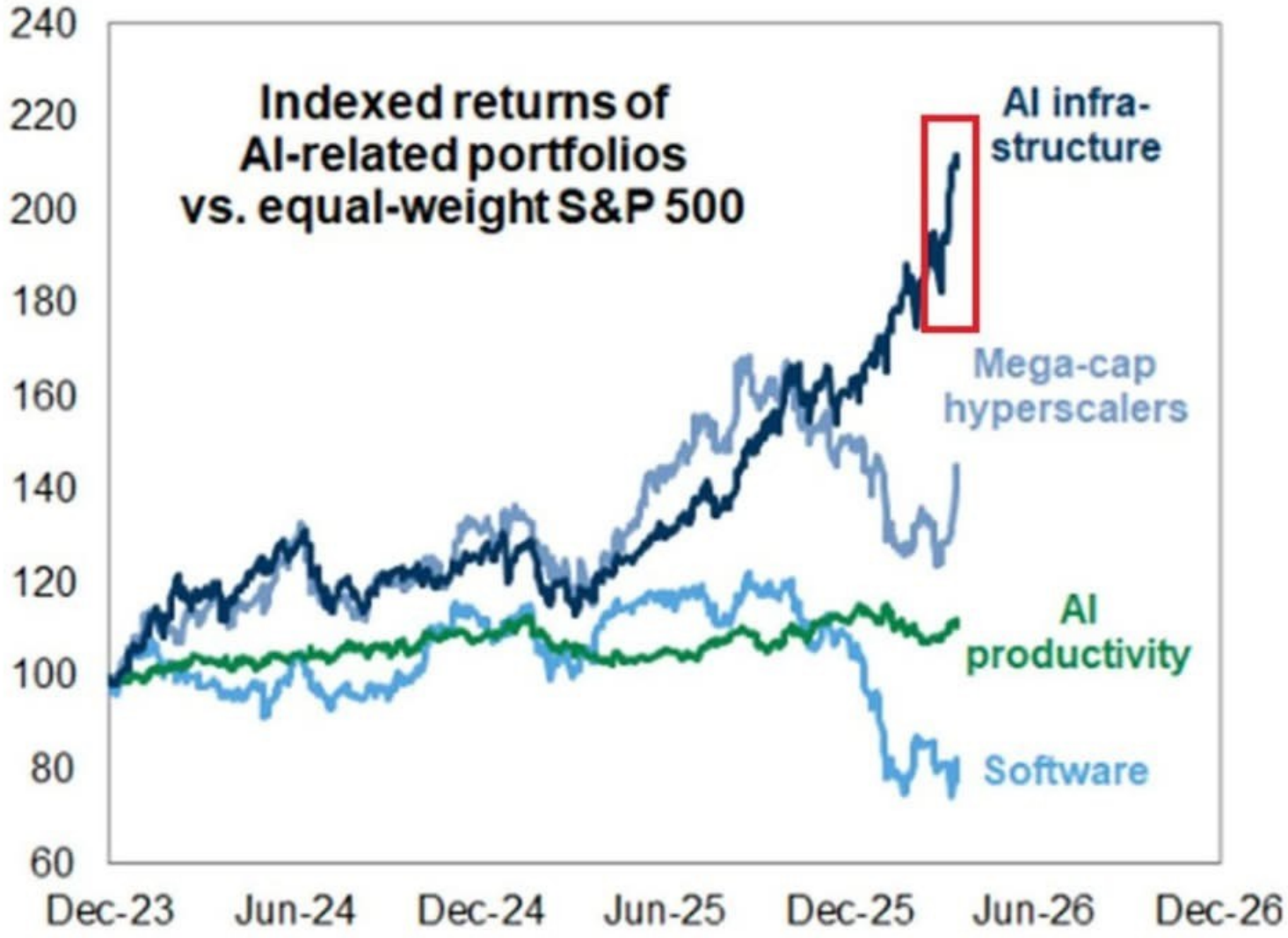
Fino ad oggi i mercati finanziari si sono limitati a smettere di incorporare nei prezzi dei

titoli a reddito fisso l'aspettativa di un ribasso nei tassi d'interesse. Ma le ultime (e per ora provvisorie) rilevazioni dell'inflazione dei prezzi al consumo in America hanno superato la soglia psicologica del 4%. E la vicenda potrebbe costituire soltanto l'inizio di una storia ben più travagliata, dal momento che l'inflazione presa in considerazione per le statistiche è quella dei prezzi al consumo, i quali ci mettono molto tempo a riflettere il rincaro di energia, materie prime, logistica e costo del lavoro. Questi stanno aumentando in media nel mondo di ben oltre il 20% (e il petrolio di oltre il doppio). Ovviamente nessuno ha la sfera di cristallo e i timori potrebbero rimanere tali senza concretizzarsi in nessun allarme.

I FATTORI CHE SINORA HANNO CONTRASTATO LA STAGNAZIONE

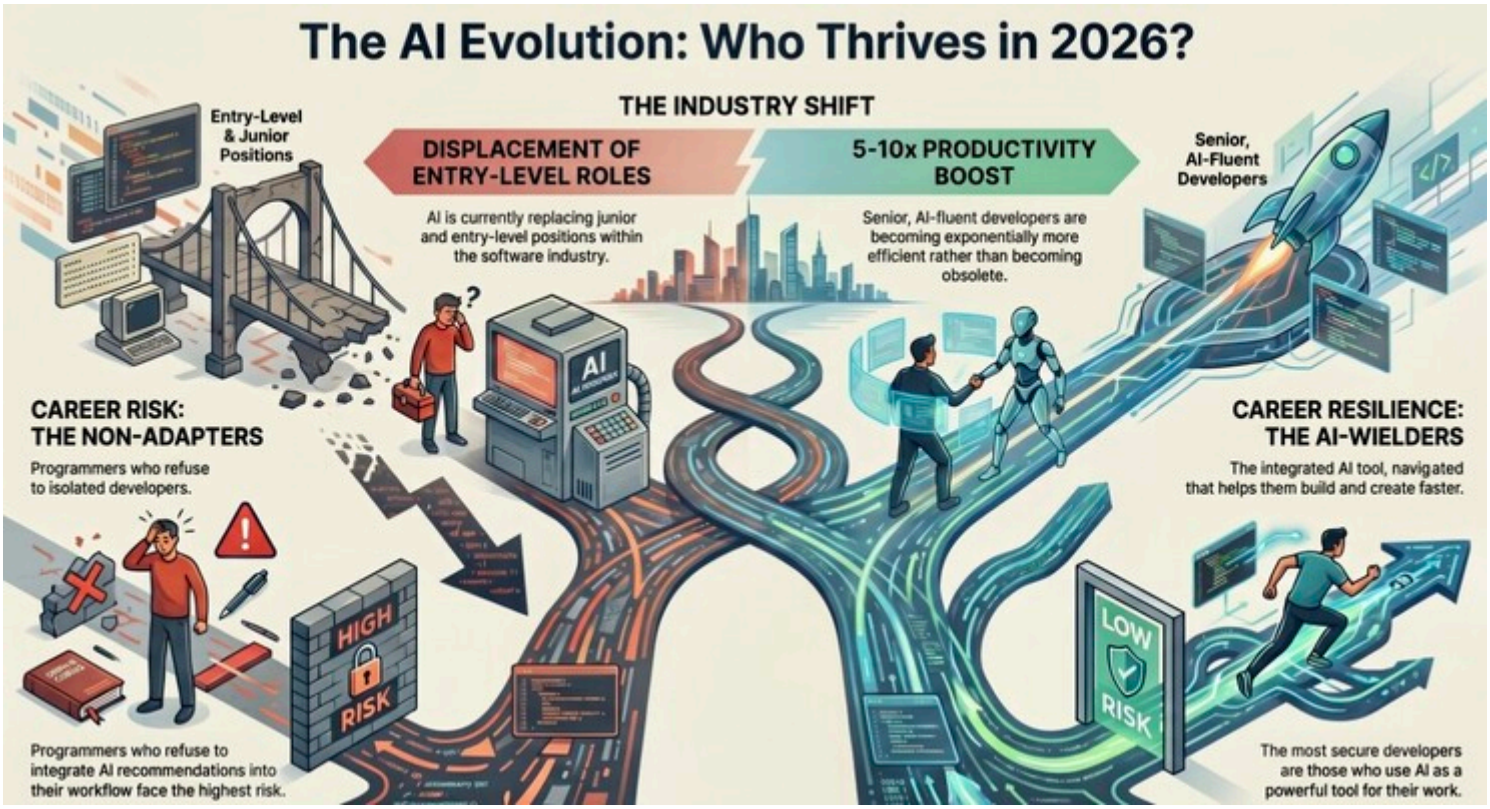
Per comprendere per quale motivo molti economisti sostengono che l'economia globale è forte e che continuerà ad essere tale occorre esaminare i medesimi principali fattori che hanno impedito ai mercati finanziari di entrare in crisi e hanno migliorato gli indicatori relativi all'andamento economico complessivo :

