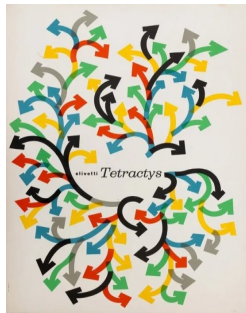


LA ROTAZIONE BLOCCATA

Il riaccendersi del conflitto nel Golfo mette i mercati in attesa



Giovanni Pintori.
Pubblicità Olivetti
Tetractys. 1956

Nemmeno le lampade a petrolio che ammiriamo la sera sui ponti di Parigi andavano a petrolio, bensì a cherosene. Il petrolio, da solo, ha usi molto limitati perché corrode, è altamente infiammabile e pericoloso e ha un alto impatto ambientale. Per questo sono state inventate le raffinerie, che ci forniscono i derivati del greggio, quelli che usiamo sul serio.

A parte gli specialisti del settore, quasi tutti, nei mercati finanziari, hanno sullo schermo, quando ce l'hanno, il prezzo del greggio, non quello dei derivati. Guardandolo in queste ore di riaccelerazione del conflitto nel Golfo, viene da stare abbastanza tranquilli. La scadenza più vicina era il 27 febbraio, il giorno prima dell'attacco all'Iran, a 67 dollari. Oggi è a 73, non una grande variazione. Abbiamo visto di peggio nelle settimane passate e possiamo quindi non rivedere la nostra percezione su crescita, inflazione, tassi, bond e azioni.

Se però andiamo a guardare il prezzo della benzina americana, vediamo che il 27 febbraio la scadenza più vicina quotava 208, mentre oggi quota 312, il 50 per cento esatto in più. Lo stesso, più o meno, per molti altri derivati.

Non è vero, dunque, quello che abbiamo pensato dopo la firma del memorandum d'intesa tra Stati Uniti e Iran e cioè che tutto stava rapidamente tornando alla normalità. Le raffinerie, di certo, ne sono ben lontane. Oltre a quelle danneggiate tra marzo e aprile nel Golfo, ci sono le migliaia di droni che ogni settimana vanno ad attaccare quelle russe, che ora hanno una capacità produttiva dimezzata. Al punto che la Russia il petrolio che non può più impiegare nella raffinazione lo esporta (contribuendo a creare l'idea di un mercato globale sommerso dall'offerta di greggio) mentre importa dall'India i prodotti raffinati che non riesce più a produrre in casa (contribuendo a tenere alti i prezzi globali dei derivati).

Rispetto al 27 febbraio, il quadro è poi profondamente diverso per quanto riguarda le scorte di petrolio, alle quali abbiamo attinto aggressivamente durante la prima fase della guerra. Oggi, se il conflitto ricomincia davvero, il mondo parte da scorte basse. È vero, ci sono quelle cinesi, che nessuno sa esattamente a quanto ammontino e che però danno la sensazione di essere

molto ampie. Dipendere dalla Cina per il greggio è come dipendere per le terre rare, significa cioè dare alla Cina un potere contrattuale importante che verrà fatto pesare al momento opportuno.

Quanto alla ripresa del conflitto, tutte le ipotesi sono lecite. Danny Citrinowitz, un autorevole analista israeliano, sottolinea la mancanza di strategia da parte americana e la sottovalutazione della volontà iraniana di non rinunciare ai propri interessi strategici. In pratica, dice, o si concede davvero qualcosa all'Iran, o si porta il conflitto a livelli rischiosi, o si trascina un conflitto intermittente che rischia comunque di sfuggire di mano.



G. Pintori.
Depliant Olivetti

Osservata dai mercati, la ripresa delle ostilità viene per ora vista come un déjà-vu. Non c'è l'effetto shock e per di più sappiamo che da Trump si possono sempre aspettare improvvise svolte distensive, che scoraggiano la costruzione di un portafoglio troppo difensivo e incoraggiano probabilmente una certa complacency.



Giovanni Pintori.
Numeri. 1949 .

