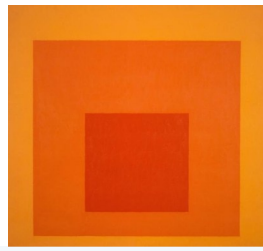


IMPERO DI MEZZO

La centralità della Cina nella fine della guerra e nella corsa all'AI



Josef Albers. *Homage to the Square. RNW IV. 1966*

I mercati azionari hanno raggiunto nuovi massimi con una corsa a perdifiato. Due le ragioni. La prima è che la fine della guerra è sentita come vicina e quasi certa. La seconda è la conferma della prorompente crescita della tecnologia legata all'Intelligenza Artificiale.

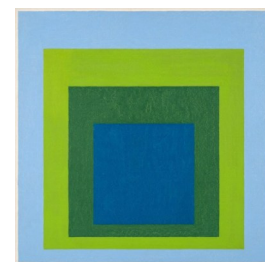
Su entrambe le questioni vorremmo provare a trarre spunti dal ruolo della Cina, sia per la sua centralità nel processo di risoluzione del conflitto nel Golfo sia per il suo costituire un prezioso termine di paragone per valutare il modello di sviluppo della grande tecnologia americana.

Partiamo dalla guerra e da un confronto tra il ruolo che ha avuto il Pakistan nel tentativo di mettervi fine e quello che sta ora avendo la Cina. Il Pakistan, un paese complesso e fragile che si destreggia con una certa abilità tra Stati Uniti, Cina e Arabia Saudita, è stato un mediatore. La Cina può invece essere considerata il terzo protagonista della fase conclusiva della crisi accanto a America e Iran.

La Cina è stata fin dall'inizio parte in causa. Nell'attacco all'Iran, Trump aveva certamente in mente la difesa strategica di Israele come primo punto, ma puntava anche a portare avanti la strategia di contenimento e indebolimento della Cina avviata con la ripresa del controllo sul canale di Panama (che era sotto influenza cinese), con la cattura del petrolio venezuelano (che finiva in Cina) e con la presa di fatto della Groenlandia, volta a intercettare la rotta artica che Pechino intende sviluppare per evitare di essere soffocata a Malacca. Il controllo dell'Iran e del suo petrolio, nelle intenzioni, avrebbe completato l'accerchiamento, togliendo alla Cina non solo un importante fornitore di greggio ma anche un punto di transito essenziale nella rotta terrestre eurasiatica, anch'essa finalizzata a sfuggire alla strozzatura di Malacca.

Per tutto il conflitto la Cina ha mantenuto un profilo basso, continuando a rispettare le sanzioni americane e limitandosi a esortare le parti a trovare un accordo. Ha comunicato le sue linee rosse da non superare (il regime iraniano va lasciato al suo posto, Hormuz deve riaprire in tempi brevi) e ha lavorato dietro le quinte. Nei giorni scorsi ha però picchiato il pugno sul tavolo, così

come fece l'anno scorso quando minacciò la fine delle forniture di terre rare all'America e risolse in un attimo una guerra commerciale che si protraeva da mesi. Questa volta ha da una parte spiegato molto energicamente all'Iran che deve trattare e anche cedere qualcosa, mentre a Trump ha comunicato che non riconosce più il blocco navale. Le prove tecniche di ripresa del conflitto sono quindi cessate d'incanto, il blocco navale è diventato poroso e le trattative sono riprese. L'America ha finto di non vedere le petroliere iraniane che uscivano dal Golfo e l'Iran ha finto di non vedere le navi da guerra americane che vi entravano. Come tocco finale, quasi a infilare un guanto di velluto di riconciliazione sul pugno picchiato sul tavolo, la Cina ha sospeso i finanziamenti alle sue raffinerie che importano il greggio iraniano.

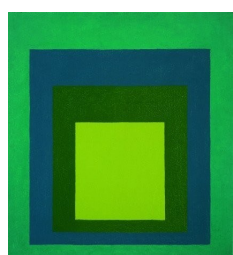


Josef Albers. *Meditations.*
1957

La vera trattativa di pace sarà dunque la settimana prossima, a Pechino, tra Trump e Xi. Fino a quel momento tutto sarà tranquillo e i mercati se ne potranno restare sui massimi. Chi in questi giorni ripete che l'America finge di stare ferma per sferrare a sorpresa un nuovo attacco non capisce che Trump ha un grande rispetto verso la Cina e che un fallimento dell'incontro avrebbe conseguenze molto pesanti non solo per l'economia globale ma anche per il futuro di questa amministrazione.

