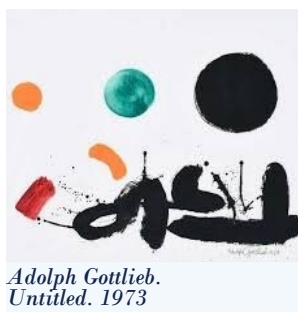


LA STRANA FUGA

Tutto fuorché America, un anno dopo



Adolph Gottlieb.
Untitled. 1973

L'agnizione, spiegano i dizionari, è il disvelamento di un'identità. L'epifania è la manifestazione di una verità.

Nei primi mesi dell'anno scorso i mercati hanno creduto di avere un'agnizione e un'epifania, la prima su Trump e la seconda sull'America. Tutto è cominciato in gennaio, quando l'irrompere di DeepSeek sulla scena ha minato uno dei pilastri dell'eccezionalismo americano, il monopolio assoluto sulle tecnologie del futuro. Se in Cina si mettono a produrre Intelligenza Artificiale di qualità e a costi molto inferiori, che ne sarà, ci si è chiesti, dei multipli elevati della tecnologia di Silicon Valley e delle valutazioni di Wall Street?

L'agnizione è stata invece in aprile, quando Trump, visto da una parte preponderante dei mercati come fattore di spinta alla crescita, è stato invece visto come lo vedevano da tempo i suoi oppositori, ovvero come un fattore di caos e, soprattutto di stagflazione. I dazi, che con il Liberation Day avevano raggiunto il massimo del loro effetto di disorientamento, avrebbero dato il colpo di grazia all'eccezionalismo americano, producendo al tempo stesso recessione e inflazione. La terapia proposta da Trump per curare i mali dell'America e reindustrializzarla, ovvero una massiccia svalutazione del dollaro, avrebbe forse portato nel tempo qualche beneficio per l'America, ma sarebbe stata disastrosa per gli investitori esteri, detentori netti di un'enorme quantità di titoli denominati in dollari.

Un'America bruscamente degradata al rango di comune mortale e improvvisamente soggetta come tutti alle leggi della fisica economica diventava dall'oggi al domani ininvestibile proprio mentre i portafogli avevano appena raggiunto il massimo di esposizione verso di essa. Via di corsa dall'America, divenne dunque la parola d'ordine. Via dal dollaro, ma anche via dai Treasuries e via dal Nasdaq. Quel che più conta, la fuga non doveva essere vista come una rotazione ciclica, ma come l'inizio di un esodo epico e secolare e di una svolta storica.

Questa folgorazione, l'America che da paradiso degli investitori diventava un inferno, è stata nei mesi successivi ridicolizzata dai continui nuovi massimi raggiunti dalla borsa americana (invero da tutte le borse), silenziata

dalla stabilità dei Treasuries e circoscritta al cambio del dollaro, che si è comunque stabilizzato verso l'euro dopo una significativa svalutazione, ha continuato a scivolare lentamente nei confronti del renminbi ma non si è mosso rispetto allo yen e al won.

Un anno dopo, la narrazione della fuga dall'America riprende e corre ancora una volta su due direttrici. Una di queste è di nuovo la valutazione critica nei confronti dell'eccezionalismo tecnologico americano. Gli utili del settore, nel loro complesso, continuano a crescere, ma riaffiorano le perplessità sul modello di business dell'Intelligenza Artificiale. Sono certamente fortissimi i produttori dell'hardware (memorie, data center, materiale elettrico) sui quali si riversano in misura ancora crescente gli investimenti degli hyperscalers. Ci si chiede però quanto a lungo gli hyperscalers potranno continuare a dissanguarsi solo perché i flussi di cassa glielo permettono a fronte di una domanda di mercato che, pur crescendo, rimane piuttosto tiepida.



A. Gottlieb.
Swing. 1958

La seconda direttrice della nuova narrazione della fuga dall'America non corre più sui binari di un'ipotizzata stagflazione che non c'è stata e che al momento è tutt'altro che visibile, ma su quelli del caos geopolitico prodotto e forse perseguito da questa amministrazione e sulla proclamata benevola indifferenza rispetto ai punti di debolezza del dollaro, che ritornano ad affiorare nei confronti di euro, renminbi e, soprattutto, oro. Proprio l'oro, insieme alle altre materie prime industriali, indica il timore opposto rispetto a quello di un anno fa, ovvero quello di un surriscaldamento programmato di tutte le economie e di un accaparramento di materie prime di fronte alle tensioni geopolitiche.



Gottlieb.
Transfiguration. 1958

Volendo pensare strategicamente, dobbiamo chiederci a che punto è il vasto programma di riequilibrio globale della crescita e del commercio che questa amministrazione sta cercando di perseguire. Il disavanzo delle partite correnti americane si è in effetti leggermente ridotto dal 2024 e dovrebbe stabilizzarsi poco sopra il 3 per cento nel 2026, un livello tutto sommato accettabile. La reindustrializzazione dell'America, a parte l'AI, procede però a rilento.

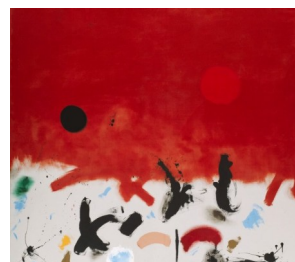
Due cose si possono dire su questo processo. La prima è che non è traumatico perché, a differenza della fase successiva alla svalutazione del 1971, questa volta si è giocato d'anticipo. Se allora c'era una crescente riluttanza del mondo a investire in America e si dovette agire con l'acqua alla gola, questa volta si è trattato di correggere un eccessivo entusiasmo del mondo per il dollaro e per gli asset americani, un po' come nel 1985.

La seconda considerazione è che il riaggiustamento ha finora fermato e solo molto parzialmente invertito i crescenti squilibri generati dal deficit delle

partite correnti americane e dai flussi esteri che lo finanziano comprando asset americani. Questo riaggiustamento, per continuare a non essere traumatico e non comportare un'esplosione dei rendimenti dei Treasuries e una caduta delle borse, richiede una manutenzione costante, fatta di periodiche (e non macroscopiche) svalutazioni del dollaro e di una persistente azione fiscale espansiva di Europa e Asia.

L'obiettivo molto ambizioso è quello di riparare la macchina senza fermarla e mantenendola anzi a velocità sostenuta. È inevitabile che questo processo produca periodicamente sbandate, vuoti d'aria e volatilità dei mercati.

Al momento rimaniamo dell'idea che si debba privilegiare il quadro di fondo rispetto al rumore di superficie. L'esposizione al dollaro va limitata a quello che è necessario per comprare la tecnologia, ricordando che il settore è ben rappresentato anche in Cina a prezzi inferiori. All'interno della tecnologia bisogna poi essere selettivi e fare attenzione ai livelli di indebitamento. La correzione in corso aiuta gli investitori a essere selettivi e le imprese a non sperperare soldi.



Gottlieb.
Primeval.1962

In generale, il mondo cresce a velocità sostenuta e le banche centrali, come ha ricordato ieri Powell, tutto hanno in mente fuorché di alzare i tassi. Luce verde agli investimenti, quindi, ma con velocità limitata.

Alessandro Fugnoli
Strategist

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com



Disclaimer

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.