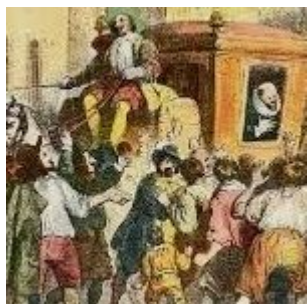


ADELANTE PEDRO, MA CON JUICIO !



La famosa frase tratta dal capitolo XIII dei Promessi Sposi di Alessandro Manzoni, è pronunciata a mezza voce dal grand cancelliere di Milano Antonio Ferrer, rivolgendosi al cocchiere, mentre procede in carrozza in mezzo alla folla urlante. Pare esplicitare bene la strana situazione: l'esigenza di agire, nonostante la situazione critica, sembra attagliarsi perfettamente a chi osserva i mercati finanziari in questo momento, orientati al rialzo da un quadro strutturale globale che continua a migliorare, ma sempre più esposti al rischio che l'eccesso di ottimismo generale ceda il passo all'indulgenza, dopo che ancora una volta la scorsa settimana le borse di tutto il mondo hanno continuato a ostentare nuovi massimi storici.

FINO AD OGGI LE CORNACCHIE HANNO AVUTO TORTO

Bisogna anche notare che fino ad oggi sono invariabilmente rimasti a bocca asciutta tutti i numerosissimi uccelli del malaugurio (tra i quali nomi famosi come Ray Dalio o Warren Buffett) che continuano a evocare un crollo dei mercati finanziari, rimanendone però immancabilmente delusi (come si può leggere nel grafico qui sotto riportato dall'andamento delle quotazioni della principale borsa del pianeta nell'ultimo anno):



Certo, c'è un limite a tutto, e gli eccessi delle borse non possono non lasciarci sempre più perplessi, ma tant'è: Wall Street continua a segnare altri record e la relativa volatilità delle quotazioni continua a giacere vicino ai minimi di sempre.



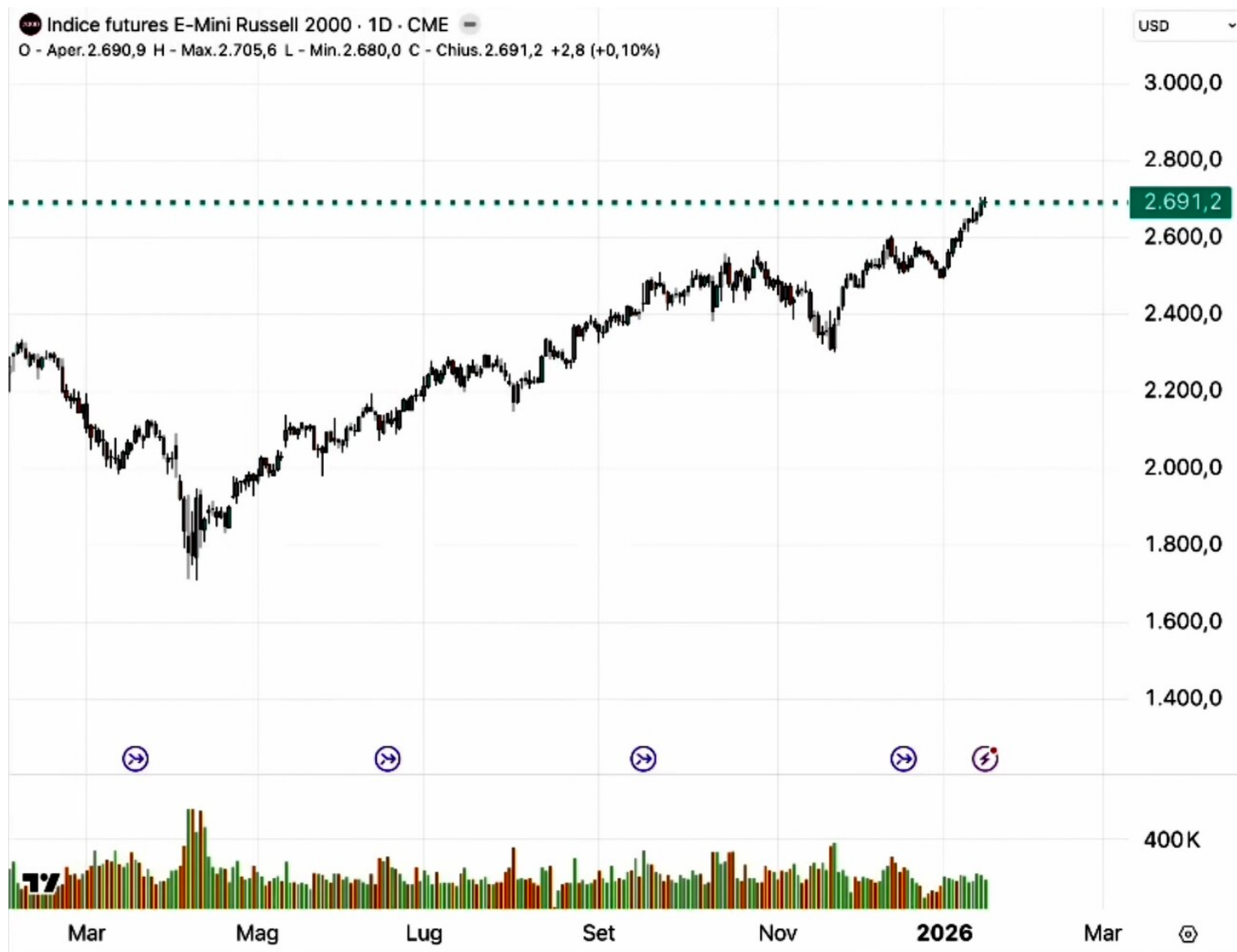
LA LOCOMOTIVA AMERICANA

E, in effetti, con le ultime statistiche macroeconomiche, quell'ottimismo potrebbe sembrare sia stato fino ad oggi ben riposto. Le più recenti rilevazioni danno un quadro infatti molto positivo e lasciano sperare che la "locomotiva americana" possa addirittura tornare a trainare l'intera economia globale, tanto per la forza della domanda interna di beni e servizi, quanto per l'impressionante crescita della produttività dell'industria, probabile conseguenza della necessità di remunerare di più una forza lavoro che (non solo in America) subisce sempre meno la concorrenza dell'immigrazione clandestina (cosa che tuttavia limita la crescita dell'occupazione, se questa tende a costare di più) così come è anche probabile che ciò dipenda anche dal progressivo allargamento a macchia d'olio dell'utilizzo dell'intelligenza artificiale.

I TITOLI "VALUE" VENGONO PREFERITI

Gli investitori però hanno sempre più paura. Nell'ultimo mese i colossi delle tecnologie hanno performato meno delle piccole e medie aziende americane che vengono raggruppate

sotto l'indice Russell 2000 (qui riportato) sulla convinzione di trovare più valore in azioni di aziende americane piuttosto sottovalutate :



E IL DOLLARO NON È CROLLATO (COME CI SI POTEVA ATTENDERE)

Non c'è dunque da stupirsi se il cambio del Dollaro addirittura si rafforza (e non soltanto contro l'Euro).