- Il "super-ciclo" dell'intelligenza artificiale ha indubbiamente generato ricchezza nonché alimentato profitti e quotazioni di borsa delle grandi multinazionali tecnologiche, oltre ad aver avuto un indubbio effetto disinflazionistico sui prezzi al consumo a causa del notevole impulso che sta fornendo alla produttività del lavoro umano;



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

- L’enorme liquidità oggi in circolazione nell’intero pianeta, accumulatasi per l’eccesso di interventismo delle banche centrali (soprattutto quella americana e quella cinese), si è ridotta ben poco nonostante la guerra in corso. Essa ha contribuito a mantenere elevate le quotazioni delle borse e bassi i tassi di rendimento dei titoli pubblici;
- L’effetto “ricchezza” determinato dalle performance delle borse, combinata con la grande disponibilità di credito al consumo derivante dall’abbondanza di liquidità complessiva, ha tenuto elevata la fiducia dei consumatori mascherando la perdita di valore in corso dei redditi derivanti da salari e stipendi.

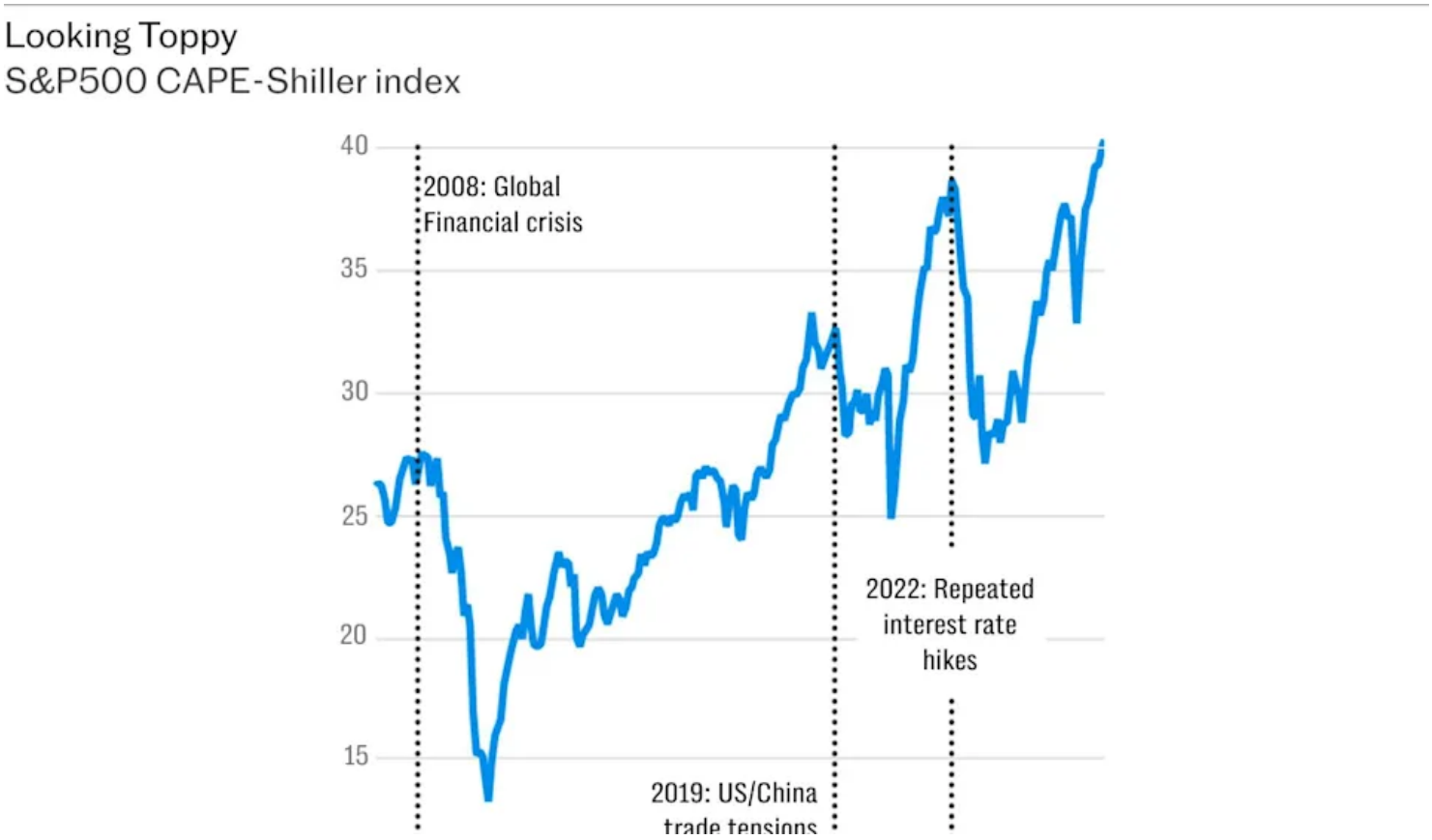


Tutto ciò ha contribuito a mantenere in ordine i conti pubblici delle principali economie globali ma anche ad una generale sottovalutazione del rischio sistemico che può derivare dalla crescita dei tassi d'interesse nominali originata dal rialzo dell'inflazione dei prezzi. Con un indebitamento globale come quello attuale (non soltanto in America) e con l'andamento probabile verso ulteriori rialzi del costo delle materie prime, il rischio che si sta materializzando in questi giorni è quello della perdita di fiducia dei mercati sulla sostenibilità del costo del debito.

IL RISCHIO DI UN "MINSKY MOMENT"

Un potenziale ulteriore aumento dei tassi d'interesse infatti potrebbe portare il sistema finanziario globale a una soglia di non ritorno come quella che gli economisti definiscono "Minsky Moment" (a seguito della teorizzazione da parte dell'economista americano post-keynesiano Hyman Minsky (1919–1996), diventato famoso per una tesi che per molti anni fu considerata eterodossa e che dopo il 2008 è tornata centrale: la "Financial Instability Hypotesis").

La tesi di Hyman Minsky sostiene che le crisi economiche peggiori sono per assurdo determinate proprio dalle situazioni di migliori performances dei mercati finanziari. Anzi: che sono essi stessi a generare instabilità. Se il sistema finanziario scoppia di salute allora può tendere all'auto-indulgenza e alla fine scoprirsi intrinsecamente fragile, mentre l'indebitamento con l'aumentare dei tassi d'interesse inizia a venire percepito come non più sostenibile.



IL MOLTIPLICATORE DI VALORE MEDIO DELL'INDICE PRINCIPALE DELLA BORSA AMERICANA MOSTRA UN PICCO SENZA PRECEDENTI

Ma se la fiducia del mercato crolla, anche il credito alle imprese si ritira e anche le valutazioni dei cespiti iniziano a scendere (oggi invece sono ai massimi). Il che può innescare un'accelerazione degli eventi come si è visto nel corso delle precedenti grandi crisi globali (come quella del 1929-30) e che può anche prendere spunto da due fattori di debolezza strutturale: il rischio di un'implosione del sistema finanziario giapponese (basato su un debito pubblico record: il 270% del PIL) e l'intrinseca debolezza del Dollaro americano, che potrebbe precipitare se le prossime aste dei titoli di stato americani non avessero successo o se fossero eccessivamente sussidiate dalla FED (banca centrale USA).

