

## IL TEMERARIO

---

Perché il rialzo azionario prova a sfidare tutto e tutti

---



Carlo il Temerario.  
Ritratto del 1460

A guardare come le borse sfidano senza esitazioni tutti i problemi di questa fase così delicata vengono in mente i soprannomi di certi sovrani del Basso Medioevo, da Riccardo Cuor di Leone ad Alfonso il Battagliero, da Giovanni Senza Paura a Filippo III l'Ardito. Su tutti spicca Carlo I di Borgogna, detto il Temerario, un uomo intelligente e ambizioso che provò a fare del suo ducato una grande potenza e quasi ci riuscì prima di morire in battaglia nel 1477.

Appare in effetti temerario, qualcosa tra il coraggioso e l'arrischiato, sfidare la crisi energetica per nulla risolta, l'inflazione al 3.8 per cento, il rischio di rialzo dei tassi, la debolezza dei bond e i segnali di fragilità dei consumi. E sarebbe già notevole, con questi problemi, che l'azionario fosse rimasto stabile e si trovasse ancora sui livelli del 27 febbraio (6878 l'S&P 500) se non fosse che, dopo tre settimane di correzione in marzo, la scelta è stata quella di scalare il cielo (siamo oggi a 7500) e di prepararsi con sicurezza a raggiungere obiettivi ancora più ambiziosi.

Per spiegare questa reazione dei mercati ci sono due ordini di ragioni. Il primo riguarda il fatto che gli elementi negativi sono, almeno per il momento, meno pesanti del previsto. Il secondo è che gli elementi positivi sono circoscritti ma molto potenti e non si limitano agli investimenti e agli utili ma vanno al cuore dell'innovazione tecnologica dell'Intelligenza Artificiale.

Cominciamo dalla crisi energetica, un tema quasi dimenticato al quale i mercati guardano ormai con noia e fastidio. Hormuz è chiuso da 75 giorni, qualche nave riesce ogni tanto a trasportare qualcosa, ma non evita che si debbano ogni giorno attingere 7-8 milioni di barili dalle scorte strategiche (quelle commerciali sono quasi esaurite) e che non si vedano soluzioni imminenti. L'Iran ha affrontato crisi simili in passato e ostenta una mancanza di fretta nelle trattative. Quanto all'America, le sue esportazioni di greggio non sono mai state così alte e stanno producendo un miglioramento della bilancia commerciale (che si traduce automaticamente in una maggiore crescita del Pil). L'aumento del prezzo della benzina comporta certamente un costo politico per Trump, ma a livello complessivo i dollari in più spesi dai consumatori sono più che compensati dai maggiori

---

ricavi delle società petrolifere americane, per cui il gioco, per gli Stati Uniti, è addirittura a somma leggermente positiva.

Quanto all'inflazione, tutto fa pensare che il 3.8 che abbiamo visto in America nei giorni scorsi non rimarrà un caso isolato e che nei prossimi mesi, anche in Europa, potremo vedere livelli tra il 3 e il 4 per cento, ben lontani da quel 2 per cento di obiettivo che le banche centrali ufficialmente continuano a perseguire e che da molti anni non viene più raggiunto. L'inflazione che stiamo vedendo è però di natura relativamente benigna, almeno per il momento, perché si ferma a energia e alimentari e non si propaga ancora ai salari e ai prezzi praticati dalle imprese. In particolare, i servizi continuano a trarre beneficio dalla discesa dei costi per l'abitazione e non mostrano tensioni particolari.



M. Blondel. Riccardo Cuor di Leone. 1841

I salari crescono poco, abbiamo visto, e in un quadro di inflazione in ripresa e di occupazione che non cresce questo si traduce in una perdita di potere d'acquisto e in una pressione al ribasso sui consumi. Se fino all'anno scorso questa pressione è stata compensata dal ricorso ai risparmi o all'indebitamento, quest'anno gli spazi sono ridotti. L'affanno della parte più debole dei consumatori risulta evidente dai livelli di morosità sui prestiti agli studenti, sulle carte di credito (i più alti dal 2011) e sui prestiti auto (i più alti in assoluto). Per ora le fasce medio-alte compensano le difficoltà delle più basse, ma la situazione è da tenere d'occhio.

Infine, il tema dei tassi non intimorisce più di tanto l'azionario. La parte lunga dell'obbligazionario è debole, ma con l'arrivo di Warsh la Fed accelererà la deregulation sulle banche (permettendo loro di comprare più Treasuries) e la collaborazione con il Tesoro. Ricordiamo poi che l'inflazione alta abbassa i tassi reali senza bisogno di faticose ricerche di consenso per tagliare quelli ufficiali, alzando al tempo stesso i ricavi e gli utili nominali delle società.



Filippo III l'Ardito

Venendo al secondo ordine di considerazioni che sostengono l'azionario, oltre al livello di crescita degli utili, che da solo basterebbe a giustificare una parte rilevante del rialzo dei corsi, vorremmo fare qui cenno alla propagazione in varie direzioni della rivoluzione dell'Intelligenza Artificiale.

La prima direzione, ben nota, è quella che va dagli hyperscalers e dai produttori di linguaggi verso i produttori di memorie. Questi, essendo riusciti a non aumentare molto la capacità produttiva, spuntano oggi margini altissimi che, per il momento, non sembrano ancora essere messi in discussione. Quando lo saranno, le valutazioni di mercato si ridimensioneranno, ma per ora sembra più ipotizzabile un rallentamento del rialzo che una sua fine.

Un'altra direzione di propagazione è quella verso alcune glorie della bolla di Internet, come Nokia o Cisco, che dopo un quarto di secolo di purgatorio trovano ora un nuovo spazio come fornitori dei data center.

La terza direzione è la più interessante e ne stiamo vedendo in questi giorni gli effetti impressionanti sulle quotazioni dei titoli coinvolti. Si tratta dell'introduzione su larga scala della fotonica nei data center, un processo che vedremo crescere continuamente nei prossimi anni. Si tratta di sostituire l'elettricità con la luce nella trasmissione dei dati, con il risultato di diminuire i costi energetici e di migliorare la velocità e la potenza di calcolo a parità di semiconduttori impiegati. L'introduzione della fotonica andrà a sostituire progressivamente l'impiego di materiali tradizionali, tra cui il rame, che non avrà comunque troppi problemi perché la domanda continuerà lo stesso a crescere.



V. Vasnetsov. Ivan il Terribile

Un altro aspetto interessante della fotonica è che le società sulla frontiera sono anche, per una volta, europee e non solo americane e asiatiche. Accanto all'Intelligenza Artificiale cinese, di cui abbiamo scritto la volta scorsa, la fotonica è dunque un settore da considerare per quegli investitori che sono rimasti alla finestra sui due grandi cicli precedenti, quello degli hyperscalers e quello delle memorie.

**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.*