

QUATTRO MESI

Il petrolio vale come prima della guerra, tutto il resto è cambiato



Anni Albers.
Disegno per tappeto. 1925.

Nei quattro mesi seguiti all'attacco a sorpresa all'Iran del 28 febbraio i mercati hanno vissuto il dramma reale della guerra trasformandolo in uno psicodramma. Si è parlato della più grave crisi energetica di tutti i tempi, di petrolio avviato verso i 150-200 dollari, di drammatiche ripercussioni sui derivati del greggio (tra cui i fertilizzanti), di una recessione globale, di alti livelli di inflazione che avrebbero costretto le banche centrali ad alzare i tassi per non perdere il controllo della parte lunga della curva dei rendimenti, di default sovrani inevitabili in paesi emergenti importatori di greggio.

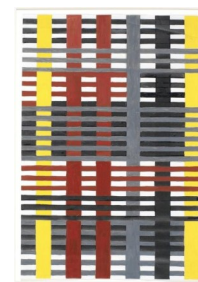
Non sono stati discorsi insensati se non per il fatto di avere trascurato la volontà politica da parte di America e Cina di attingere aggressivamente alle scorte strategiche, al punto di essersi avvicinati pericolosamente, in America, al loro esaurimento.

Sia come sia, il prezzo spot del greggio era di 67 dollari il 27 febbraio, il giorno prima della guerra, ed è di 69 dollari oggi, praticamente invariato. Perché allora tutti gli altri prezzi rilevanti per i mercati sono oggi su livelli così diversi rispetto a prima della guerra?

Il dollaro era a 1.18 contro euro e oggi è a 1.13. L'oro valeva 5280 dollari l'oncia e oggi ne vale solo 4010. Il Treasury decennale americano rendeva il 3.96 e oggi rende il 4.40. Per non parlare dell'azionario, con l'SP 500 salito da 6908 a 7420, mentre in Europa il Dax è sceso da 25300 a 24900. Se l'economia, come si usa dire, è trasformazione di energia e se il petrolio, da un secolo, è la stella intorno alla quale ruotano i pianeti di tutte le attività economiche, come mai vediamo questa perturbazione delle orbite planetarie intorno alla stella ritornata fissa?

Per dollaro e oro c'è una possibile ragione comune. Questa ragione non è la fuga verso i beni rifugio e di qualità, che potrebbe spiegare la forza del dollaro ma non spiega certamente la marcata debolezza dell'oro. La causa che può invece spiegare entrambe è lo stress cui è sottoposto il sistema. Pensiamo ai paesi emergenti dell'Asia e in particolare ai paesi del Golfo. Negli anni scorsi hanno accumulato oro con le loro esportazioni. Ora, nel giro di poche settimane, si sono trovati a esaurire le loro scorte di greggio o, nel

caso dei paesi del Golfo, a vedere danneggiate le loro installazioni produttive. A conflitto terminato, devono tornare a offrire energia alle loro industrie e ai consumatori e, nel caso del Golfo, devono ripagare agli Stati Uniti i costi della guerra e riattivare gli impianti. Vendono quindi oro per comprare dollari che serviranno per la ricostruzione. Dal lato americano, va aggiunto, il dollaro forte serve anche ad abbassare l'inflazione alla vigilia del voto di novembre.



Anni Albers
Disegno. 1926.

Quanto ai bond, se i loro rendimenti sono saliti quando il petrolio stava a 100 dollari, perché, ora che il petrolio è tornato indietro, scendono poco e si mantengono ampiamente sopra i livelli di febbraio? Una ragione è il premio per il rischio. Il petrolio spot è risultato esclusivo di domanda e offerta di fisico in questo momento. I bond possono invece esprimere cautela per il futuro e in particolare per un'eventuale ripresa del conflitto. Una seconda ragione è la forza del mercato del lavoro negli ultimi tre mesi. Qui è però

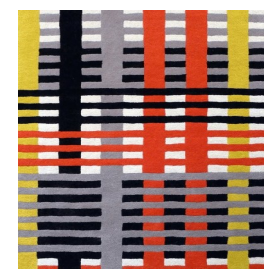


Anni Albers.
Nero, bianco, giallo.
Tappeto a parete. 1926.