Iran e America vorrebbero entrambi chiudere il conflitto, ma sono troppo coinvolti per avere la freddezza necessaria. La Cina si assume il ruolo dell'adulto nella stanza (non del mediatore) e ha buone possibilità di riuscita.

Venendo ora alla seconda ragione dell'ottimismo dei mercati, ovvero la forza travolgente dell'AI americana, i risultati delle trimestrali sembrano giustificare sia le valutazioni raggiunte sia l'attesa di progressi praticamente inarrestabili per i prossimi 12-24 mesi.



Josef Albers. *Homage to the Square*

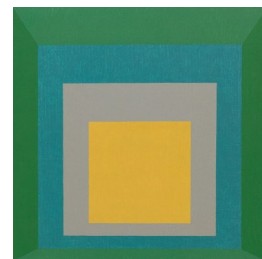
Oggi la capitalizzazione delle società americane collegate all'AI ha raggiunto i 22 trilioni. Vi sono inclusi i laboratori di linguaggi, gli hyperscalers e i fornitori dei semiconduttori e delle attrezzature per i data center. I soli laboratori indipendenti (tra cui OpenAI, Anthropic e la parte di SpaceX dedicata ai linguaggi) valgono più di 3 trilioni e a questi vanno aggiunti quelli incorporati negli hyperscalers, come Gemini.

Proviamo ora a dare un'occhiata alle società cinesi del settore. DeepSeek vale 45 miliardi, Kimi ne vale 20, MiniMax 30 e Zhipu 50. Siamo in totale a meno di un ventesimo della valutazione dei laboratori americani. Si tratta di una differenza ancora più stridente di quella dell'alta tecnologia in generale (5 trilioni in Cina contro 30 in America).

Il ritardo cinese sull'AI è valutato tra i tre e i sei mesi, ma a favore delle società cinesi c'è l'impostazione generale, basata sul modello open source e sull'utilizzo di molti modelli di semiconduttori, rispetto ai quali l'AI cinese si

è resa indipendente da Nvidia. E mentre l’America corre soprattutto nella direzione della potenza di calcolo, la Cina pensa fin da subito alle applicazioni pratiche dell’AI.

Allargando il discorso, uno dei motivi per i quali l’azionario cinese, negli anni, ha avuto risultati deludenti rispetto agli altri mercati è la corsa delle imprese a reinvestire immediatamente tutto il cash flow che riescono a produrre. Poco o niente per i dividendi, poco o niente per i buy back. Gli azionisti, in pratica, si devono accontentare della competitività e del potenziale di crescita della loro società, ma di soldi ne vedono pochi.



Josef Albers.
Apparition

Bene, questo fenomeno è oggi ben visibile negli hyperscalers, che investono ormai la quasi totalità del cash flow in capex. Il free cash flow, quello che resta in casa una volta detratte le spese per gli investimenti, tende velocemente a zero. I mercati guardano la metrica del rapporto prezzo utili e si sentono rassicurati, perché il PE è ragionevole. Se però utilizzassero di più la metrica del DCF, basata sul free cash flow, noterebbero che ne è rimasto poco. Da manuale, questo comporterebbe una valutazione di mercato più bassa, non più alta, come si conviene a un modello di business cinesizzato.

Tirando le somme, con la pace più vicina (anche se non vicinissima) e con i brillanti progressi dell’AI, i mercati hanno le loro ragioni per stare su livelli così elevati. Le ricadute della crisi energetica (che vedremo nei prossimi due trimestri anche se Hormuz venisse riaperto immediatamente) potrebbero però tradursi in una fase laterale per qualche mese. Quanto all’AI, la sua presenza nei portafogli è imprescindibile, ma niente impone che sia indirizzata esclusivamente sul mercato americano quando in giro ci sono società con gli stessi tassi di crescita e con valutazioni molto più basse.

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.