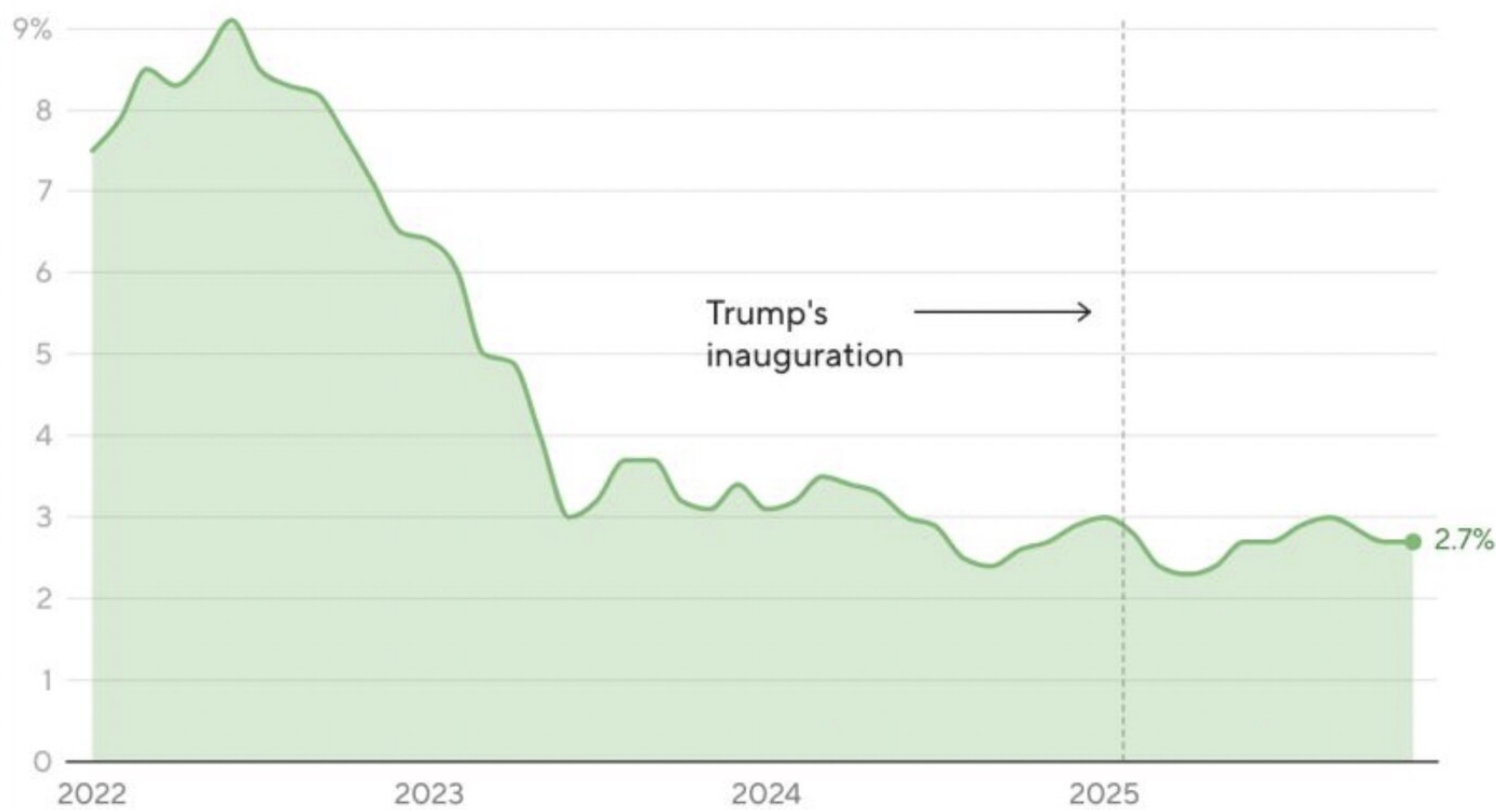


L'INFLAZIONE NON È RISALITA (MA I TIMORI RESTANO)

L'inflazione dei prezzi al consumo resta bassa e vicina al tasso obiettivo del 2% negli USA (come si può vedere dal grafico sotto riportato, mentre in Europa è scesa oltre), nonostante la crescita dei salari e probabilmente a causa della crescita della produttività, (passata dal 2% del 2024 al 3% nel 2025). Uno scenario macro decisamente accattivante che i media sembrano non aver troppa voglia di raccontare per non dare soddisfazione a Donald Trump (molti sperano ancora nel suo impeachment dopo le elezioni) ma che al tempo stesso pare configurarsi in modo davvero positivo e che si sposa perfettamente con i nuovi massimi raggiunti dai listini azionari, anche perché in tale situazione le aspettative relative ai profitti aziendali restano buone.

The chart below tracks year-over-year inflation, comparing prices each month to the same month a year earlier. While overall inflation has eased from its 2022 peak, many household costs remain elevated.

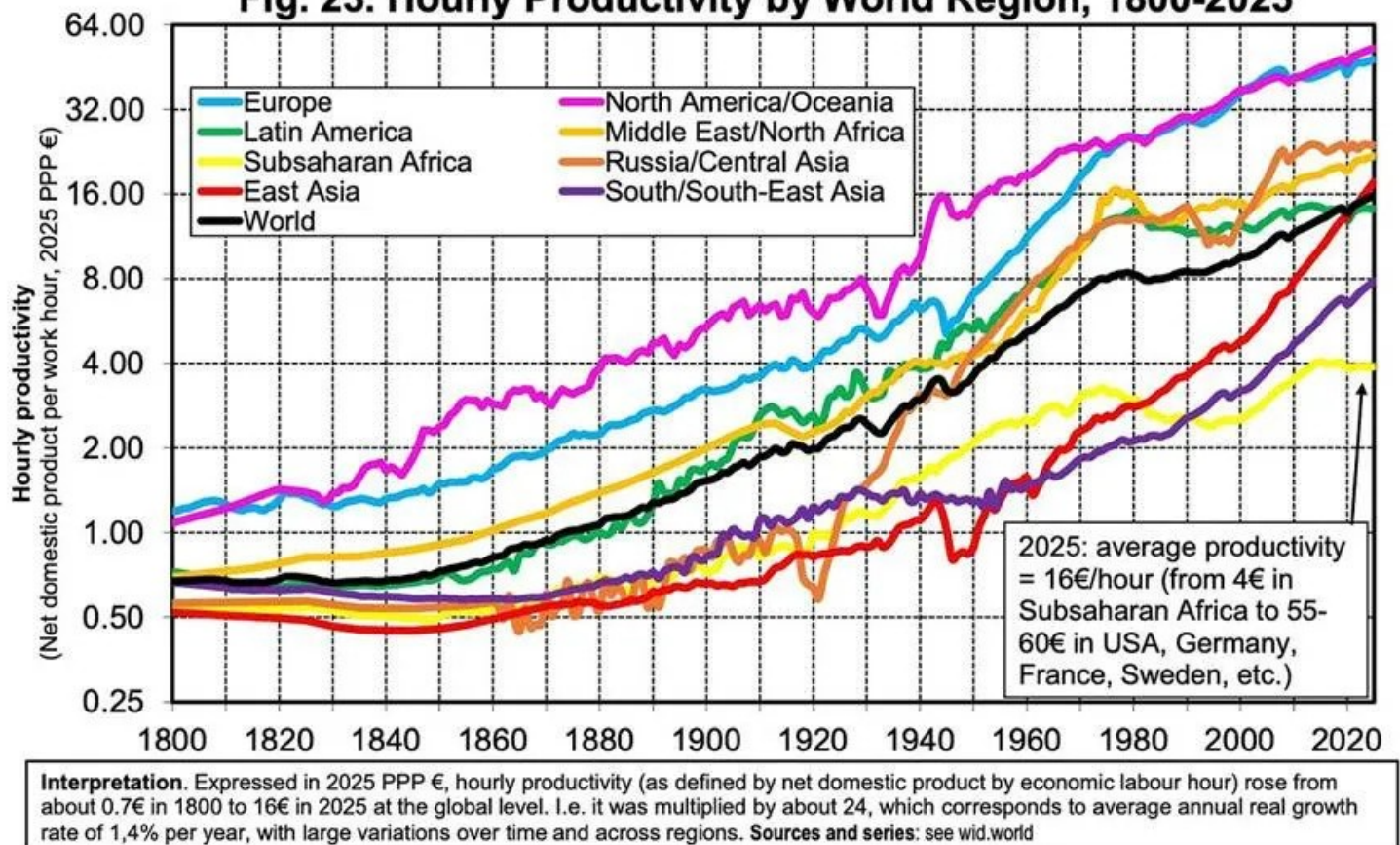
All items



LA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO È INVECE CRESCIUTA (MERITO DI TRUMP O DELL' A.I.?)