LA PROSECUZIONE DELLA GUERRA PROVOCHEREBBE UNA CRISI DI FIDUCIA

Ciò che oggi potrebbe far scattare una crisi di fiducia è dunque proprio l'eventuale prosecuzione della guerra con il conseguente shock inflazionistico che, secondo molti commentatori, appare addirittura comunque inevitabile nei prossimi mesi, a prescindere dal buon esito delle trattative di pace. Molti sostengono infatti che i tempi necessari al ritorno alla "normalità" della disponibilità di materie prime ed energia potrebbero comunque essere lunghi, e che pertanto l'inflazione salirà ugualmente.

Ovviamente al riguardo non vi sono certezze e chiunque fino ad oggi avesse speculato al ribasso sui mercati finanziari si sarebbe rotto le ossa, dal momento che essi sono andati

nella direzione opposta (verso l’alto). Si tratta soltanto di una possibilità che potrebbe essere tranquillamente evitata sui mercati finanziari internazionali dal momento che essi dipendono per 3/4 del loro valore dall’andamento delle borse americane. E anche nelle altre borse la mano forte degli investitori a stelle e strisce sembra poter orientare non poco gli eventi.

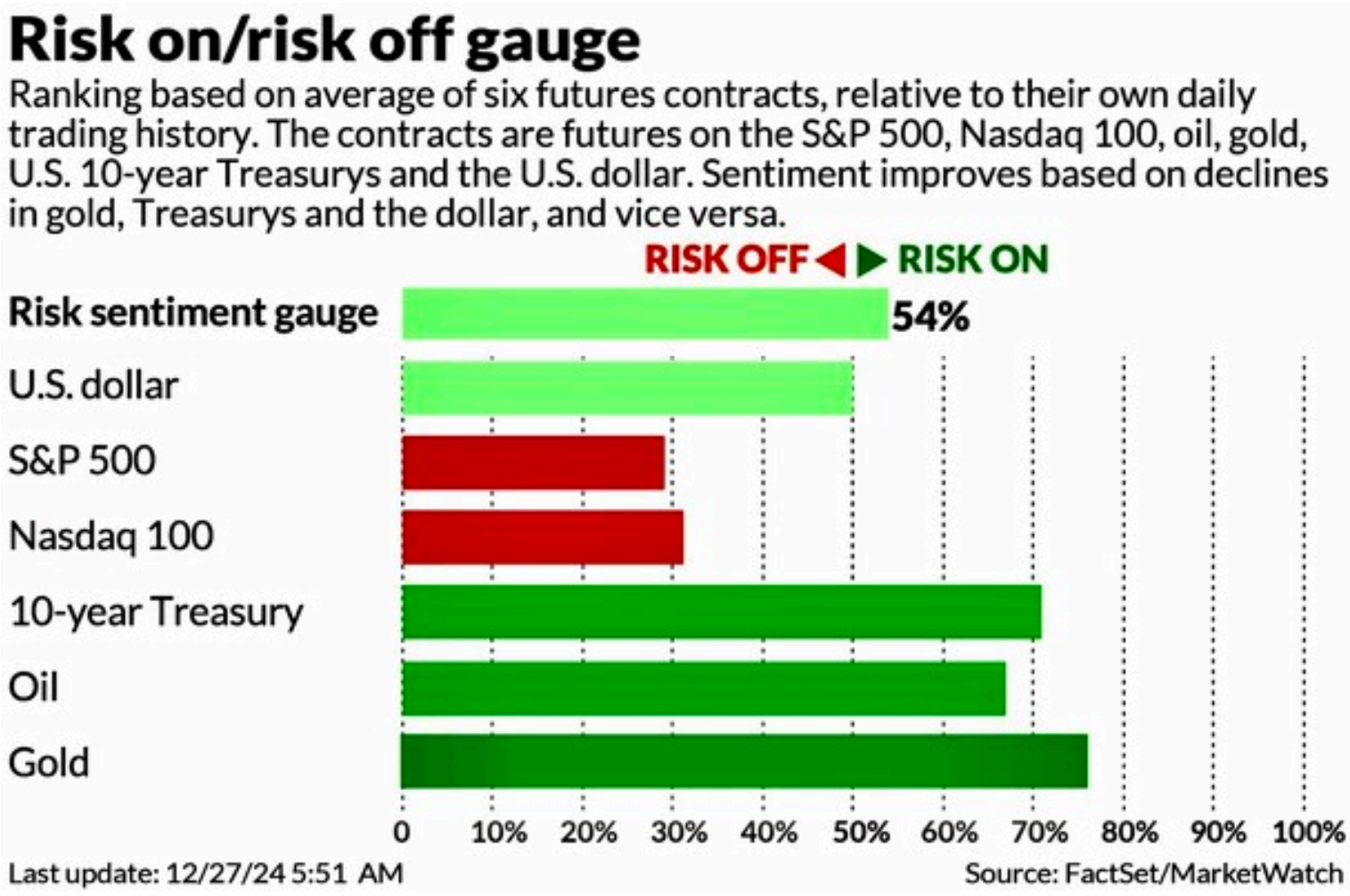


I RIALZI DEI PREZZI DELL'ENERGIA POTREBBERO PERMANERE A LUNGO

Perché tuttavia il mondo passi "in fanteria" i rialzi indiscriminati nei prezzi delle

commodities, dell'energia, dei trasporti e delle assicurazioni questa volta occorrerà un sforzo coordinato e notevole, anche in funzione del fatto che l'effetto "crescita economica" che ha calmierato i timori nella precedente ondata inflazionistica dello scorso 2024 questa volta non ci sarà. Un deciso rallentamento della crescita dell'economia globale oggi sembra dunque inevitabile, nonostante la spinta che può derivare dalla politica fiscale (principalmente la spesa pubblica per il riarmo) e dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale.

E sinanco il disaccoppiamento dell'economia reale da quella "di carta" della finanza globale, può aiutare soltanto fino ad un certo punto. L'America ha mostrato una forte volontà di accordo con il Paese recentemente aggredito, ma ha anche più volte minacciato di mostrare i suoi muscoli militari. E qualora le belligeranze del Medio Oriente dovessero riprendere in grande stile e altri danni dovessero venire inflitti alle infrastrutture del Golfo Persico, sarebbe ancora più probabile che gli investitori tornassero in fretta ad un atteggiamento "risk-off" e iniziassero a liquidare una parte maggiore dei loro portafogli per limitare i danni di un potenziale crollo dei mercati finanziari.



LA STAGIONALITÀ DEI MERCATI NON AIUTA

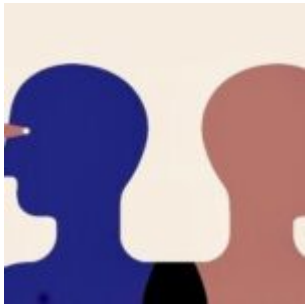
Da questo punto di vista potrebbe gettare altra benzina sul fuoco anche la stagionalità dei mercati, i quali solitamente a partire dal mese di maggio si posizionano su posizioni

prudenti per una serie di ragioni dovute alla ciclicità dei mercati e dei tassi d'interesse. Oggi nessuno parla della stagionalità dei mercati perché i profitti trimestrali attesi delle grandi multinazionali quotate in borsa sembrano ancora una volta ottimi. La vera domanda però è se tali profitti continueranno imperterriti anche in caso di continuazione della guerra del Golfo, con il prezzo del petrolio fuori controllo e le economie più deboli che entrano in recessione.

E poi occorre ricordare sempre che la vera chiave per comprendere gli sviluppi possibili dei mercati finanziari sarà ancora una volta la grande liquidità globale che oggi li sta sostenendo: se questa si manterrà elevata nonostante tutto, allora sarà comunque possibile limitare i danni. Se invece alla fine le vendite indiscriminate e il rialzo dei tassi d'interesse farà sì che tornerà a ridursi, allora una correzione dei mercati -almeno temporanea- risulterà inevitabile.