possibile che questa forza sia sovrastimata. Il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti, nonostante la creazione di un ampio numero di nuovi posti di lavoro, è infatti rimasto invariato. Una terza ragione è che i mercati hanno una naturale diffidenza verso i nuovi governatori della Fed e vogliono verificarne le credenziali antinflazionistiche mantenendosi sulla difensiva. Con il passare dei giorni queste tre ragioni perderanno gradualmente forza. Con l'erosione del premio per il rischio i corsi obbligazionari avranno quindi spazio per un ulteriore recupero.

La differente performance delle borse europee rispetto all'America si spiega con due ragioni, petrolio e AI. L'America esporta greggio, l'Europa lo compra dall'America. Quanto all'AI, l'Europa è così indietro che ha di fatto rinunciato all'idea di crearsi una filiera autonoma e ha firmato nei giorni scorsi la Pax Silica, aderendo agli standard americani.

La crisi energetica ha tolto mezzo punto alla crescita europea, che la Commissione stima ora per quest'anno allo 0.9. Non ha invece tolto nulla alla crescita americana, che nel primo trimestre è stata del 2.1 annualizzato e che nel secondo e terzo accelererà ulteriormente.



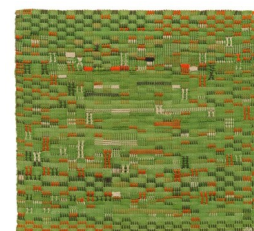
Anni Albers
Tappeto Bauhaus. 1926.

Per quanto strutturalmente meno brillanti, le borse europee vanno meglio di Wall Street quando le valutazioni della tecnologia americana vengono riviste al ribasso. Durante la guerra è però successo il contrario. Gli utili della tecnologia hanno sorpreso al rialzo e hanno prodotto un'ulteriore divergenza. Ma tutto è in movimento e dopo il forte strappo delle scorse settimane il mercato è per ora sazio di tecnologia e considera opportunità alternative di rotazione.

Vediamo ormai da anni questa dinamica. I titoli tecnologici salgono, poi salgono troppo e si fermano o arretrano un po', lasciando spazio al resto. Poi riprendono a salire e il ciclo ricomincia. Alla distanza, nonostante le fasi di consolidamento, sono sicuramente vincenti.

La domanda, in questa fase di consolidamento laterale, è se lo spazio strategico per l'AI sia ancora così ampio o se sia invece sensato cominciare a scommettere su un rallentamento della crescita e su uno sgonfiamento della bolla.

La risposta è difficile perché da una parte la crescita dell'AI continua più tumultuosa che mai ma, dall'altra, è proprio la sua forza e rapidità che crea problemi e strozzature lungo la filiera. È la potenza di Fable 5 e di Mythos 5, non certo la loro inefficacia, che suscita timori legati alla sicurezza nazionale. È la domanda incredibile di memorie che provoca aumenti vertiginosi dei loro prezzi, alzando i costi per gli hyperscalers, che devono sempre più ricorrere all'indebitamento per continuare a finanziare i loro progetti.



Anni Albers.
Pasture. 1958

E d'altra parte i produttori di memorie, che ora navigano nell'oro, non sono vulnerabili per le ragioni spesso citate dal mercato, ovvero per l'imminente aumento dell'offerta da parte dei produttori cinesi. Anche questa offerta aggiuntiva verrà infatti assorbita senza problemi, almeno in un primo tempo. I rischi veri vengono semmai da un ridisegno dell'architettura delle memorie e delle loro connessioni con le GPU, un tema su cui si sta lavorando alacramente, tanto in America quanto in Cina.

L'AI non farà eccezione alla regola per cui i grandi cicli di innovazione hanno una durata finita, ma sembra ancora essere nella sua fase ascendente. Lo stesso vale per le valutazioni del settore. Per ora il mercato si sta concentrando sulle strozzature, ma prima o poi sposterà l'attenzione su chi scoprirà il modo di superarle.

In sintesi, sosta temporanea per la tecnologia, spazio di recupero per tutto il resto.

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.