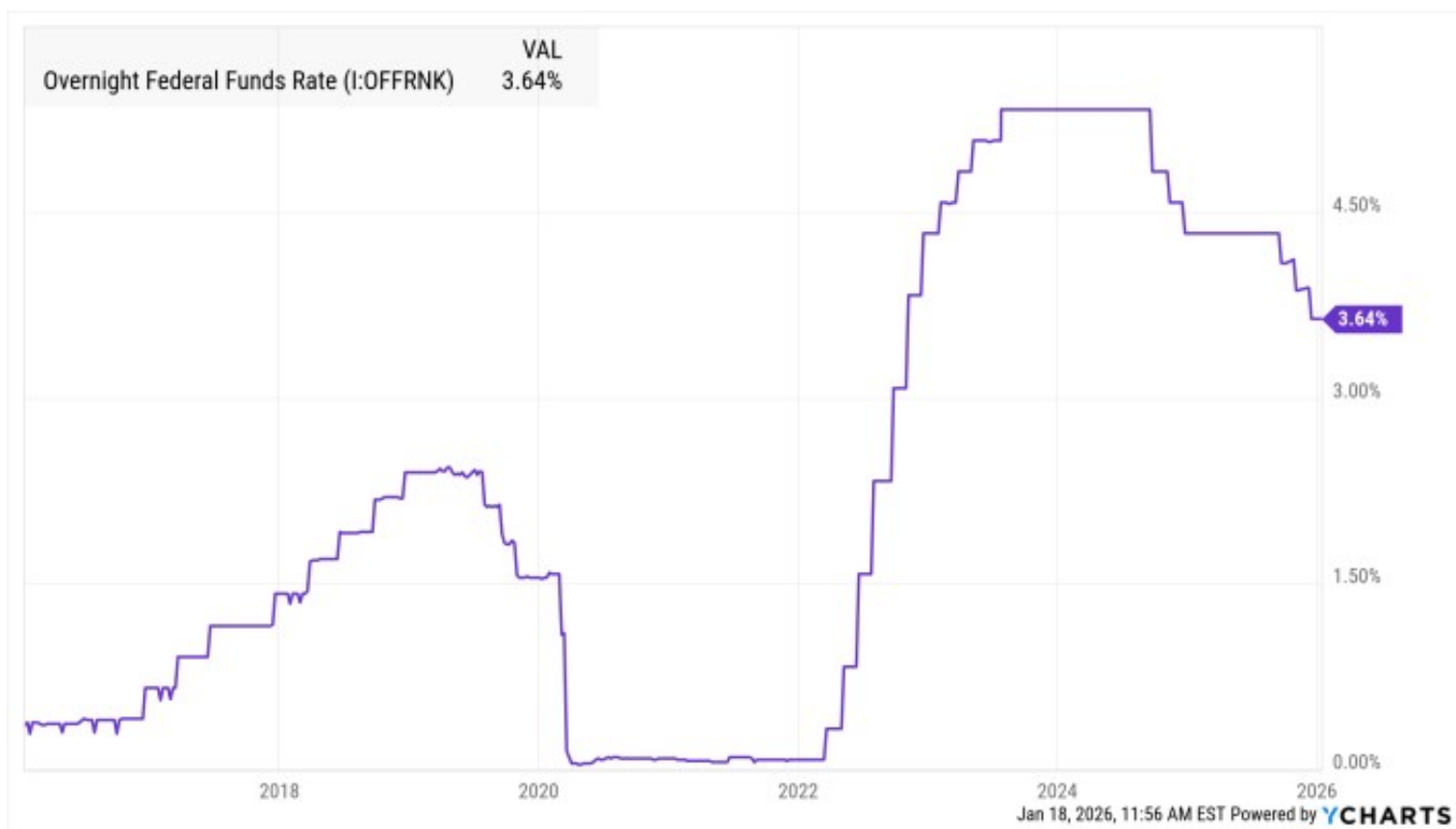
La vera novità del primo scorcio del 2026 sembra dunque proprio la produttività del lavoro, spesso sottovalutata dagli analisti delle banche centrali, che continuano a stimare una crescita del prodotto lordo reale molto inferiore a ciò che sta verificandosi da un anno a questa parte. L'aumento della produttività sostiene i salari reali e anche il potere d'acquisto. Ovviamente ora il problema non soltanto americano ma anzi di tutto l'occidente è quello che i salari reali non crescano abbastanza da compensare la debolezza dell'occupazione, dato che il reddito disponibile reale è sempre più stagnante.

Fig. 23. Hourly Productivity by World Region, 1800-2025



Dal momento che le politiche fiscali espansive sono da tempo a pieno regime in tutto il pianeta (e in particolare in America), l'unico altro modo per riuscirci è quello di ridurre i costi finanziari che incidono oramai su molte voci del costo della vita (casa, auto, beni di consumo durevoli, ecc...), cioè innanzitutto i tassi d'interesse. Un'eventuale discesa dei tassi d'interesse potrebbe inoltre favorire le quotazioni borsistiche, il valore dei titoli esistenti a reddito fisso, lo sviluppo degli investimenti e sinanco i consumi.

ANCORA CI SI ATTENDE CHE I TASSI D'INTERESSE SCENDANO



La cosa appare tuttavia assai difficile da realizzare, data l'elevatissima mole di debiti pubblici da rinnovare in tutto il mondo per i quali non esiste sufficiente domanda per compensare l'offerta, se non a tassi elevati.

MA I RENDIMENTI DEI TITOLI PUBBLICI NON SCENDONO

Nel migliore dei casi dunque quelli che potrebbero scendere sono i tassi a breve termine (che sono anche i più manovrabili dalle banche centrali) e dunque, in presenza di tensioni sui tassi a lungo termine, c'è da attendersi un irrigidimento della curva dei tassi, con crescenti divergenze tra i tassi a breve e quelli a lungo termine.



LA DOMANDA DI ENERGIA POTRÀ TRAINARE ANCHE IL PREZZO DEL PETROLIO?

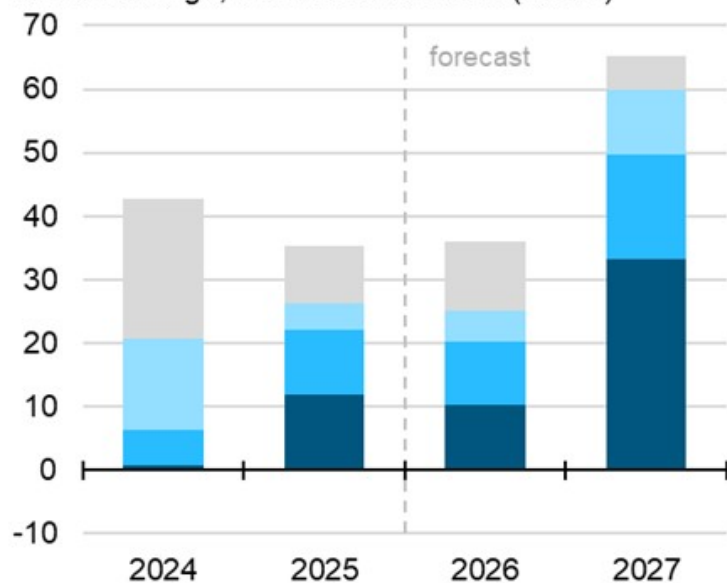
L'altra grande novità degli ultimi mesi è la crescente domanda di energia elettrica in tutto il mondo, al di sopra delle stime degli esperti e in costante salita. Cosa che potrebbe attivare maggiori investimenti infrastrutturali ma anche mettere a rischio la tenuta delle reti elettriche, nonché un possibile arbitraggio tra la domanda di petrolio (strutturalmente inferiore all'offerta):



Ma questo anche perché la produzione di energia a partire da combustibili di origine fossile crea problemi ambientali) che è ultimamente risalita e la domanda di energia prodotta (strutturalmente superiore all'offerta, anche grazie allo sviluppo senza precedenti di grandi "data-center" che consumano altrettanta energia di una cittadina di 30.000 abitanti).

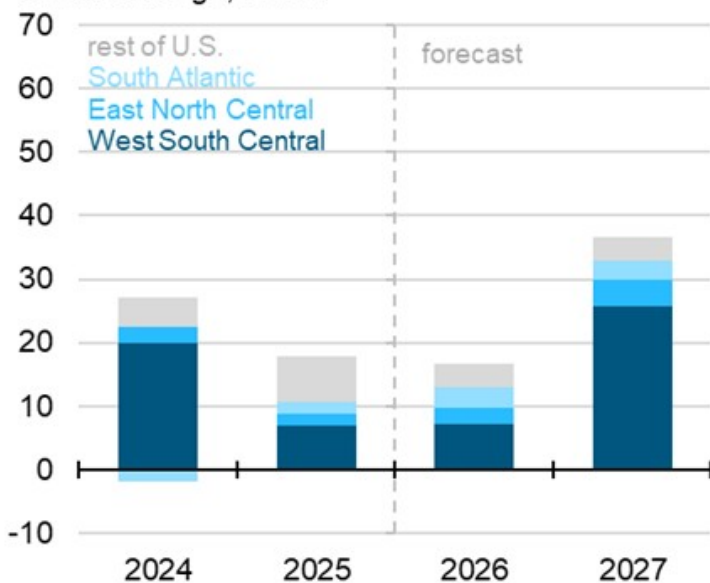
U.S. electricity sales to ultimate customers commercial sector

annual change, billion kilowatthours (BkWh)