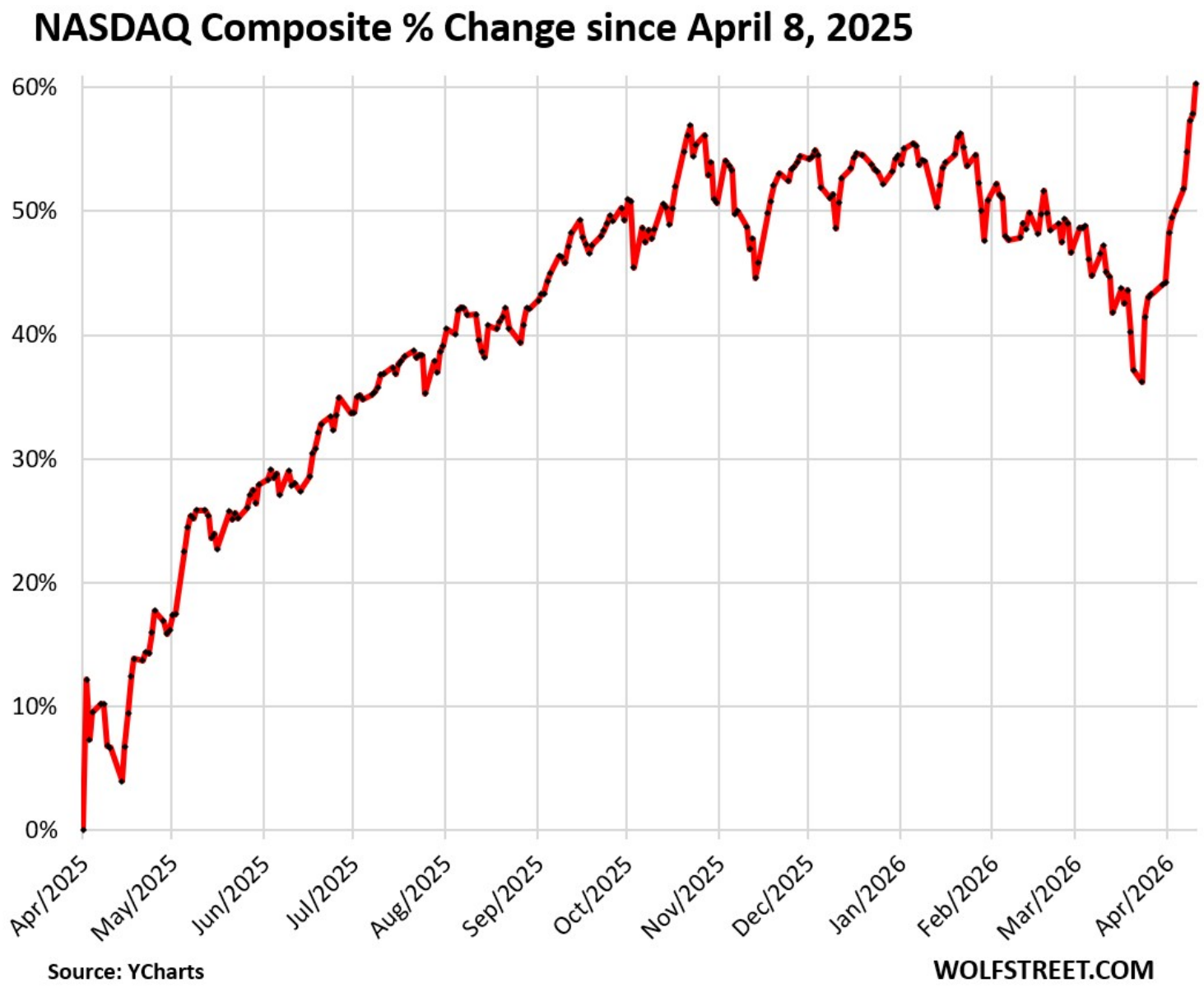
Stefano di Tommaso

DUE NARRAZIONI CONTRASTANTI



Gli indici delle principali borse del mondo sembrano essere andati alle stelle la scorsa settimana, mentre il mondo sembra precipitare nella più nera delle crisi geopolitiche degli ultimi anni, con il forte rischio di una "escalation" militare globale. Possono convivere queste due narrative? Apparentemente si, anzi ciascuna di esse sembra voler esagerare nella propria direzione: da un lato le borse hanno infatti toccato (quasi tutte) nuovi massimi storici, con la volatilità ridiscesa ai minimi e i tassi d'interesse sui titoli di stato che sono tornati ai livelli pre-guerra, mentre dall'altro lato lo stretto di Hormutz resta chiuso alle navi che dovrebbero

consegnare petrolio, gas e altre materie prime essenziali al resto del mondo e anzi gli USA hanno ammassato la bellezza di 70.000 militari nei pressi del Golfo Persico!



L'INDICE "TECNOLOGICO" DELLA BORSA AMERICANA HA RAGGIUNTO UN NUOVO MASSIMO STORICO

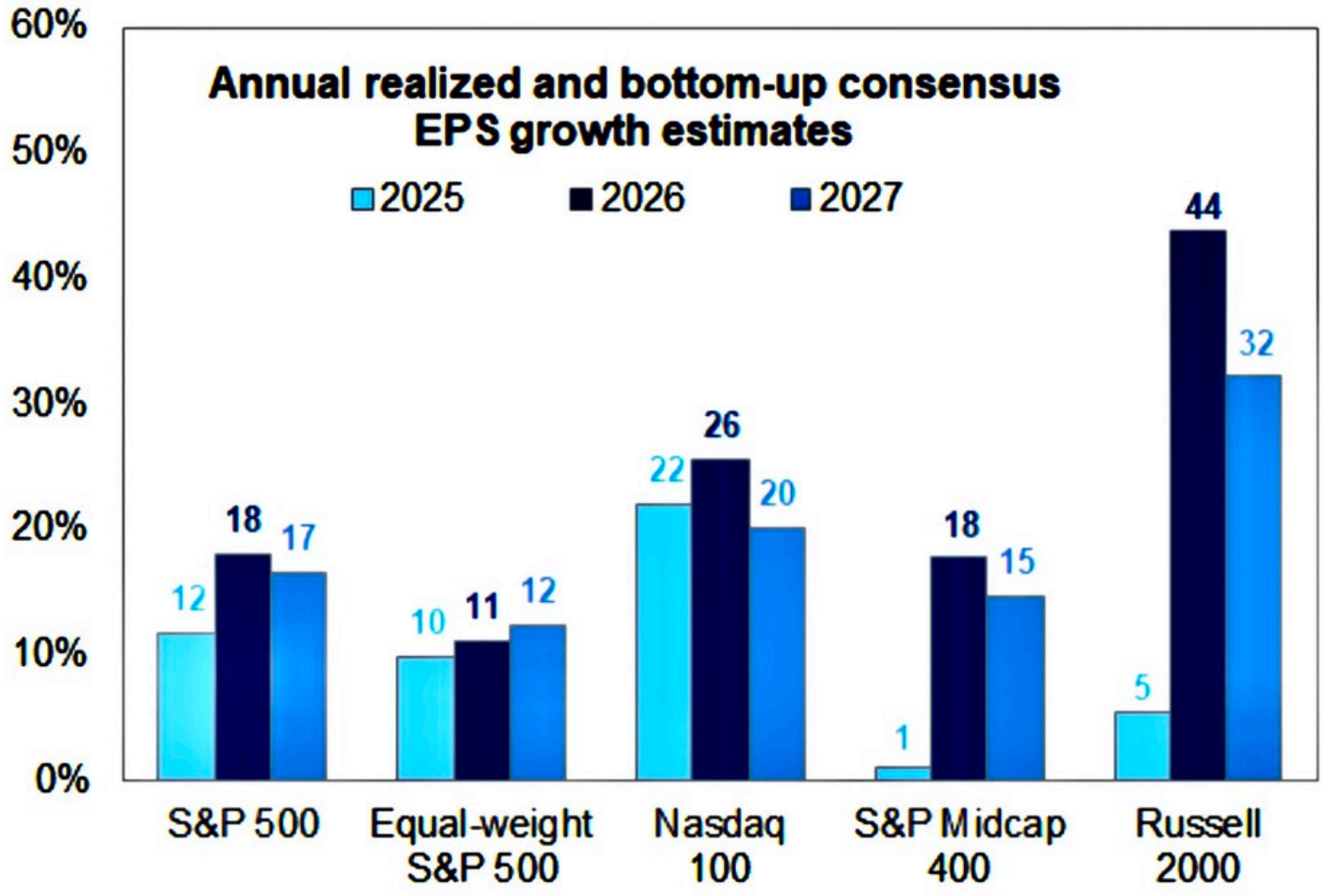


UNA CRISI ENERGETICA ALLE PORTE

Apparentemente dunque buona parte del mondo sembra marciare spedita verso una carenza strutturale di risorse energetiche, materie prime e derivati raffinati che prima arrivavano al resto del mondo dal Medio Oriente, con il prezzo di petrolio e gas che, prima o poi, non potranno non riflettere più acremente le conseguenze della scarsità di forniture. Al tempo stesso addirittura la scommessa sul prezzo del petrolio: nonostante resti elevato, le sue quotazioni a termine restano del 40% più basse, incorporando l'aspettativa di una rapida risoluzione del conflitto, mentre gli investitori apparentemente recuperano la fiducia perduta di recente e non troppo a torto, dal momento che le prime trimestrali delle grandi società quotate mostrano profitti in crescita verticale.

