

IL LATO OSCURO

La trinità impossibile del prossimo decennio



A. Allori. Ulisse interroga Tiresia nell' Ade

doloroso, dal quale l'eroe esce con una maggiore consapevolezza del passato, del presente e del futuro.

La catabasi, la discesa agli inferi dell'eroe, è un mitema che attraversa quasi tutte le culture. Il viaggio di Dante nella *Commedia* ha precedenti, tra gli altri, nell'induismo e nelle mitologie mesopotamiche, grecoromane, germaniche e giapponesi. È un viaggio iniziatico, spesso

Le correzioni di mercato, quando non sono una mera formalità tecnica e iniziano a prolungarsi nel tempo, sono un viaggio nel lato oscuro. Alla reazione automatica immediata (non è che una sana correzione, bisogna solo aspettare che passi, è un'occasione d'acquisto) subentra prima il silenzio preoccupato e poi la tormentata messa a fuoco di quegli aspetti della realtà, negativi o critici, che durante il rialzo erano stati prima ignorati e poi dimenticati. In questo senso una correzione seria insegna sempre qualcosa e aiuta a riequilibrare la visione del mondo.

Le vicende degli ultimi giorni, che hanno portato alcuni analisti a profilare una recessione in Cina e nel Regno Unito nonché un avvicinarsi della stagflazione a livello globale e che hanno indotto uomini navigati come Dennis Gartman a parlare di fine del rialzo azionario e di inizio di un bear market, hanno costituito, se non una tempesta perfetta, un allineamento notevole di fattori negativi. Tassi in rialzo, inflazione, caos nelle filiere produttive, caos energetico, paralisi politica negli Stati Uniti e dubbi sugli utili trimestrali di un numero crescente di società hanno permesso di costruire una narrazione alternativa rispetto a quella, ufficiale, che parla di un disordine temporaneo che è più un segno di salute (domanda esuberante, scorte basse) che di malattia.

Per quanto suggestiva, tuttavia, la narrazione alternativa non sembra abbastanza solida. Il rialzo dei tassi è per ora contenuto ed è ben al di sotto di quello che sembrava profilarsi nel primo trimestre. La paralisi politica americana è in via di lenta risoluzione. Il pacchetto bipartisan sulle infrastrutture verrà sicuramente approvato e quello redistributivo (spese e tasse) dei soli democratici verrà ridimensionato da 3.5 a poco meno di 2.5 trilioni. Il debt ceiling sarà oggetto di schermaglie fino a dicembre, ma il suo

innalzamento sarà incluso nella procedura di riconciliazione che permette l'approvazione a maggioranza semplice.

La Cina metterà delle pezze sulla crisi del settore immobiliare e spingerà al massimo il carbone per prevenire una crisi della sua industria pesante. Putin aumenterà le forniture di gas all'Europa. In America la domanda interna, debole da giugno ad agosto, è ripresa in settembre insieme all'occupazione. La correzione di Wall Street, dal canto suo, sembra terminata.



Orfeo esce dagli inferi con Euridice

Dalle vicende dei giorni scorsi è emersa però con più chiarezza una vulnerabilità strutturale sul fronte dell'energia che potrà accompagnarci, con fasi acute e periodi di remissione, per tutto il decennio. Si profila insomma il rischio di quella che, in omaggio a Mundell, potremmo definire una trinità impossibile tra una transizione energetica disegnata male (che chiameremo transizione 1.0), inflazione contenuta e alti livelli di crescita.

Per transizione 1.0 intendiamo un processo in cui l'effetto annuncio e la gara a proclamare obiettivi sempre più ravvicinati di elettrificazione, decarbonizzazione e uscita dal carbone, dal petrolio, dal gas e dal nucleare hanno avviato una *pars destruens* che procede a passo sempre più spedito senza che a una pari velocità proceda la *pars construens* delle fonti alternative e senza una linea chiara su gas e nucleare, le due fonti che dovrebbero garantire di coprirci le spalle mentre ci ritiriamo da carbone e petrolio.