industrial sector

annual change, BkWh

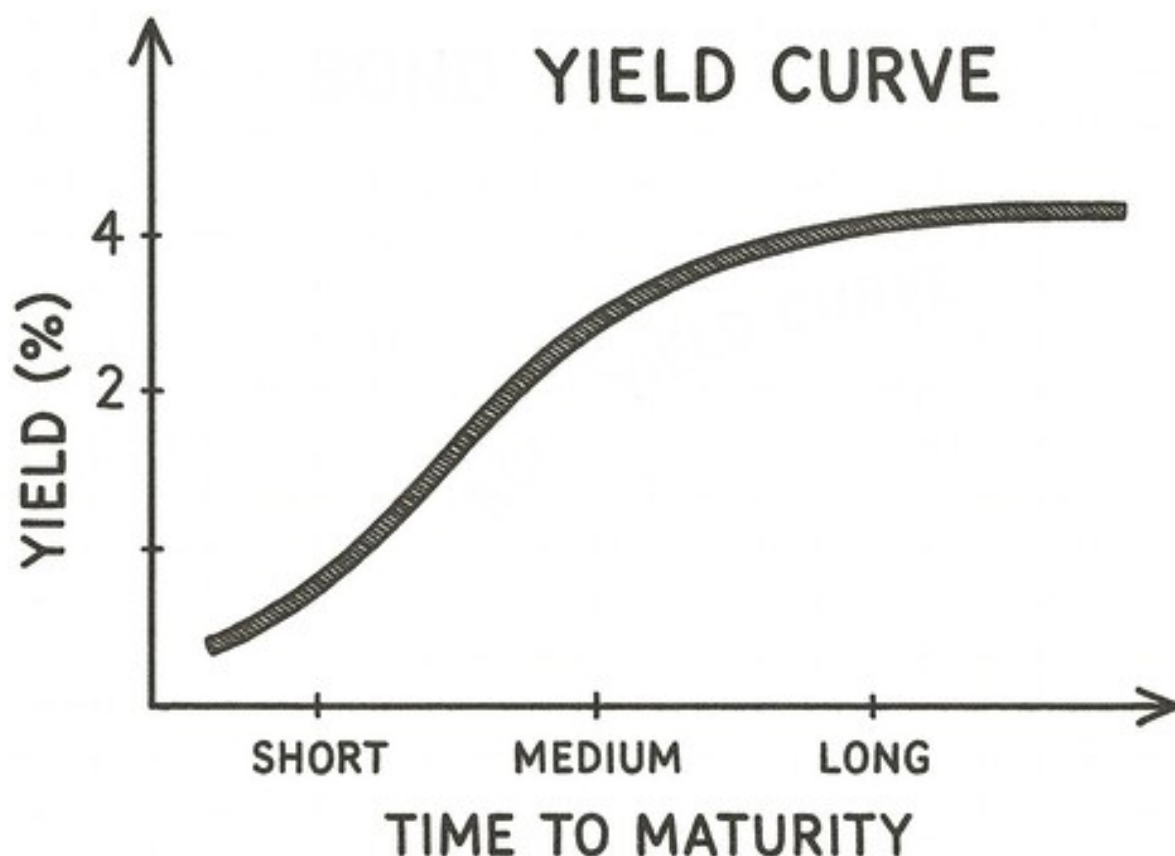


Data source: U.S. Energy Information Administration, *Short-Term Energy Outlook*, January 2026

La questione energetica appare così importante da lasciar pensare possa anche influenzare la geo-politica nonché influire sulle misure coercitive per le emissioni nocive che potrebbero, di fronte alla grande esigenza di energia, essere riviste o comunque allentate.

LA CURVA DEI TASSI POTREBBE DIVENIRE PIÙ RIPIDA

Ovviamente i titoli azionari legati alla produzione di energia non potranno non risentirne positivamente ma il rischio, di fronte alla dinamica positiva dello sviluppo economico, è sempre quello che alla fine il maggior costo dell'energia possa riflettersi anche sull'inflazione, motivo per il quale i tassi a lungo termine appaiono molto più rigidi di quelli a breve termine.

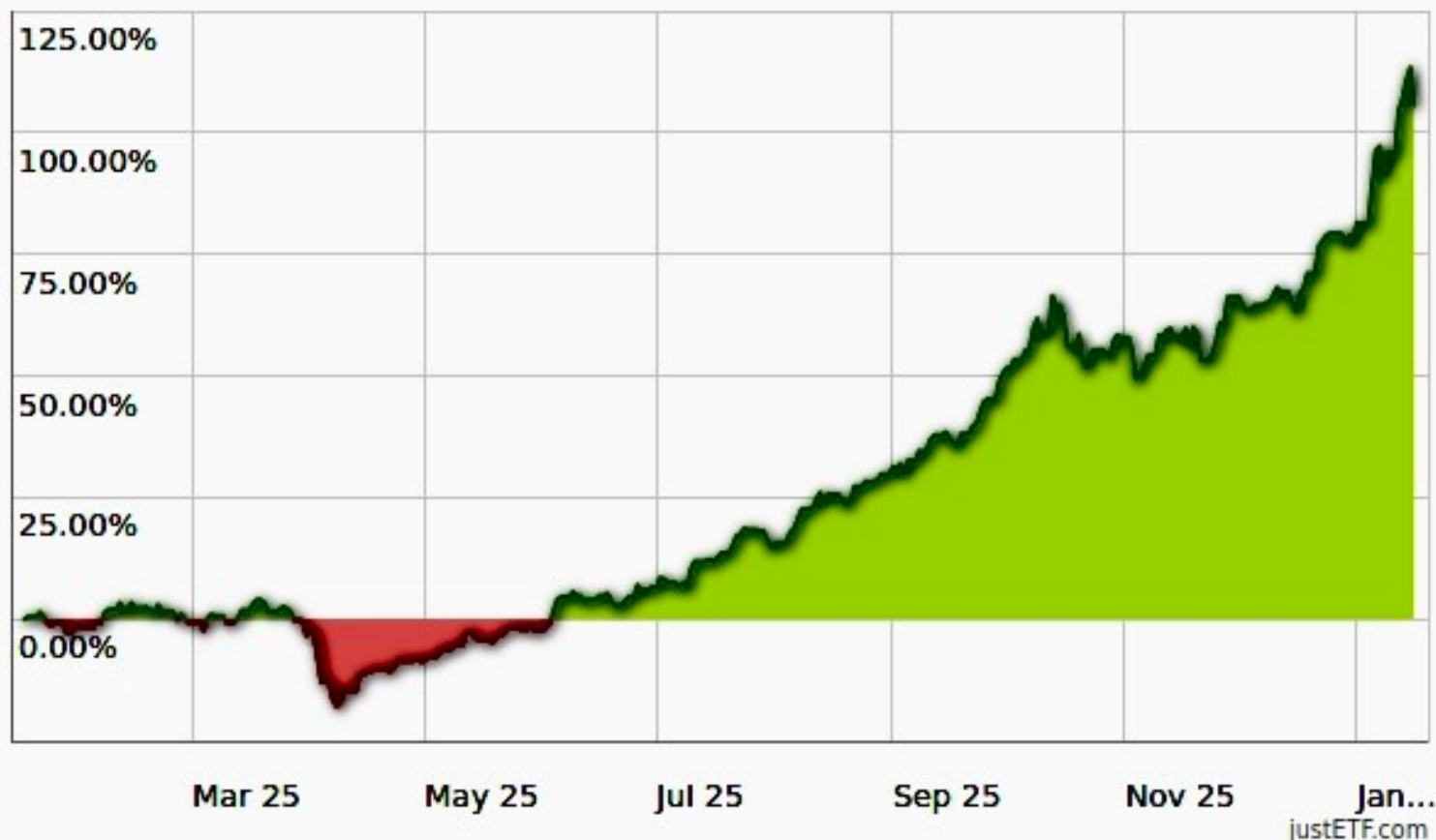


La situazione complessiva, in assenza di strappi politici e “cigni neri” al momento non prevedibili, potrebbe dunque continuare ad alimentare il boom dei mercati finanziari e a “consumare” la grande liquidità oggi ancora disponibile anche grazie all’intervento attivo delle banche centrali.

NEL FRATTEMPO METALLI E TERRE RARE SI IMPENNANO

Tuttavia tanto l’intervento di queste ultime quanto le possibili tensioni su energia, materie prime, metalli rari e semiconduttori gettano un’ombra sinistra sulla possibilità che l’inflazione dei prezzi si riaccenda a seguito degli ottimi dati macroeconomici complessivi.

WisdomTree Strategic Metals and Rare Earths Miners UCITS ETF USD Unhedged Acc



PRUDENZA DUNQUE

E' quindi un quadro congiunturale altamente positivo quello che emerge dalla situazione generale macro, ma al tempo stesso quello presente non sembra un buon momento per formulare previsioni rilassanti, sebbene in presenza di uno sviluppo economico americano che -se dovesse proseguire- non potrebbe non propagarsi anche al resto del mondo.

Stefano di Tommaso

TROPPIA ESUBERANZA ?



L'economia e i mercati finanziari continuano, come nel 2025, a vivere una fase fortemente positiva ma nell'ambito di importanti oscillazioni tra ottimismo e timori di rallentamento. E, esattamente come nell'anno appena concluso, i timori degli economisti riguardano i debiti pubblici e i tassi d'interesse a lungo termine, gli eventi geopolitici (con una situazione sempre più complessa), le guerre commerciali (dai timori per i dazi reciproci oggi il problema sono gli "embargo" sulle materie prime e sulla tecnologia), la profittabilità e gli ingenti investimenti legati all'intelligenza artificiale e la rincorsa dei salari rispetto ai rincari del costo della vita, in un contesto in cui la disoccupazione ha tuttavia smesso di scendere.