Earnings growth

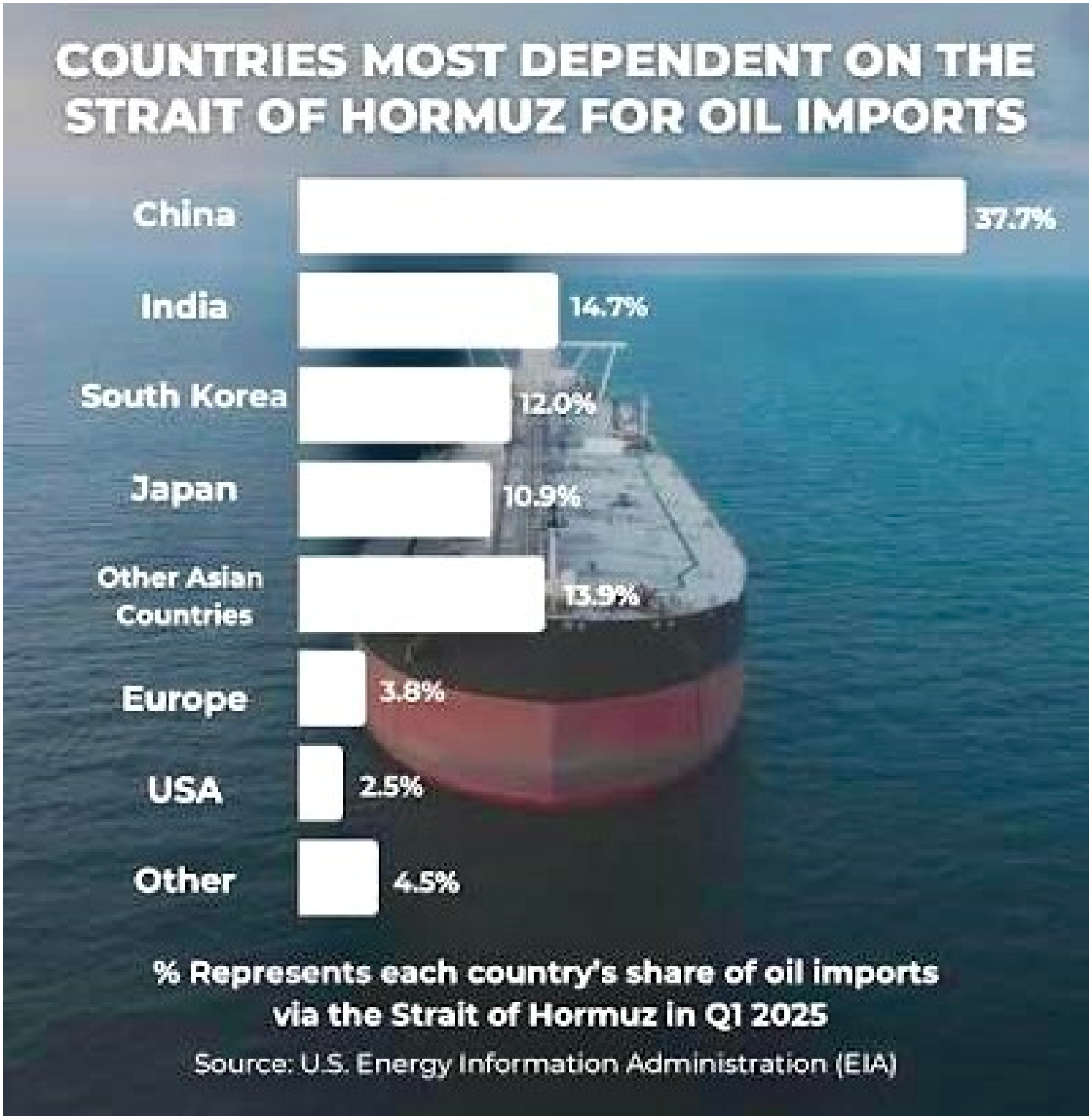
Exhibit 34: Realized and consensus EPS growth for select US equity



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

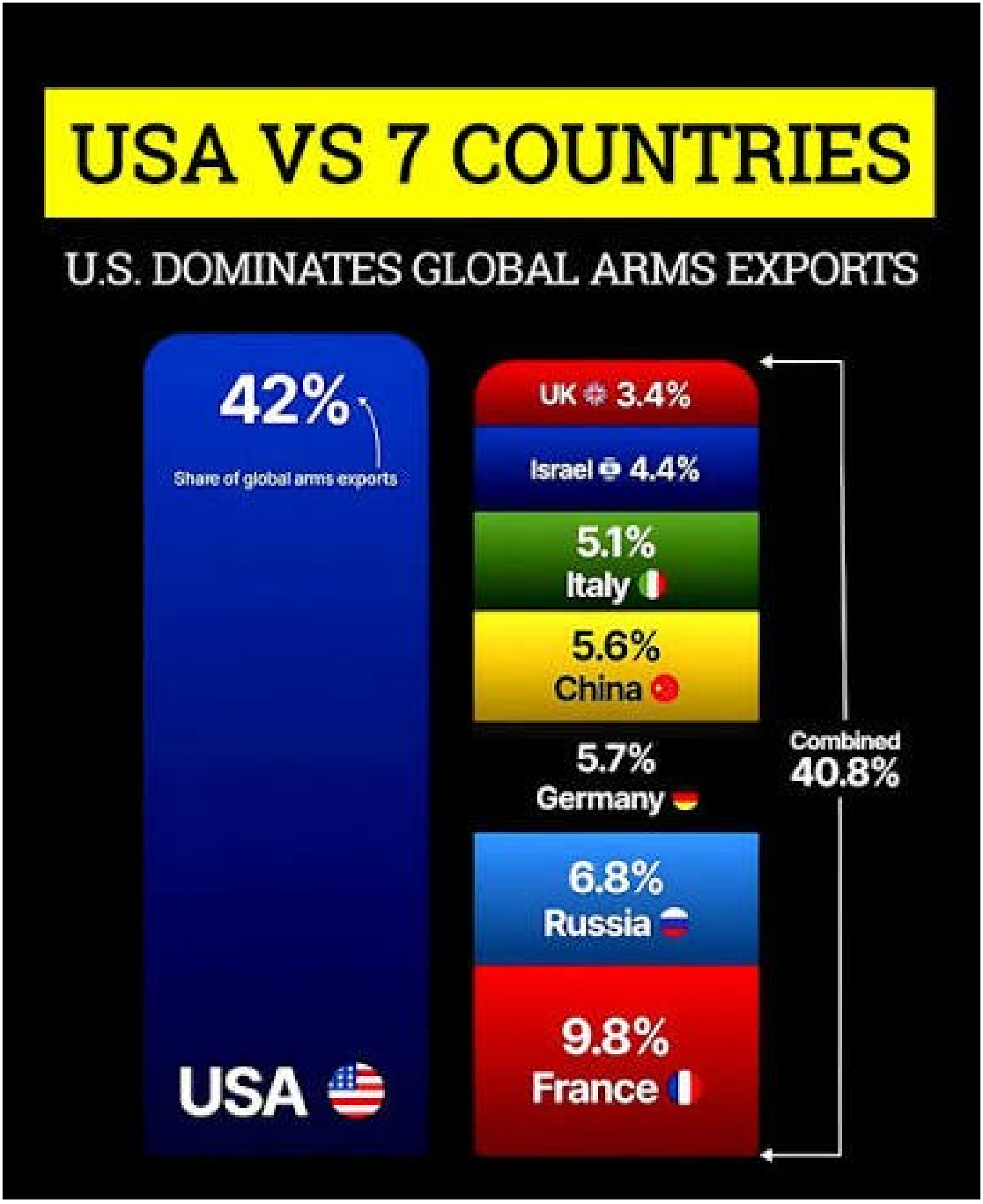
UNA PROFONDA DICOTOMIA

Mai in passato si era vista una tale dicotomia: i mercati che brindano e stappano lo Champagne, mentre l'industria, il commercio e i trasporti urlano allarmi catastrofici e chiedono l'intervento dei governi! Sono oramai quasi due mesi che abbiamo ben compreso che è inutile provare a chiedersi chi ha ragione: probabilmente ce l'hanno entrambi.