Sembra quasi che il disordinato modello tedesco dell'ultimo decennio sia oggi applicato su scala globale. La Germania, ricordiamo, ha accelerato l'uscita dal nucleare sostituendolo con un mix di rinnovabili e carbone, con il risultato paradossale di non avere ridotto le emissioni e di avere l'energia più cara d'Europa. Su scala globale ci si ritrova alla vigilia dell'inverno non solo con poche scorte di gas ma anche con pochi porti per l'attracco delle gasiere e insufficiente capacità di stoccaggio, quando si sa da sempre che le rinnovabili hanno bisogno del back up del gas perché vento e sole, quando vogliono, si eclissano insieme.



F. Leighton. Il ritorno di Persefone. 1891

I problemi si aggraveranno quando al boicottaggio fiscale e regolatorio del petrolio si unirà quello, formidabile, della finanza. I titoli petroliferi si vendono con un click e basta una seduta del board delle società produttrici per tagliare drasticamente gli investimenti (e avere così il plauso degli analisti, che una volta chiedevano riserve e oggi chiedono cash flow). Ma non basta certo un click per fare sorgere un parco eolico nell'oceano.

Ecco allora profilarsi il rischio della trinità impossibile. Se vorremo mantenere l'inflazione bassa e avere una crescita forte dovremo rallentare la transizione energetica 1.0. Se vorremo avere transizione e bassa inflazione dovremo rallentare la crescita dei settori non legati alla transizione. Se infine

vorremo la transizione e un'alta crescita di tutta l'economia dovremo accettare un'inflazione più alta.

Con una transizione 2.0, meglio disegnata e bilanciata, i rischi di trinità impossibile verranno minimizzati. Valorizzare il gas e il nucleare, ripristinare i contratti di fornitura a lungo termine, accelerare la carbon capture per potere continuare a usare carbone e perfino piantare qualche albero (di gran lunga l'ipotesi migliore come rapporto tra costo e benefici) potrebbero permettere di decarbonizzare e mantenere al tempo stesso l'energia a prezzi ragionevoli. L'alternativa di lasciarne salire molto il prezzo per dare spazio solo alle rinnovabili danneggerebbe l'industria pesante e sarebbe divisiva. Una parte dell'opinione pubblica volgerebbe le spalle alla transizione, un'altra parte, come si è cominciato a sentire in questi giorni, ritornerebbe a invocare la decrescita felice.



A. Scheffer. Orfeo e Euridice

Il caos energetico di questi giorni sarà da benedire se indurrà, come è probabile, un ritorno alla lavagna per rimodulare le priorità della transizione. Arriveranno poi nuovi progressi nello stoccaggio delle rinnovabili, nella fusione nucleare, nell'idrogeno e in chissà che altro e potrà allora iniziare la transizione 3.0. Come dimostrò Popper, tuttavia, il ritmo e la direzione delle scoperte scientifiche e delle loro applicazioni non è mai prevedibile ed è anche per questo che la transizione 2.0 dovrà essere solida e autosufficiente.

Con il rialzo strutturale del prezzo dell'energia i produttori di fossili si manterranno in vita ancora molti anni, ma rimarranno sottovalutati. Alla fine resteranno i produttori statali e poche grandi società quotate che si fonderanno tra loro. I privati piccoli e i grandi più redditizi verranno ritirati dalle borse e saranno una preda interessante per il private equity.

I produttori di rinnovabili avranno ovviamente praterie davanti a sé, ma tenderanno alla sopravvalutazione e dovranno fronteggiare un aumento dei costi. Le società elettriche, dal canto loro, godranno di un ampio sviluppo della domanda ma nel selezionarle andrà valutata l'erraticità o la stabilità delle politiche fiscali e regolatorie nei loro riguardi.

In conclusione, abbiamo evitato in extremis l'avvitamento che l'esplosione dei prezzi dell'energia rischiava di comportare trascinando verso il basso la siderurgia, il cemento, i fertilizzanti, la chimica e, alla fine, i consumi finali. Abbiamo anche evitato la drammatizzazione dello scontro politico americano. È comprensibile che i mercati tirino un sospiro di sollievo e si preparino a esplorare la possibilità di nuovi massimi per fine anno.

Non dimentichiamoci però del viaggio di questi giorni nel lato oscuro. Non dimentichiamoci che esiste, che è strutturale e che, in quanto strutturale, è destinato a ripresentarsi presto o tardi.

Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone. Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (kairos@imagebuilding.it). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