Chart 6: 4th highest S&P 500 trailing P/E in past 124 years

S&P 500 Trailing P/E



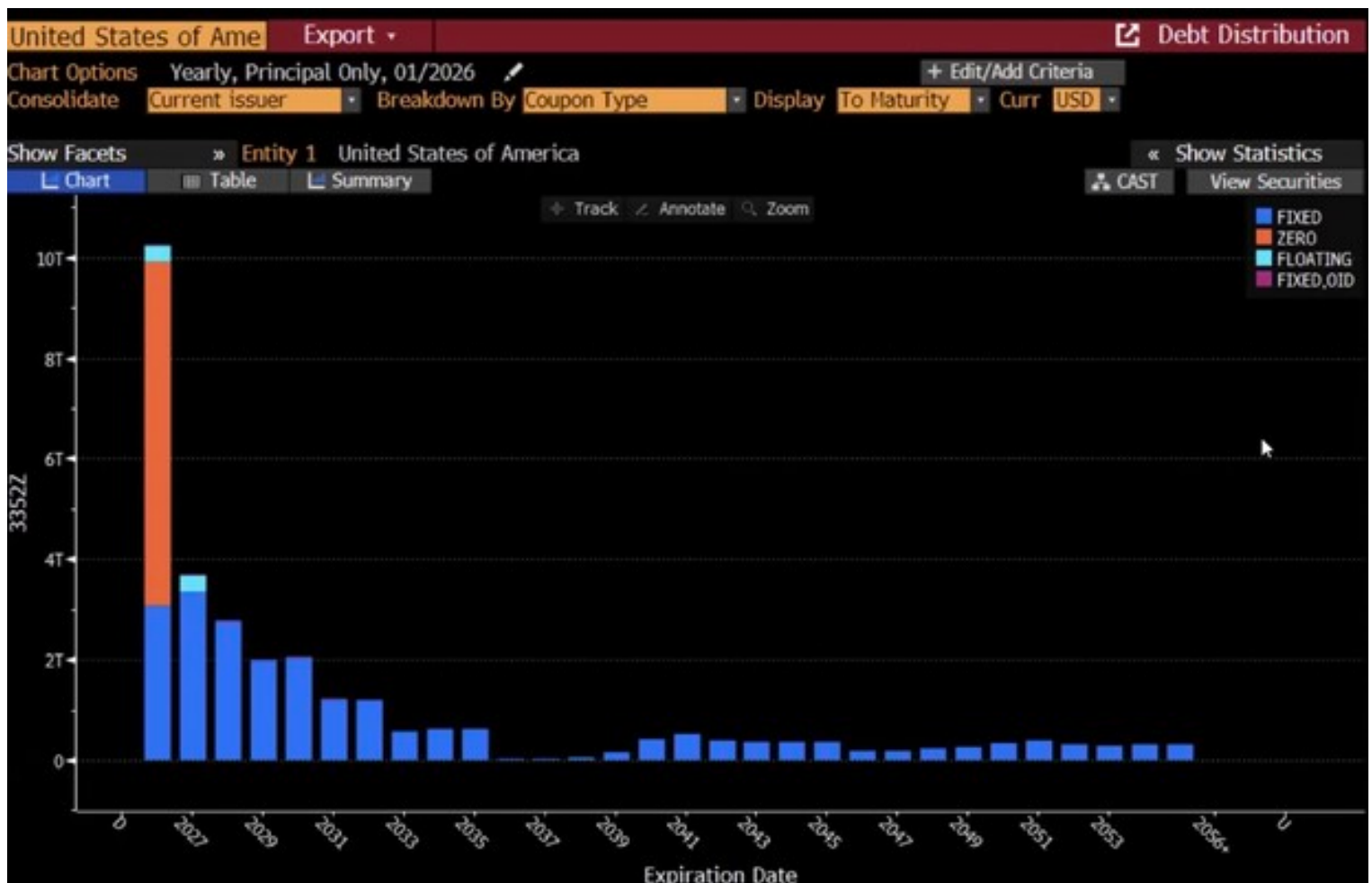
Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg. Trailing 4Q PE (GAAP until 1960, Pro-forma thereafter).

BofA GLOBAL RESEARCH

Il costo del debito pubblico ad esempio negli USA al momento sta indubbiamente tornando a crescere, come si può leggere nel grafico sottostante che riporta il rendimento dei titoli di stato a 10 anni.



Ciò che tuttavia più preoccupa circa tale rendimento è il fatto che il Tesoro americano si trova di fronte ad una montagna di scadenze nel 2026, come si può chiaramente leggere dal grafico qui sotto:



Parallelamente, la quota di titoli di stato americani detenuta dagli stranieri è in forte discesa, un segnale di allarme circa il possibile esito delle prossime aste dei titoli di stato e, di conseguenza, circa il possibile rialzo dei loro rendimenti:



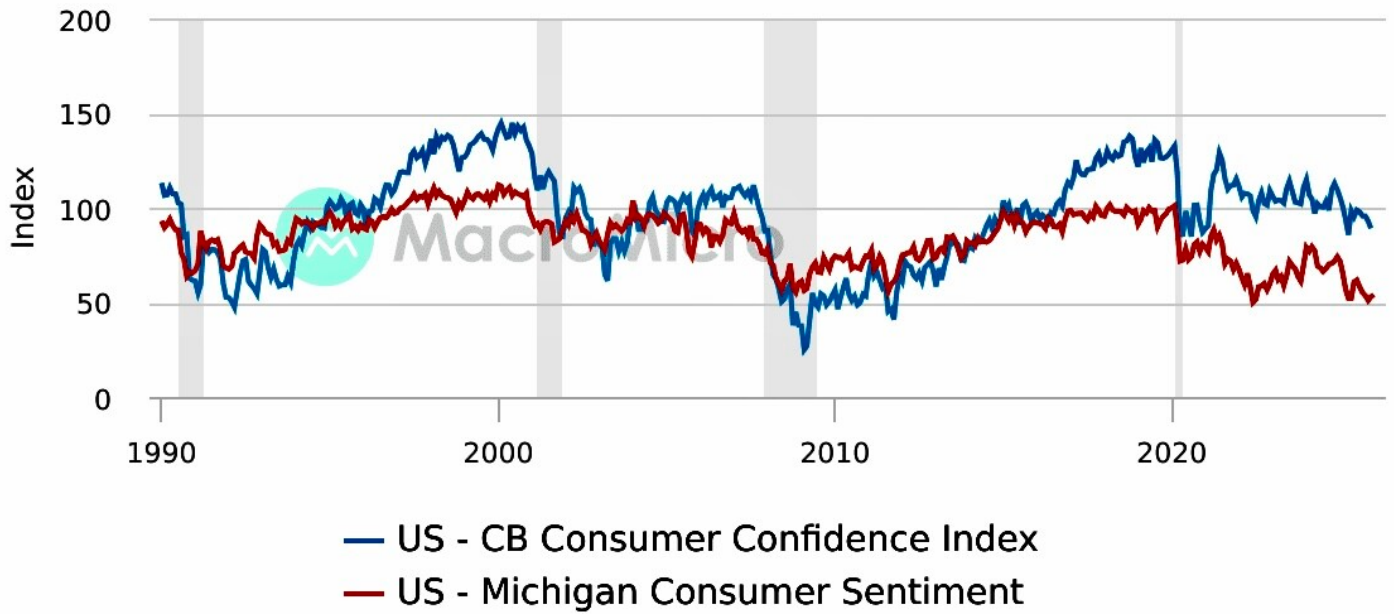
Tuttavia i progressi compiuti dai listini delle borse sino ad oggi sono stati davvero importanti e però, quando tutti gli analisti finanziari continuano a condividere un atteggiamento rialzista, allora la situazione appare rischiosa perché “stanno tutti dalla stessa parte della barca”. A preoccupare non sono soltanto i multipli di valore dei titoli azionari decisamente elevati ma anche e soprattutto la concentrazione dei consensi su pochi titoli tecnologici e sui titoli bancari e finanziari, anche perché sono i comparti i cui profitti hanno corso di più negli ultimi due anni (insieme a quelli della difesa e dell’energia).



Quando tuttavia la crescita dei profitti netti supera di parecchio quella dei redditi personali, quando la maggior parte degli investimenti sono concentrati sulle nuove tecnologie a discapito delle infrastrutture, quando la fiducia dei consumatori si erode mentre quella degli investitori cresce, quando il mercato dei titoli di stato è ampiamente sostenuto da copiosi interventi delle banche centrali (la cui immissione di liquidità sostiene inevitabilmente anche i listini delle borse, allora c'è sempre da preoccuparsi. Tali anomalie è risaputo che non sono mai sostenibili nel lungo periodo, anche se, come diceva John Mainard Keynes "nel lungo periodo siamo tutti morti".