IL RIARMO

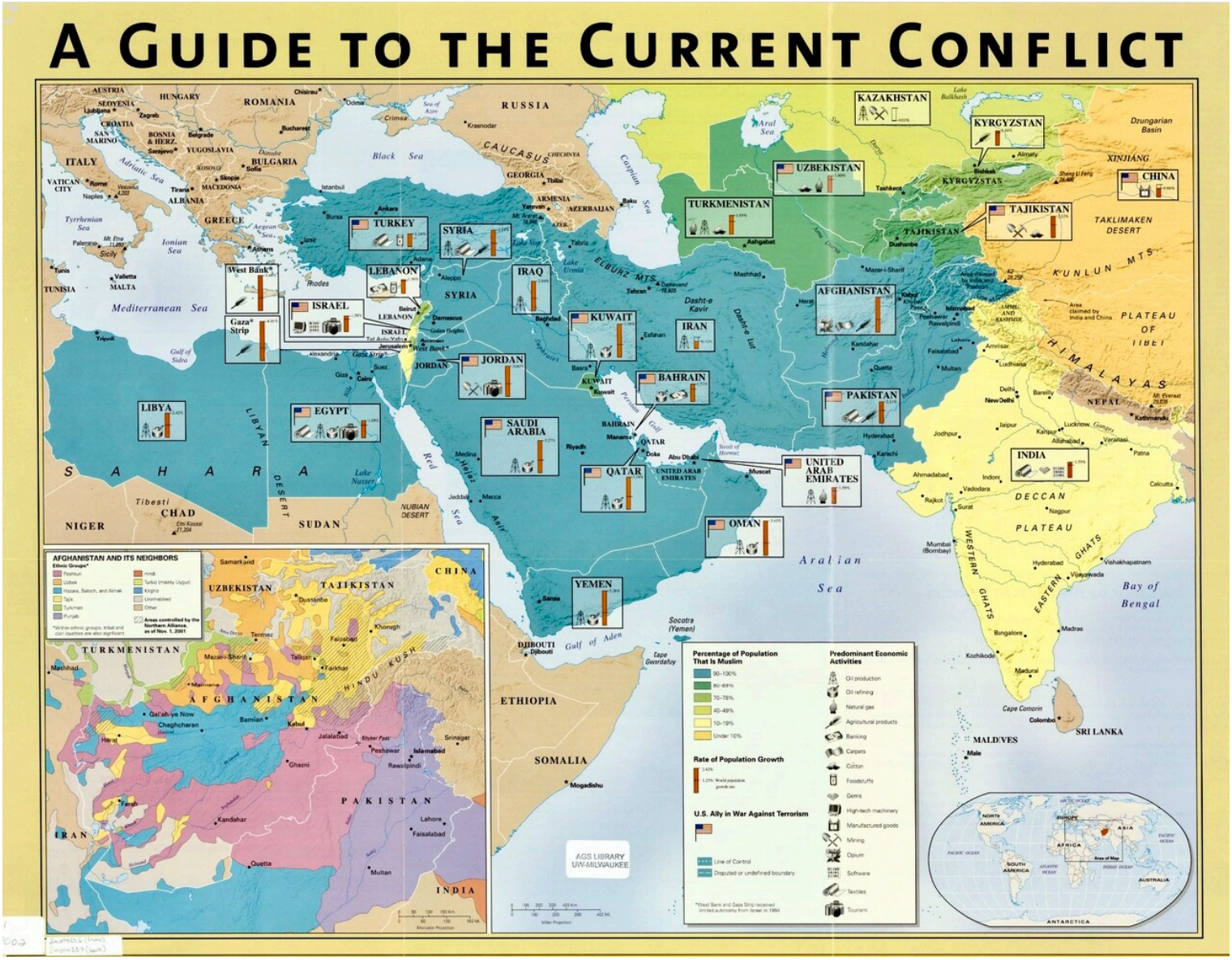
In effetti buona parte del mondo sembra aver imboccato la strada del riarmo, delle manifestazioni di forza dei propri eserciti, delle dichiarazioni roboanti e dell'addio alla diplomazia internazionale così come ce la ricordavamo fino ai primi anni 2000. L'Organizzazione delle Nazioni Unite sembra incapace di prendere alcuna iniziativa e il numero di situazioni di possibile tensione internazionale continua ad accrescersi. Con ogni probabilità anzi è esattamente cosÌ che andrà, almeno fino a quando una parte avrà inflitto perdite pesantissime all'altra.



LA GUERRA PUÒ COINVOLGERE ALTRI PAESI

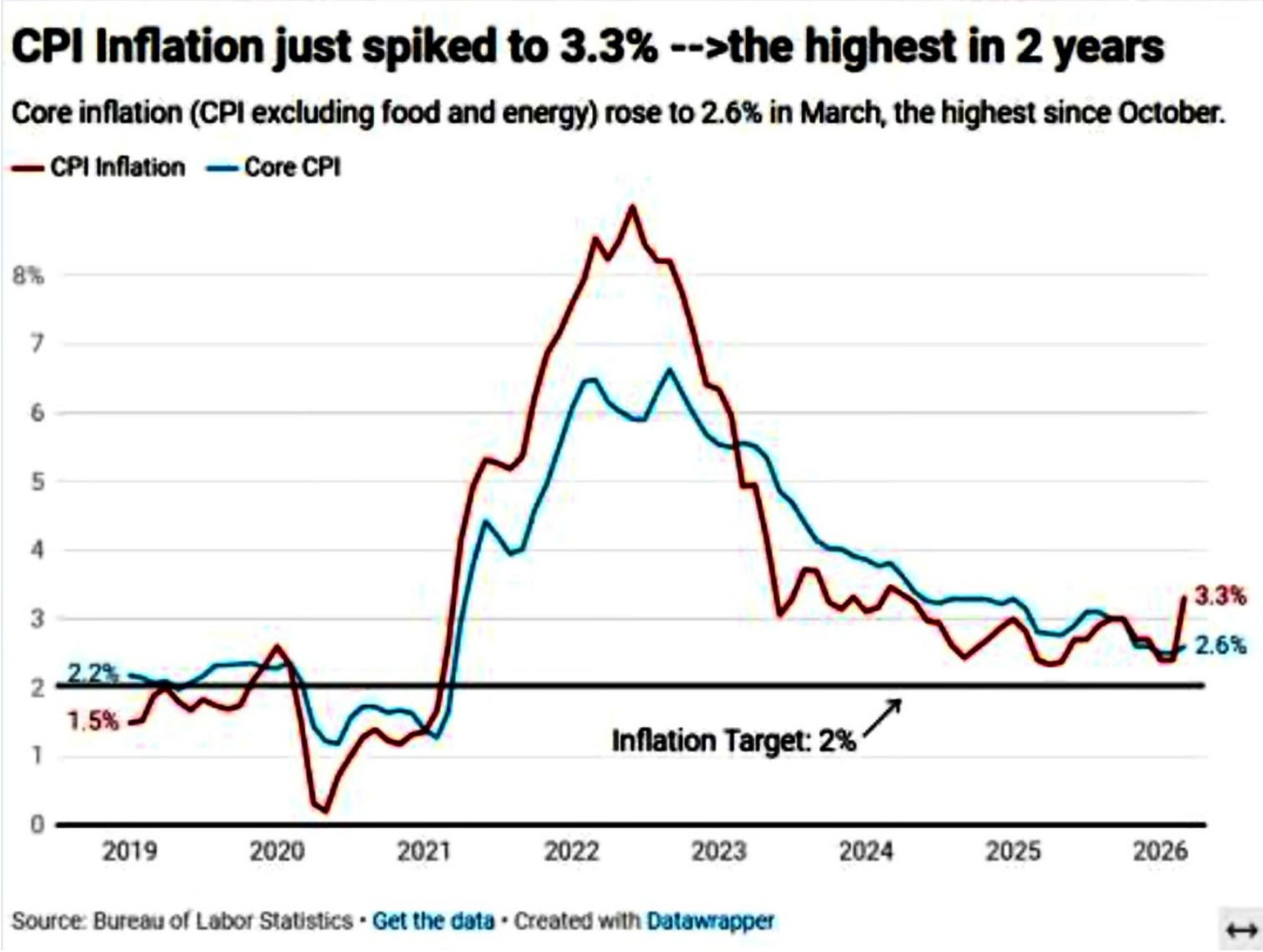
Ma soprattutto poche sembrano le nazioni che non intendono rimanere estranee al confronto tra America e Israele da una parte, e Iran (e popolazioni a questo limitrofe).

