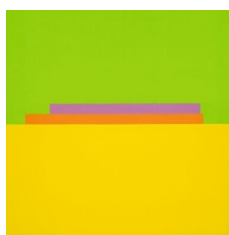


I SOLITI SOSPETTI

È di nuovo tempo di rotazioni



Marc Vaux.
Spanner

Alla fine di ogni trimestre molti investitori istituzionali hanno la buona abitudine di ribilanciare il loro portafoglio. Se ad esempio nei tre mesi precedenti l'azionario è salito di peso e l'obbligazionario è sceso rispetto all'allocazione di riferimento, vendono una parte dell'azionario e comprano bond.

Alla fine di settembre il ribilanciamento non c'è stato. Stare al rialzo sull'AI e al ribasso sui bond è evidentemente sembrato un trade così sicuro, redditizio e destinato a prolungarsi che opporsi al vento della storia per rispettare qualche regoletta è apparso futile e dannoso per la performance.

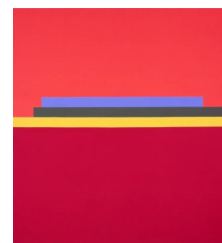
Non si vuole qui negare che il vento della storia vada verso la diffusione dell'AI e verso una lunga fase, apertasi alla fine del 2020, di rendimenti obbligazionari nominali e reali elevati. Si osserva semplicemente che queste grandi tendenze non sono mai lineari e che è fisiologico e sano che un mercato si fermi ogni tanto per fare il punto, prendere fiato, correggere gli eccessi e porsi delle domande.

Ecco allora che il ribilanciamento lo si fa ora, con due settimane di ritardo. Si vendono i comparti considerati più fragili dell'AI e si corre a ricomprare quei bond che fino a ieri erano considerati avviati a un pericoloso avvvitamento. Lo si fa un po' alla cieca, senza avere idea degli utili della tecnologia che usciranno a fine mese e senza dare peso ai dati sull'inflazione che, proprio in questi giorni, stanno uscendo sopra le previsioni.

Nell'AI le vendite, oltre che sui produttori di memorie, si concentrano su uno dei soliti sospetti, il comparto dei neocloud. I soliti sospetti sono quei settori della tecnologia che quando l'AI si interroga sulla sostenibilità economica del suo modello di business o in quella delle sue valutazioni di borsa (come è successo nel novembre 2025, o nel febbraio di quest'anno) vengono attaccati senza pietà. Si ricorderà, accanto ai neocloud sempre venduti nei momenti di paura, la software apocalypse di febbraio. La caduta avvenne quando Anthropic annunciò la fine imminente delle società di software, la cui sostituzione da parte dell'AI era ormai pronta. Oggi il settore del software è tornato in borsa sui massimi storici non perché l'AI abbia deluso, ma perché gli utili del software continuano a salire e perché prevale

oggi (domani chissà) l'idea che l'AI potenzierà i soggetti del settore senza sostituirli.

Quanto ai neocloud, quelle società piccole e medie che noleggianno GPU e offrono potenza di calcolo a un prezzo più basso degli hyperscalers, quello che periodicamente fa paura è l'azzardo dei loro enormi investimenti, basati prevalentemente su debito.



Marc Vaux.
Union Brand. 1965

Ora è vero, all'aggressività di un modello di business corrisponde un elevato grado di rischio. Dobbiamo però intenderci. Il rischio di questo settore è più finanziario che industriale. Non si può cioè escludere che qualche soggetto che ha assunto troppo rischio si veda un giorno costretto a ristrutturare il suo debito o a uscire di scena. Non è però la loro attività industriale a essere in discussione, perché la loro potenza di calcolo verrà, nel caso, prontamente rilevata da soggetti più forti.

Più in generale, i mercati si stanno rendendo conto che la grande macchina dell'AI, pur continuando a diventare sempre più rilevante di qui al 2030, si troverà a decelerare rispetto al 2026, un anno eccezionale. Si possono prendere come riferimento gli investimenti degli hyperscalers, che continueranno a crescere, ma via via più lentamente. Quest'anno, rispetto al 2025, passeranno da 300 a 750 miliardi ma nel 2027, pur con un balzo a 1050, il ritmo di crescita scenderà. E ancora di più lo si vedrà nel 2028, se le stime attuali di 1150 miliardi si riveleranno corrette.

Questa decelerazione avrà ricadute a cascata in primo luogo sulla crescita degli utili, che l'anno prossimo sarà ancora forte ma in rallentamento, e, in secondo luogo, sul Pil americano, che rallenterà leggermente. A livello globale l'accelerazione dell'Asia nel 2027, secondo le stime del Fondo Monetario, dovrebbe però più che compensare la modesta decelerazione prevista per i paesi occidentali, tanto da portare la crescita globale dal 3.1 al 3.4.



Marc Vaux.
Untitled. 1965

Qui va notato che l'IMF circoscrive gli effetti della guerra nel Golfo al 2026. Una ripresa del conflitto, ora congelato in vista delle elezioni di midterm, non può però essere esclusa e i suoi possibili effetti sul prezzo del petrolio e dei derivati, visto il basso livello delle scorte, sono forse sottovalutati.

Il rallentamento della crescita dell'AI coinciderà probabilmente con una politica monetaria meno accomodante, soprattutto se il prolungarsi della guerra manterrà alto il prezzo dell'energia. Ci sarà verosimilmente, in caso di vittoria democratica in novembre, anche un orientamento ad alzare la pressione fiscale sulle imprese. Questo porta a dire che il rialzo azionario, pur avendo ancora spazio, sarà più lento e irregolare a meno che la guerra non termini per davvero.

Ci sono molte incognite, come si vede, ma ci sono anche alcune certezze positive. I massicci investimenti per l'AI e per il riarmo continueranno. Sono già decisi e difficilmente ci saranno sorprese negative su questo lato. Dal

canto loro, le politiche monetarie meno accomodanti potrebbero produrre effetti positivi per i bond lunghi. Sarebbe l'esatto contrario di quello che è successo negli ultimi due anni, che hanno visto la Fed ridurre i tassi e la parte lunga della curva perdere progressivamente terreno.

Le certezze positive inducono a rimanere investiti nella prossima fase. Le variabili che nessun gestore può avere sotto controllo, come quelle geopolitiche, spingono a diversificare verso i produttori di energia, i settori non direttamente legati all'AI e i paesi emergenti, in particolare i produttori di materie prime.



Marc Vaux.
Item Series. 1969

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.