US - Consumer Confidence

MacroMicro.me | MacroMicro

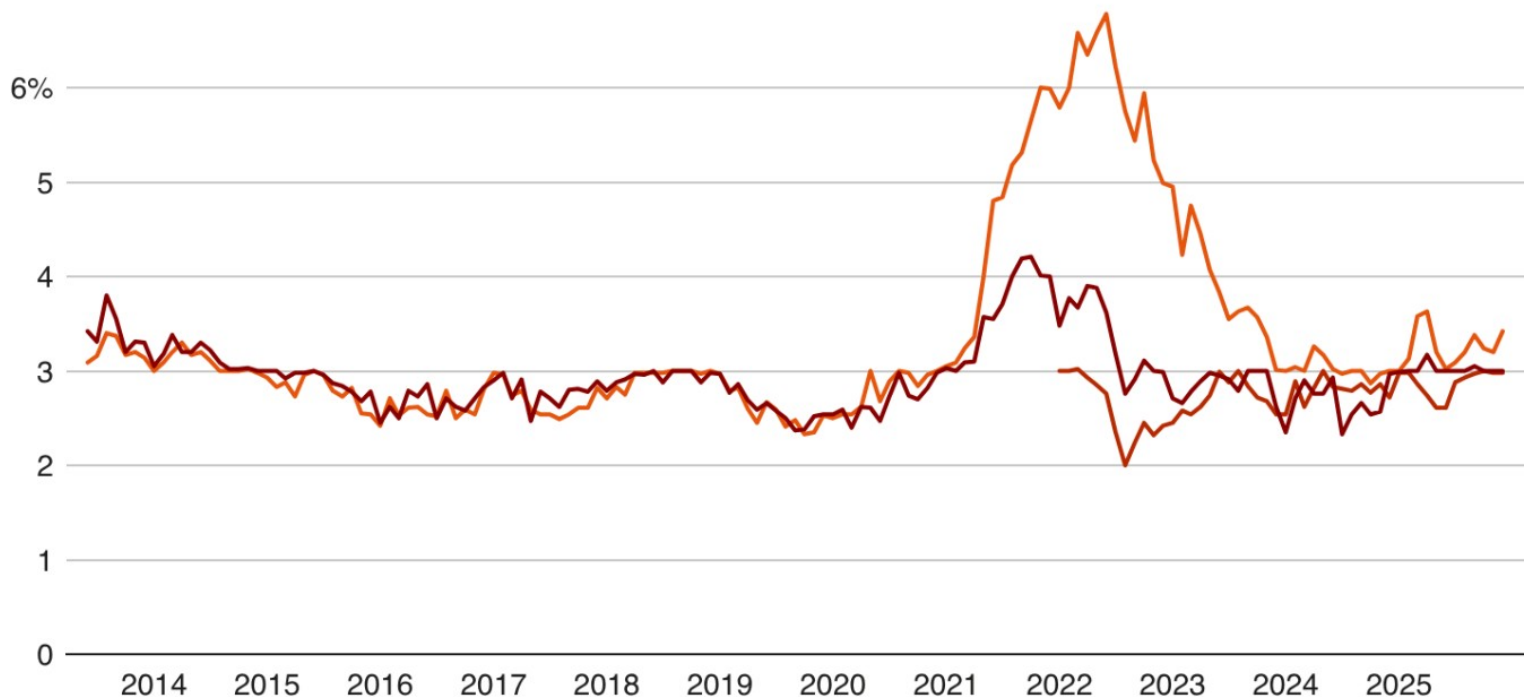


Anche la crescita economica occidentale nell'ultimo anno è stata soprattutto sostenuta da generosi stimoli fiscali, da straordinari investimenti pubblici per il riarmo e per la conversione dell'industria automobilistica in industria pesante, da una politica monetaria molto accomodante, dalla progressiva deregolamentazione bancaria, e dall'effetto ricchezza sui consumi che deriva dalla crescita dei listini di borsa (soprattutto in America). Sinanco linflazione (i cui livelli sono indubbiamente calati ma non tanto quanto ci si poteva aspettare) ha da tempo smesso di scendere e ed è innegabilmente legata al calo (piuttosto artificiale) del prezzo del petrolio. Ovviamente ci si chiede cosa potrebbe succedere sul fronte dei tassi d'interesse qualora, con l'esplosione di nuovi conflitti bellici, il petrolio tornasse a costare un po' più caro.

NY Fed finds rise in near-term expected inflation in December

Longer run expected inflation measures held steady in December

— Median one-year ahead expected inflation rate — Median three-year ahead expected inflation rate — Median five-year ahead expected inflation rate



Note:

• Source: Federal Reserve Bank of New York

Per non parlare del fatto che fino ad oggi la temuta svalutazione delle cosiddette “fiat currencies” (cioè principalmente Dollaro, Sterlina ed Euro) non si è praticamente verificata perché è stata accompagnata da una parallela svalutazione di quasi tutte le altre divise monetarie (dallo Yen giapponese al Renminbi cinese, alla Rupia indiana, eccetera...). Una svalutazione che ha tuttavia preso corpo nei confronti non soltanto dei metalli preziosi e delle materie prime, ma anche riguardo ai principali beni-rifugio. E quando le svalutazioni procedono inesorabilmente, prima o poi i loro effetti si estendono anche all’inflazione dei prezzi al consumo (e, di conseguenza, ai tassi d’interesse nominali).

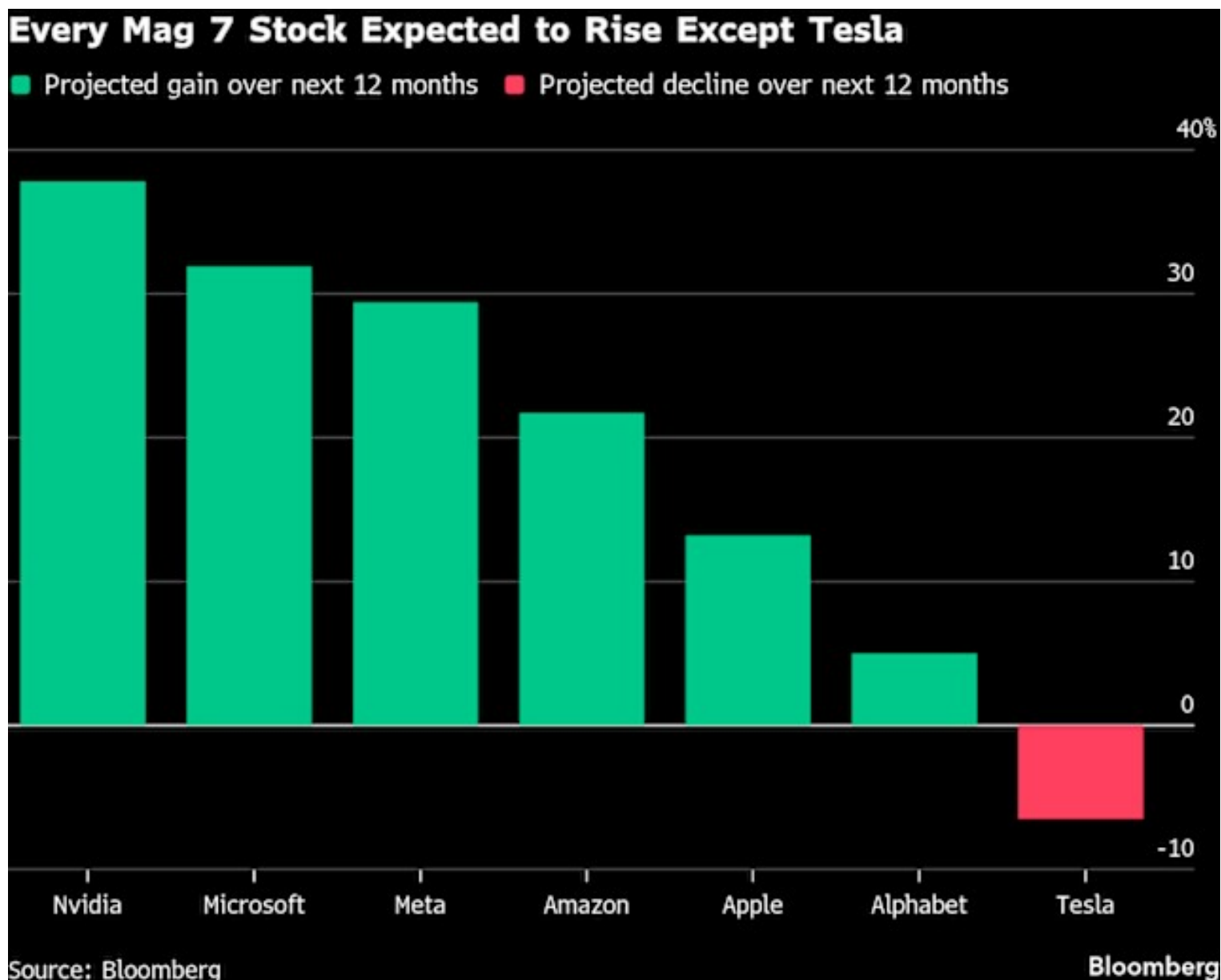


Ultima considerazione di carattere macroeconomico è la constatazione della progressiva “finanziarizzazione” dell’economia, che ha contribuito non poco all’avanzata dei listini delle borse globali. Oggi l’1,6% della popolazione globale controlla una ricchezza finanziaria di 226 trilioni di dollari, ovvero quasi la metà (48,1%) di tutta la ricchezza delle famiglie a livello mondiale.