Ci siamo soffermati sul Golfo perché la riacutizzazione del conflitto prende in contropiede il movimento di rotazione che si stava avviando sui mercati. Il malessere riemerso sull'AI americana stava infatti incoraggiando quasi tutto il resto, dalla tecnologia americana non AI (come le biotecnologie), ai finanziari, alla borsa tedesca galvanizzata per il nuovo pacchetto fiscale, al Giappone, agli emergenti, alla Cina e all'oro.

Una parte significativa delle mete di questa rotazione, tuttavia, è costituita da paesi importatori di greggio che verrebbero ovviamente danneggiati da un nuovo ciclo di rialzo. Per questo, al momento, i mercati sono in standby. La rotazione, in caso di notizie rassicuranti dal Golfo, è pronta a riprendere, ma per ora è sospesa.

Sul perché il sentiment verso l'AI si sia deteriorato si potrebbe dire molto. Il posizionamento nel settore, elevato anche nei portafogli di chi è scettico verso l'AI, crea vulnerabilità. Quando il posizionamento elevato si unisce a valutazioni estese è normale diventare ipersensibili rispetto a qualsiasi ipotesi negativa. Al punto che, come abbiamo visto in gennaio, anche se i dati effettivi comunicati dalle società battono le previsioni, i titoli possono scendere lo stesso, magari perché non le hanno battute di più. Se poi il trimestre successivo, come abbiamo visto in aprile, conferma il buon andamento, allora l'entusiasmo ritorna e porta a nuovi eccessi.



Giovanni Pintori.
Numeri. 1958

Oltre ai fattori interni di mercato ci sono però anche inevitabili crepe che emergono qua e là in un imponente edificio, quello dell'AI, costruito così velocemente. I conflitti intestini al settore non sono certo una novità, ma gli attacchi di questi giorni ai produttori di linguaggi da parte di Karp, Ceo di Palantir, sono particolarmente duri. Karp li accusa di farsi pagare

profumatamente i token dai clienti che intendono adottare l'AI nei processi aziendali, per poi derubarli dei dati interni e del know how proprietario. Dati e know how dell'azienda cliente vengono infatti riversati nelle nuove app che i produttori di linguaggi immettono sul mercato presentandole come proprie. In questa luce i modelli cinesi open source, che costano molto meno e permettono alle aziende di farsi tutto in casa senza il rischio di disseminare dati, appaiono ancora più interessanti.

Anche l'idea lanciata da Altman di regalare al governo una quota azionaria dei produttori di linguaggio e degli hyperscalers desta perplessità. Viene presentata come un modo per socializzare i profitti promessi e per creare consenso intorno all'AI, ma può anche essere il precursore della socializzazione delle perdite attraverso future nazionalizzazioni totali o parziali nel caso le cose non vadano per il verso desiderato.

Segnaliamo infine le difficoltà del modello basato sulla forza bruta della potenza di calcolo (e non su miglioramenti dell'architettura generale dell'AI). Avvicinare le risposte dell'AI a un'esattezza del 100 per cento (o dedicarla a problemi più complessi) ha un costo che sale esponenzialmente e rende l'AI antieconomica per molte applicazioni. Si scopre in pratica che, per certe funzioni, gli umani costano meno dell'AI.



Giovanni Pintori
Olivetti Elettrosomma

Alcune risposte a questi problemi sono forse già in gestazione. La potenza di calcolo avrà in un futuro prossimo costi certamente più bassi, ma occorrerà aspettare per vedere se questo riuscirà a rendere conveniente un salto di qualità nelle applicazioni dell'AI. I cinesi, dal canto loro, sembrano specializzarsi nel lavoro a monte della potenza di calcolo, ovvero nel disegno generale dell'AI, e periodicamente sorprendono con innovazioni interessanti.

Gli stessi cinesi, tuttavia, sono al lavoro per aumentare massicciamente l'offerta di semiconduttori, minando in prospettiva il pricing power dei produttori coreani, taiwanesi e americani, fino a tempi recenti protagonisti di un memorabile rialzo.

Come si vede, siamo in un quadro molto complesso. Con una crescita americana che continua a viaggiare sopra il 2 per cento, i soldi non vogliono uscire dall'azionario globale. Se escono da un settore, è per posizionarsi su un altro. Sarà il Golfo a dirci in quale direzione.

Alessandro Fugnoli
Strategist

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.

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

