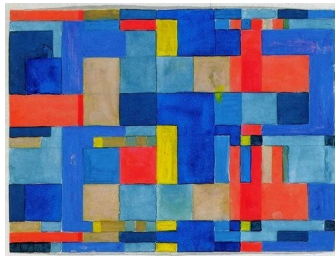


COSTRUTTIVI, NONOSTANTE TUTTO

Crescita e utili tengono, alla fine è questo che conta



Gunta Stolz. 1923

C'è molto fastidioso rumore di fondo in questa fase dei mercati. Ci sono anche autentici pericoli. Sono sufficienti a disegnare uno scenario negativo per gli asset finanziari nei prossimi 6-12 mesi?

Cominciamo dal più importante fattore di rischio, la guerra. Ormai anche i più distratti hanno capito che si tratta di un conflitto senza strategia. Si può chiudere un occhio sull'erraticità, che può anche essere tatticamente utile, ma non ci si può non chiedere quali siano gli obiettivi geopolitici e geoeconomici dell'attacco all'Iran. Ormai si è capito che il cambiamento di regime richiederebbe un impegno militare molto maggiore, con costi e rischi di ogni genere. Sul nucleare appare molto difficile che si riesca a raggiungere un accordo migliore di quello che poteva essere raggiunto con le trattative interrotte bruscamente il 28 febbraio. Quanto a Hormuz, il fatto che prima della guerra transitasse un centinaio di navi al giorno e che oggi ci si ritenga molto soddisfatti per le 10-20 che riescono a passare scortate dagli elicotteri lascia perplessi.

Detto questo, e torniamo alla tattica, la gestione della crisi energetica è stata e continua a essere eccellente, tanto che il greggio si mantiene stabile sotto i 100 dollari, mentre i derivati, inclusi i fertilizzanti, sono da tre settimane in un trend discendente. Il merito va ai gasdotti che permettono di aggirare Hormuz, alla distruzione di domanda in Asia e al ricorso alle scorte strategiche. Un ruolo decisivo va riconosciuto alla Cina, che ha drasticamente ridotto le sue importazioni di greggio e attinge alle sue imponenti scorte, accresciute notevolmente negli scorsi cinque anni a prezzi più bassi degli attuali. Se la Cina scelga questa strada per una mera questione di costi di carico o se cerchi di sostenere il ciclo globale per potere continuare a collocare le sue esportazioni senza incontrare troppo protezionismo è oggetto di dibattito. Il risultato complessivo è comunque che oggi mancano solo 6 milioni di barili al giorno (mentre ancora in aprile ne mancavano 9) rispetto a quello che il mondo aveva a disposizione prima della guerra. Le scorte globali ovviamente continuano a ridursi, ma più lentamente. Le scorte non sono infinite (quelle americane si sono ridotte da

415 a 349 milioni di barili in tre mesi, quando erano il doppio prima del 2022) ma si può ancora andare avanti senza troppi problemi fino all'autunno.

Le tensioni sul petrolio si sono ovviamente ripercosse sull'inflazione globale, inducendo i mercati a passare dall'attesa di tagli dei tassi all'attesa di uno o più rialzi. L'inflazione complessiva è molto alta (sfiora il 4 per cento), ma togliendo energia e alimentari si mostra stabile, come lo è del resto l'inflazione salariale. Siamo anche, dappertutto, in piena occupazione e anche i tre mesi consecutivi di dati forti sui nuovi posti di lavoro in America hanno indotto i mercati a preoccuparsi per i tassi.

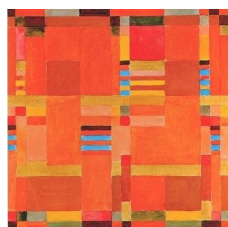


Gunta Stolz. 1925

Tutto vero, ma sull'inflazione potremmo avere visto il picco, mentre sull'occupazione il dato che guarda la Fed è il tasso di disoccupazione, immobile da tre mesi al 4.3. Warsh avrà buon gioco a indicare questo dato per opporsi a un rialzo dei tassi e non avrà nemmeno bisogno, per adesso, di insistere troppo sulla sua tesi sull'intelligenza artificiale come fattore strutturale di disinflazione.