Mentre l’Europa (solo apparentemente riluttante) sembra voler comunque prendere le parti di USA Israele, Cina India e Russia moltiplicano il loro supporto alla nazione iraniana, consapevoli che qualora questa cadesse vittima dell’aggressione buona parte delle riserve globali di petrolio e gas verrebbero loro precluse. Cosa pericolosissima in caso di allargamento del conflitto all’intera regione medio orientale.



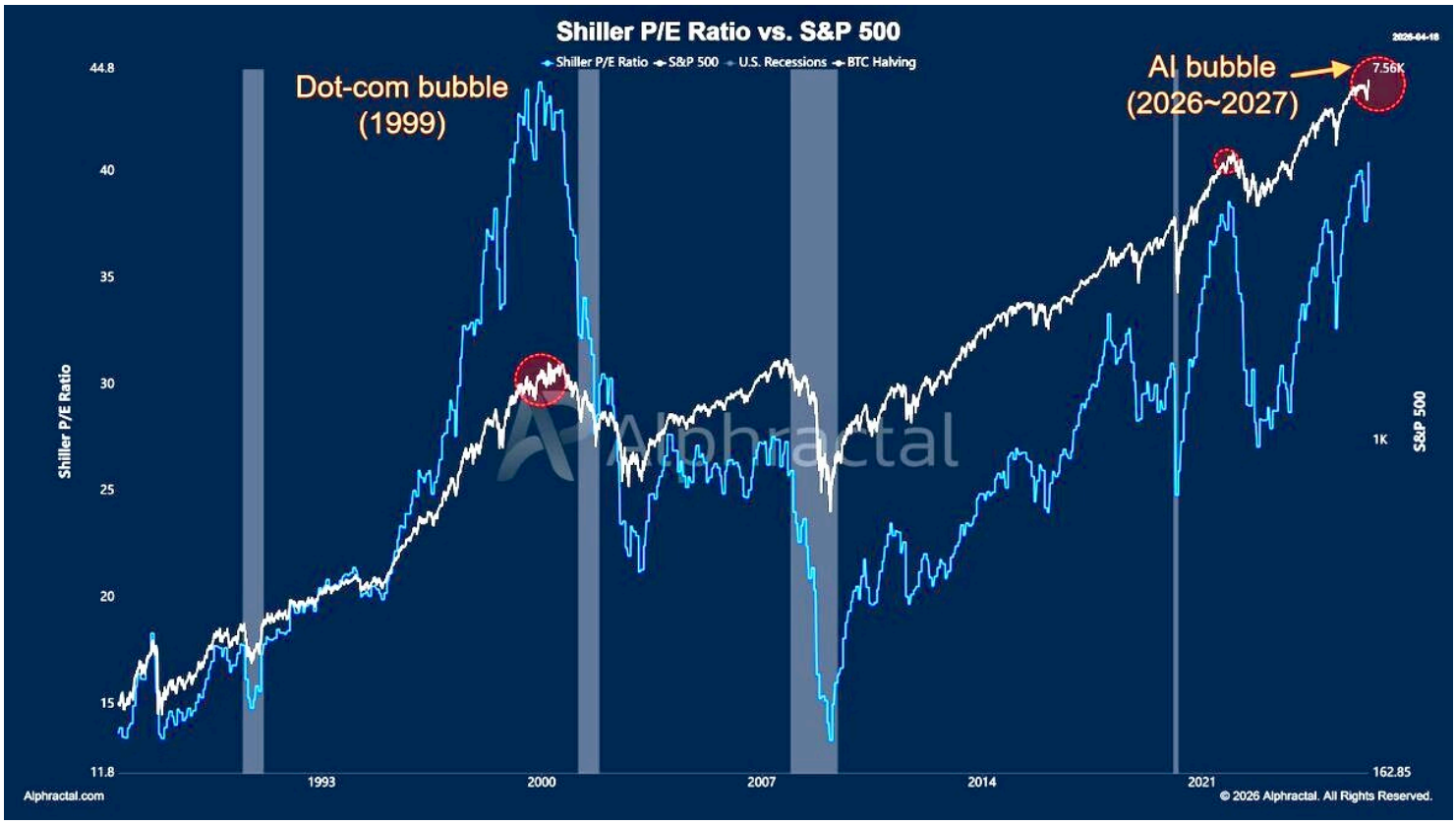
I MERCATI IGNORANO LA RIPRESA DELL’ INFLAZIONE

I mercati finanziari dal canto loro non soltanto sembrano ignorare (o forse meglio: incorporare nelle loro aspettative) il rischio che il maggior prezzo di energia e materie prime si rifletta nell’inflazione dei prezzi e nel rialzo dei tassi d’interesse (cioè nel costo del debito pubblico), ma addirittura esagerano. Aggiungono benzina sul fuoco con rialzi delle quotazioni tanto di azioni quanto di titoli a reddito fisso e tornano a scommettere sull’incremento dei profitti aziendali.



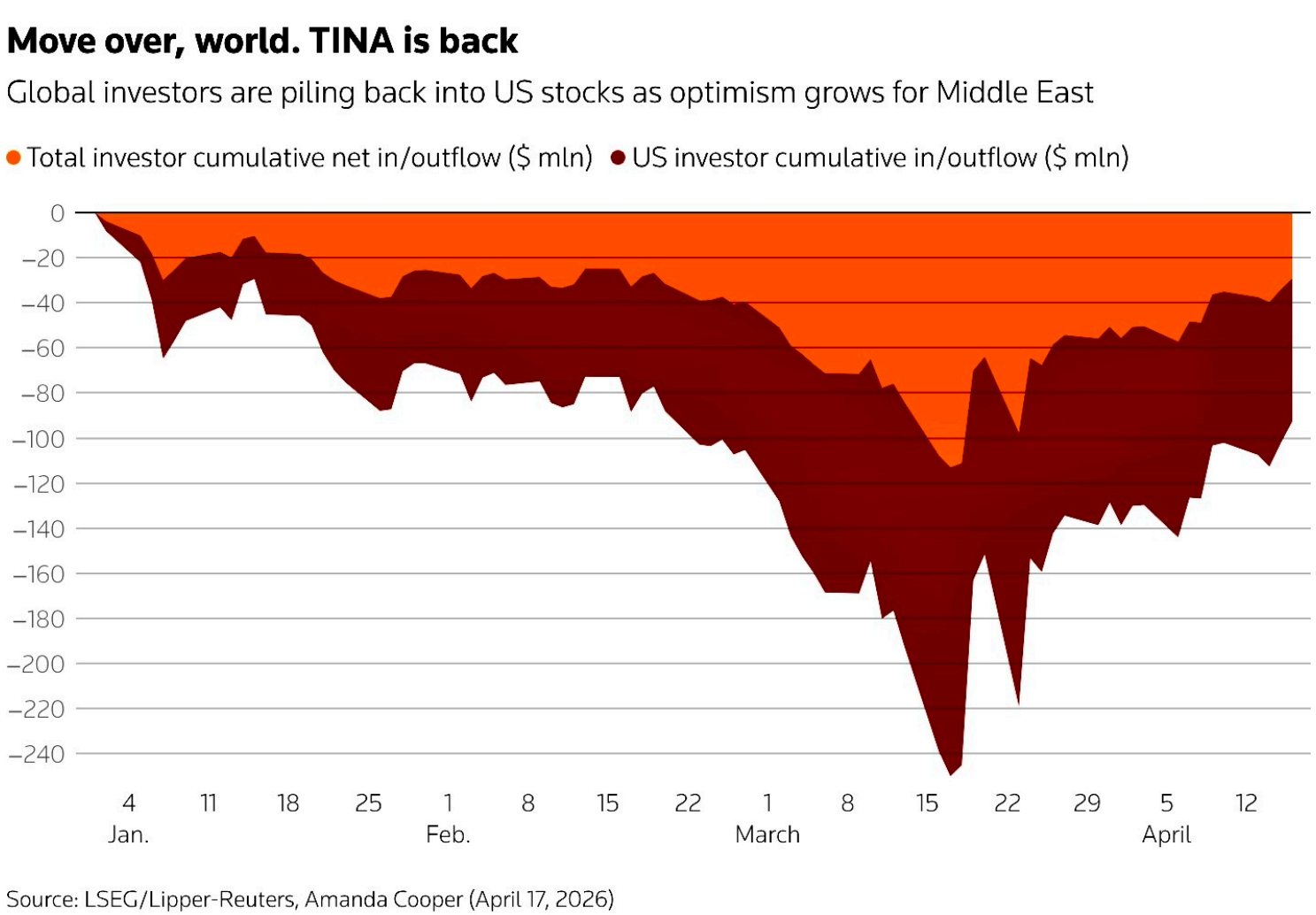
L'OTTIMISMO È RAZIONALE ?