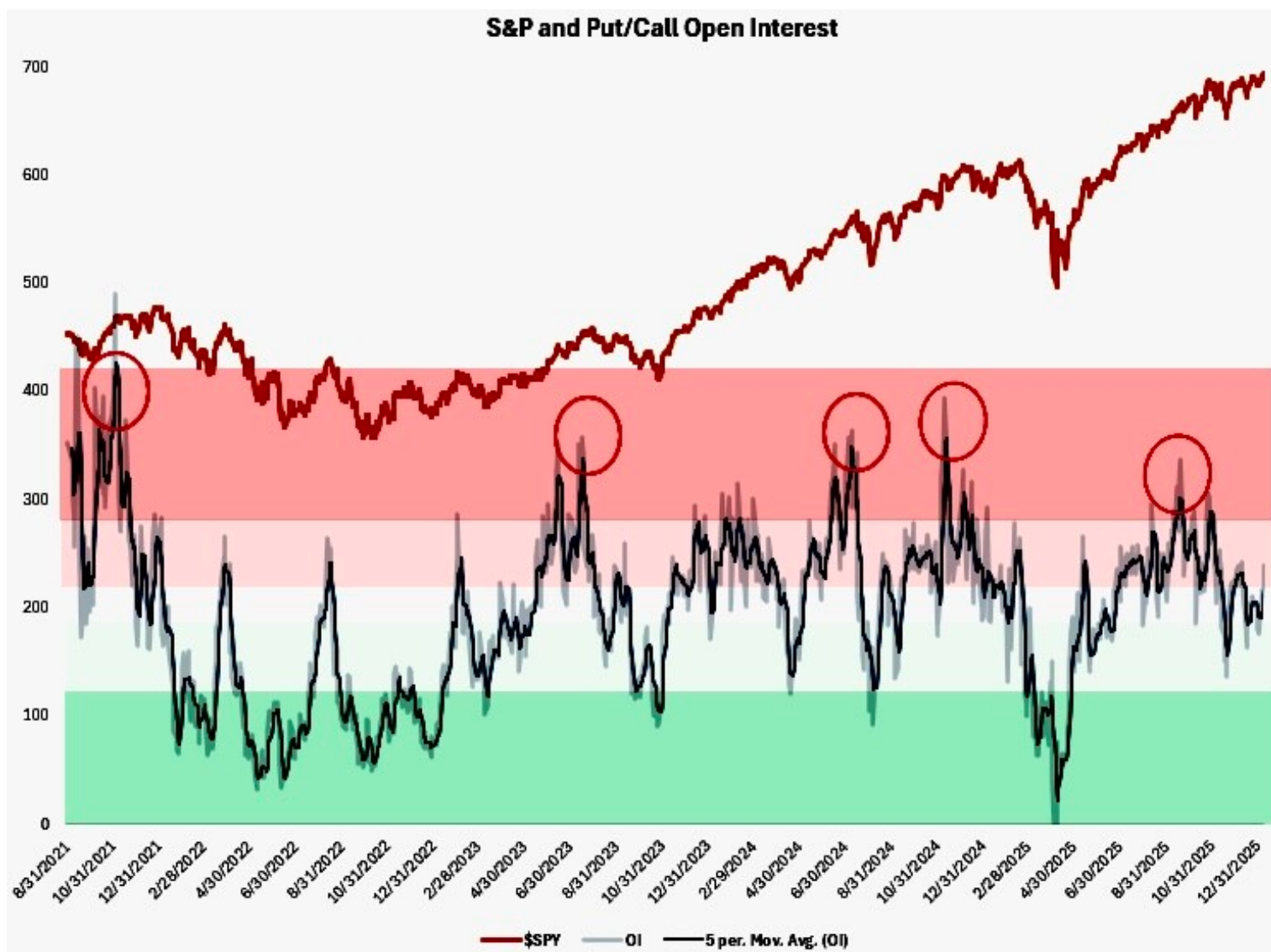
Fascia di Ricchezza (USD)	Numero di Adulti	% di Adulti	Ricchezza Totale (USD)	% della Ricchezza
> \$1 milione	60 milioni	1,6%	\$226,47 trilioni	48,1%
\$100k – \$1 milione	628 milioni	16,4%	\$184,51 trilioni	39,2%
\$10k – \$100k	1,57 miliardi	41,3%	\$56,82 trilioni	12,1%
< \$10k	1,55 miliardi	40,7%	\$2,71 trilioni	0,6%
Totale	3,80 miliardi	100,0%	**\$470,51 trilioni**	100,0%

Sul versante positivo peraltro se da un lato tutti i colossi tecnologici sono stati impegnati in elevatissimi investimenti in digitalizzazione e potenza di calcolo necessari a causa dello sviluppo dell’intelligenza artificiale, i ritorni sugli investimenti iniziano a vedersi (a partire dagli USA ovviamente più avanti del resto del mondo) perché la diffusione dell’utilizzo delle nuove tecnologie basate sull’intelligenza artificiale si sta diffondendo piuttosto velocemente producendo innegabili benefici in termini di produttività industriale e di

risparmi tangibili sul costo di molti servizi a pagamento.

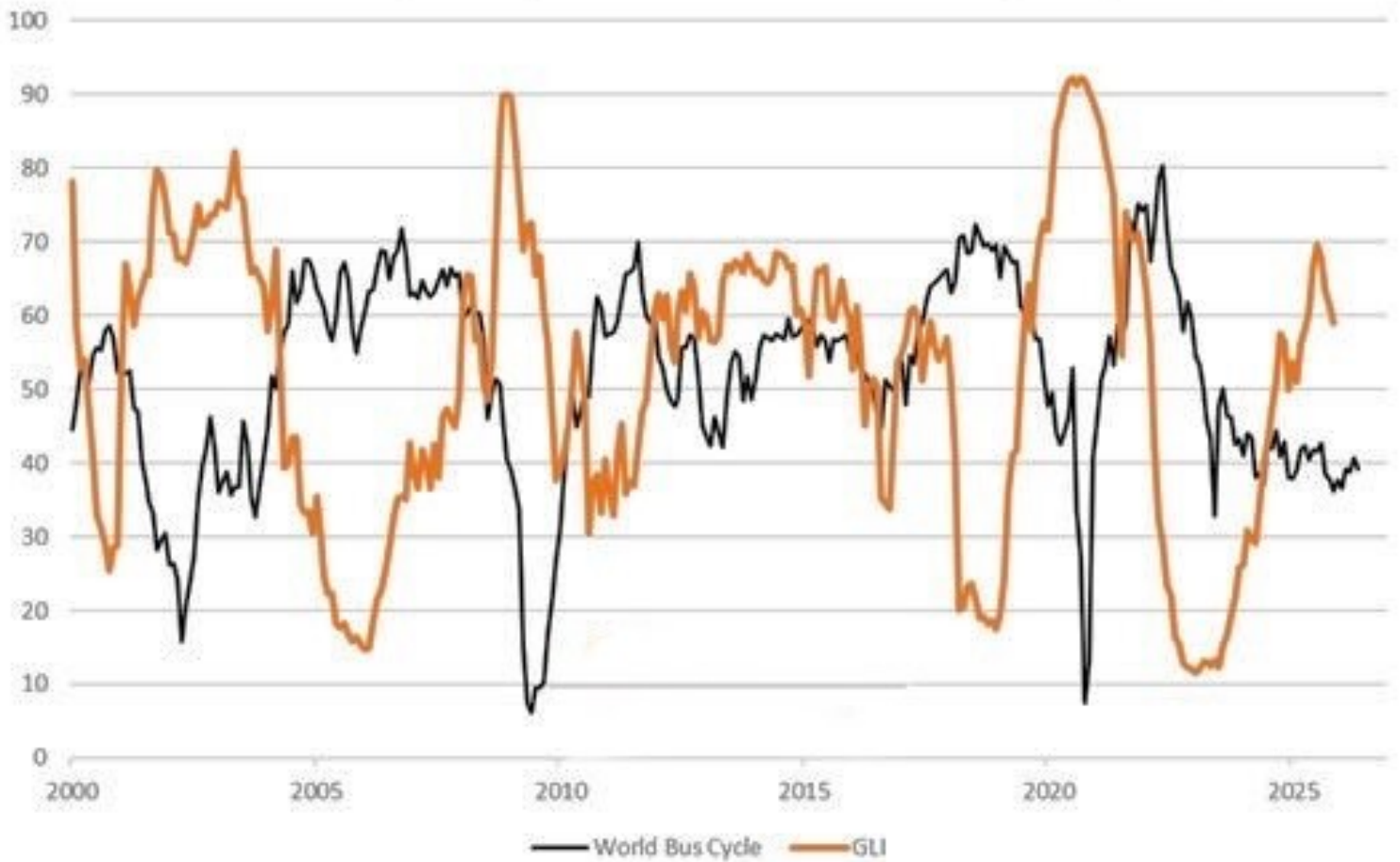


Nel complesso dunque tali progressi stanno indubbiamente spingendo la crescita economica, ma i recenti livelli da record del mercato azionario potrebbero avere superato la ragionevolezza rispetto ai valori fondamentali. L'anno appena iniziato potrebbe dunque sì evidenziare nuova crescita economica ma è anche relativamente probabile che il desiderio di monetizzare i profitti generati dagli eccessivi livelli dei listini delle borse possano generare sussulti dei listini e in generale maggiore volatilità dei mercati. E ciò potrebbe valere (per motivi diversi) tanto per i titoli azionari quanto per quelli obbligazionari. Occorre dunque d'ora in avanti procedere con molta moderazione a nuovi acquisti sui mercati finanziari, tenendo presente la componente altamente speculativa delle quotazioni raggiunte.