Quest'ultimo tema è più che mai aperto. Il costo in dollari di un token è oggi un centesimo di quello che era un anno fa. D'altra parte, proprio il crollo del prezzo ha fatto sì che sia esplosa la domanda, al punto che la spesa in dollari complessiva per l'AI è in continua crescita. È il paradosso che Jevons aveva notato ai suoi tempi con il carbone. La discesa del prezzo aveva reso economiche così tante applicazioni che la spesa in sterline continuava a salire.

Il mondo dell'AI è in continua effervescenza e le preoccupazioni ricorrenti nel mercato su un possibile rallentamento del suo trend di crescita non hanno per ora nessun riscontro nella realtà. Se c'è una direzione verso cui le stime degli analisti sugli investimenti nel settore vengono continuamente corrette, è verso l'alto. È però anche vero che, prima della recente correzione, le valutazioni di mercato sulle società posizionate sulla frontiera tecnologica cominciavano a scontare ricavi e margini fino al 2030.



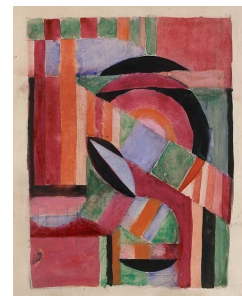
Gunta Stolz. 1929

La correzione in corso nella tecnologia non è dunque dovuta a un deterioramento delle prospettive, bensì alle valutazioni raggiunte e all'aumento dell'offerta di titoli sul mercato primario, sia attraverso i nuovi grandi collocamenti sia attraverso aumenti continuativi del numero di azioni in circolazione. La tecnologia aveva abituato il mercato a dosi ampie e crescenti di buy back che sostenevano il corso dei titoli. Ora il fabbisogno di fondi per gli investimenti è tale che i buy back vengono tagliati, mentre cresce il ricorso a nuovo debito e nuova equity. Tutto questo pesa sulle quotazioni, ma è più segno, per ora, di grandi ambizioni piuttosto che di cattiva salute.

Abbiamo cercato di mostrare come i problemi su cui i mercati si arrovellano sono veri, ma non tali da mettere in discussione l'impostazione generale di un inflationary boom su cui sono basate molte strategie per il 2026. Queste

strategie partono dall'idea che la crescita globale, per quanto indebolita dalla guerra, continua a essere positiva, con punti di forza particolare negli Stati Uniti, notoriamente autosufficienti sul piano energetico. Anche i paesi importatori di energia avranno una crescita accettabile, come ha ricordato oggi Christine Lagarde per l'Europa, o buona, come la Cina. Perfino l'Iran devastato dalla guerra limiterà la contrazione per quest'anno del suo Pil, secondo l'IMF, al 6 per cento, molto meno di quanto ebbe a perdere l'Ucraina nel primo anno di guerra.

Ma non è solo la crescita che tiene, sono soprattutto gli utili a fornire ai mercati una rete di protezione contro cadute eccessive. In America la crescita degli utili sta andando meglio delle già rosee previsioni di inizio anno e per il 2027 le previsioni sono ancora migliori. Non dimentichiamo che, oltre che sulla crescita generale dell'economia, superiore al 2 per cento, le società possono contare a partire da quest'anno su sgravi fiscali importanti (tra cui nuove regole per gli ammortamenti dei nuovi investimenti) e su una deregulation costante per via amministrativa.



Gunta Stolz.
Composizione

In conclusione, una fase di consolidamento per le prossime settimane è da vedere come salutare. La tecnologia, del resto, procede sempre per ondate rialziste cui seguono fasi di correzione. Il tempo di queste fasi di correzione può essere ben speso andando a cercare occasioni nei settori tradizionali e nelle geografie finora messe in ombra dall'AI americana.

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.