Teoricamente esiste la possibilità che i mercati abbiano ragione di brindare, anche se è giunta a livelli agghiaccianti la dicotomia con l'economia reale: se la guerra porta profitti, nuova liquidità pompata dalle banche centrali e occasioni di sviluppo per l'industria al servizio della macchina bellica, allora la razionalità può giustificare l'ottimismo. In effetti gli USA pare stiano spendendo una cifra vicina ai 2 miliardi di dollari al giorno per alimentare l'enorme dimostrazione di forza in Medio Oriente.



I MULTIPLI DI VALORE SONO ARRIVATI AI MASSIMI DI SEMPRE

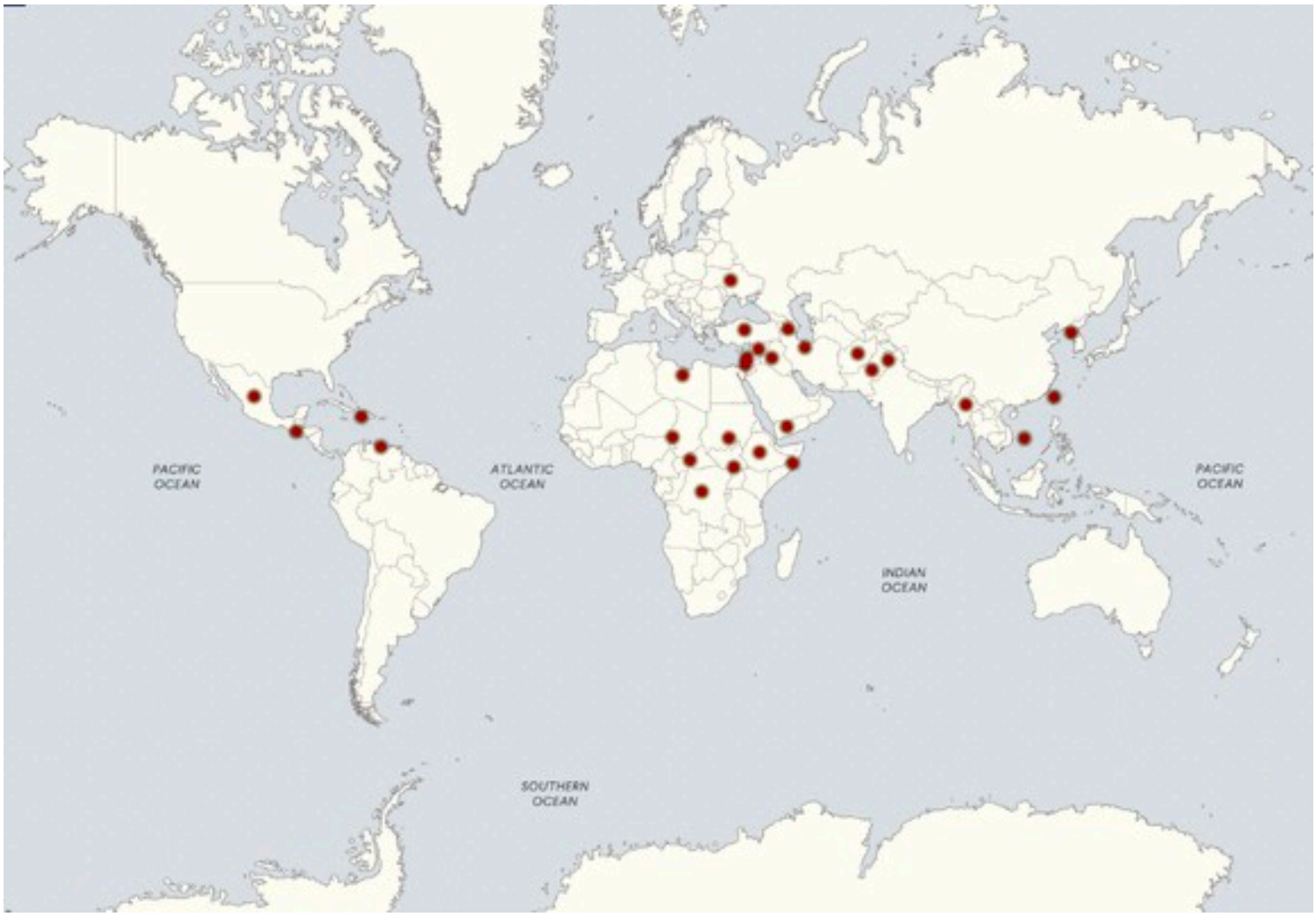
Indubbiamente quella spesa costituisce un ricavo a favore di tutti i numerosi fornitori del Pentagono. Lo stesso vale per il riarmo europeo: è innanzitutto un grosso business. Per non parlare della necessità di spendere (in futuro) una cifra probabilmente vicina ai 40 miliardi di dollari per ricostruire impianti e infrastrutture fino ad oggi distrutti dai missili in tutta la regione: qualcuno dovrà lavorare alla ricostruzione che si può presentare come un grosso business.



T.I.N.A. : THERE IS NO ALTERNATIVE (TO STOCKS)

FIN CHE DURA…

Ma il gioco resta “buono” sintantoché non arrivano troppi morti, troppi feriti (e dunque il collasso del sistema sanitario) e troppe devastazioni, per non parlare dell’opzione nucleare, che resta senza alcun dubbio sullo sfondo di un conflitto che pare volersi soltanto acutizzare. Quando invece si arrivasse a eccedere con i missili (o a interrompere le forniture strategiche per troppo tempo) allora il mondo cadrebbe in un’inflazione incontrollata dei prezzi e, al tempo stesso, in una recessione come non ce la ricordiamo da decenni. Allora sarebbero evidenti dolori per tutti, o quasi. L’Occidente sembra sperare che queste campagne militari restino confinate ai Paesi Emergenti, e non è detto che non abbia in qualche modo ragione, ma il numero di conflitti “regionali” aumenta e le devastazioni che seguirebbero ad uno scontro globale getterebbero il mondo intero in recessione.



FOCOLAI DI GUERRA NEL MONDO NEL 2026

LA GUERRA NON SEMBRA CONCLUDERSI

Inutile dunque (?) continuare a lanciare nuovi allarmi per le settimane che verranno, nelle quali è probabile che le dimostrazioni di forza proseguiranno e che le bombe faranno nuove vittime. Le due narrazioni (quelle della guerra, della scarsità di petrolio e dell'inflazione da una parte e quelle dei maggiori profitti, dell'accresciuta redditività a seguito della maggior produzione di armi, vettovaglie e sistemi tecnologici dall'altra) sembrano destinate a proseguire inesorabilmente su strade parallele. Almeno per il momento.

Stefano di Tommaso