Dal punto di vista delle strategie finanziarie delle imprese l'invito è a raccogliere finanza a lungo termine prima possibile, data l'elevatissima liquidità in circolazione che, statisticamente, non è destinata a durare per sempre, e, sul fronte delle fusioni e acquisizioni, a valutare meglio possibile le effettive sinergie delle acquisizioni nonché l'assorbimento totale di cassa dal momento che, anche per molte imprese dei più disparati settori industriali, l'esigenza di nuovi investimenti tecnologici si farà necessariamente più pressante. Razione per cui occorre mettere "fieno in cascina" sin tanto che la congiuntura rimane positiva e lo permette.

Global Liquidity & World Business Cycle (-3m)



Stefano di Tommaso

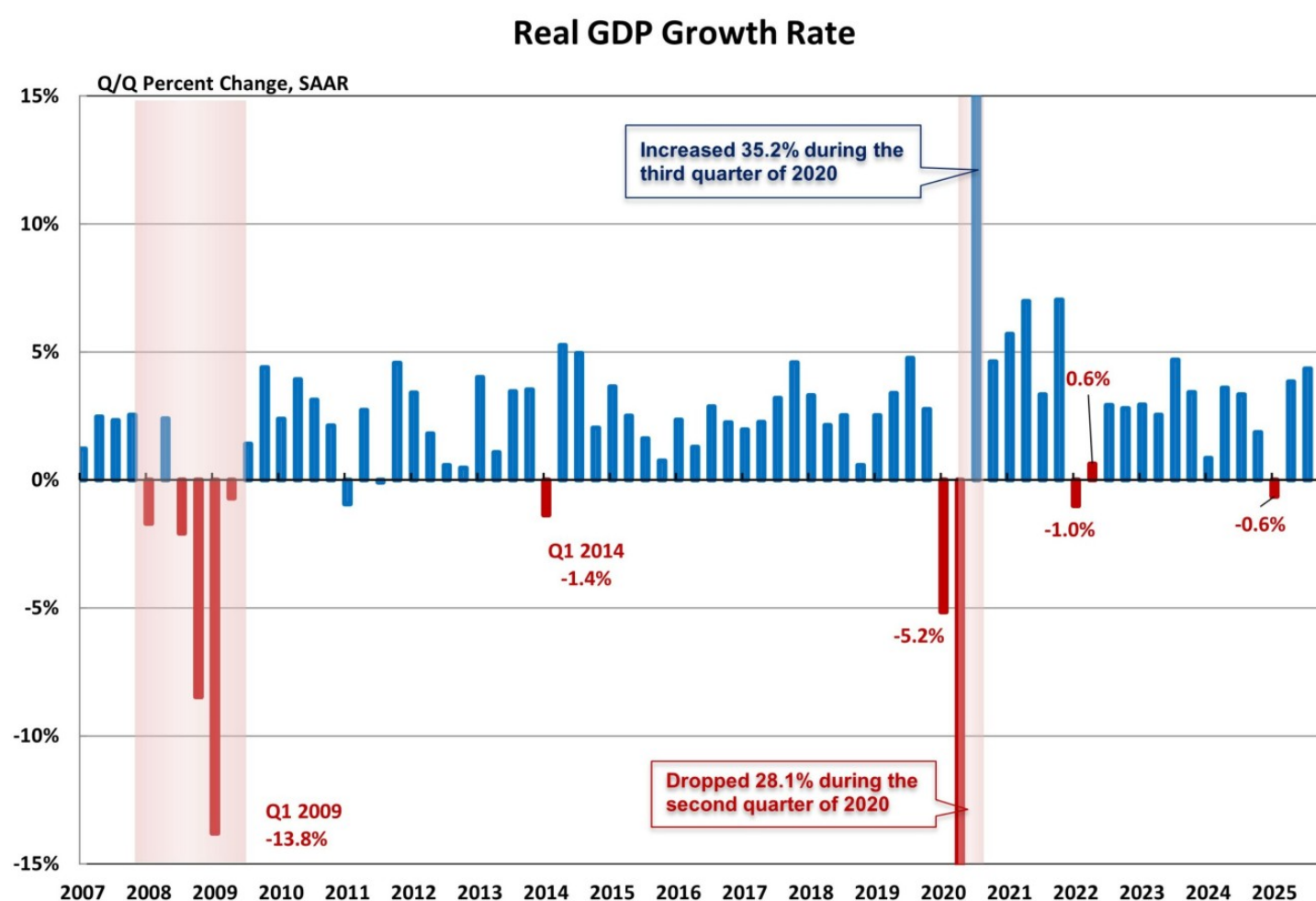
L'OTTIMISMO DEI MERCATI FINANZIARI



Dopo una fine d'anno “col botto” le aspettative degli operatori finanziari restano moderatamente ottimistiche anche per la prima parte del 2026. Esploriamo perciò i motivi alla base di tali attese e le tendenze di fondo che li determinano.

L'ECONOMIA AMERICANA CORRE PIÙ DEL PREVISTO

I dati statistici americani, pubblicati di recente dopo la conclusione dello “shutdown” degli uffici pubblici americani, hanno contribuito a smentire le aspettative diffuse tra gli economisti relativi a un'economia vista in rallentamento nel 2025. Il PIL americano è invece cresciuto di un inebriante 4,3% annuo nel terzo trimestre del 2025 e anche gli ultimi aggiornamenti sulla disoccupazione sembrano moderatamente positivi.



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis and NAHB analysis.



LE BORSE RESTANO SUI MASSIMI

Cosa che lascia prevedere per i mercati finanziari la prosecuzione delle tendenze evidenziate a fine 2025. Dunque con un inizio d'anno 2026 tendenzialmente positivo. (Si veda il grafico sottostante):



I TASSI SCENDERANNO ANCORA ?

L'unico problema che ora assilla la banca centrale delle banche centrali (la Federal Reserve) è se ha conseguentemente sbagliato a tagliare i tassi d'interesse. L'attesa per l'inflazione USA rimane stabile intorno al 3,2% (si veda il grafico qui sotto) il che è positivo in funzione dell'enorme crescita economica. Che però in America non cresce soltanto in funzione dei consumi bensì soprattutto a causa degli ingenti investimenti privati nelle infrastrutture tecnologiche necessarie per lo sviluppo dell'intelligenza artificiale e soprattutto nelle centrali per la produzione dell'energia con la quale saranno alimentate. Anche questo è un dato che offre spunti di ottimismo per la crescita economica prospettica.



Ma per produrre energia servono soprattutto petrolio, gas e uranio. E ovviamente tanto negli USA quanto nel resto dell'occidente tutti si chiedono in che direzione si muoverà il prezzo del petrolio. Al di là dei facili entusiasmi seguiti al blitz militare nei confronti del Venezuela, che può vantare le più grandi riserve al mondo di petrolio pesante (si veda l'immagine qui sotto riportata), anche se in realtà quel Paese estrae soltanto 1 milione di barili al giorno a causa del fatto che ha infrastrutture obsolete.

Countries with the Largest Proven Oil Reserves

○ OPEC Countries ● Non-OPEC Countries



VISUAL
CAPITALIST

*OPEC+ countries have expanded alliance for coordination.
Includes crude oil, condensates, natural gas liquids, and oil sands.

IL PREZZO DEL PETROLIO NON SEMBRA VOLER RISALIRE

La dinamica del prezzo del petrolio (vedi grafico qui sotto) è importante anche per fare previsioni sull'inflazione prospettica, la cui determinante principale rimane il prezzo

dell'energia e, in ultima istanza, per poter prevedere eventuali variazioni dei tassi d'interesse.



I TASSI D'INTERESSE A LUNGO TERMINE SEMBRANO AVER FINITO DI SCENDERE

Anche in Europa e in Cina sono in arrivo i dati sull'inflazione ma nessuno si attende grandi sorprese. Nessuno si aspetta dunque grandi variazioni sull'andamento dei tassi d'interesse salvo il fatto che, oramai, nessuno si aspetta più che quelli a lungo termine possano continuare a scendere, anche qualora le banche centrali muovano al ribasso i tassi a breve termine. Si veda al riguardo l'andamento relativamente piatto (ma con minimi crescenti) dei tassi di rendimento dei titoli di stato americani a 10 anni:

 Rendimento titoli di stato Stati Uniti 10 anni - 1D - TVC

O - Aper. 4,191% H - Max. 4,197% L - Min. 4,151% C - Chius. 4,195% +0,032 (+0,77%)

↓  %

4,900%

4,800%

4,700%

4,600%

4,500%

4,400%

4,300%

4,195%

4,100%

4,000%

3,960%

3,900%

3,800%

3,700%

3,600%

17

Mag

Giu

Lug

Ago

Set

Ott

Nov

Dic



lun 26 Gen '26



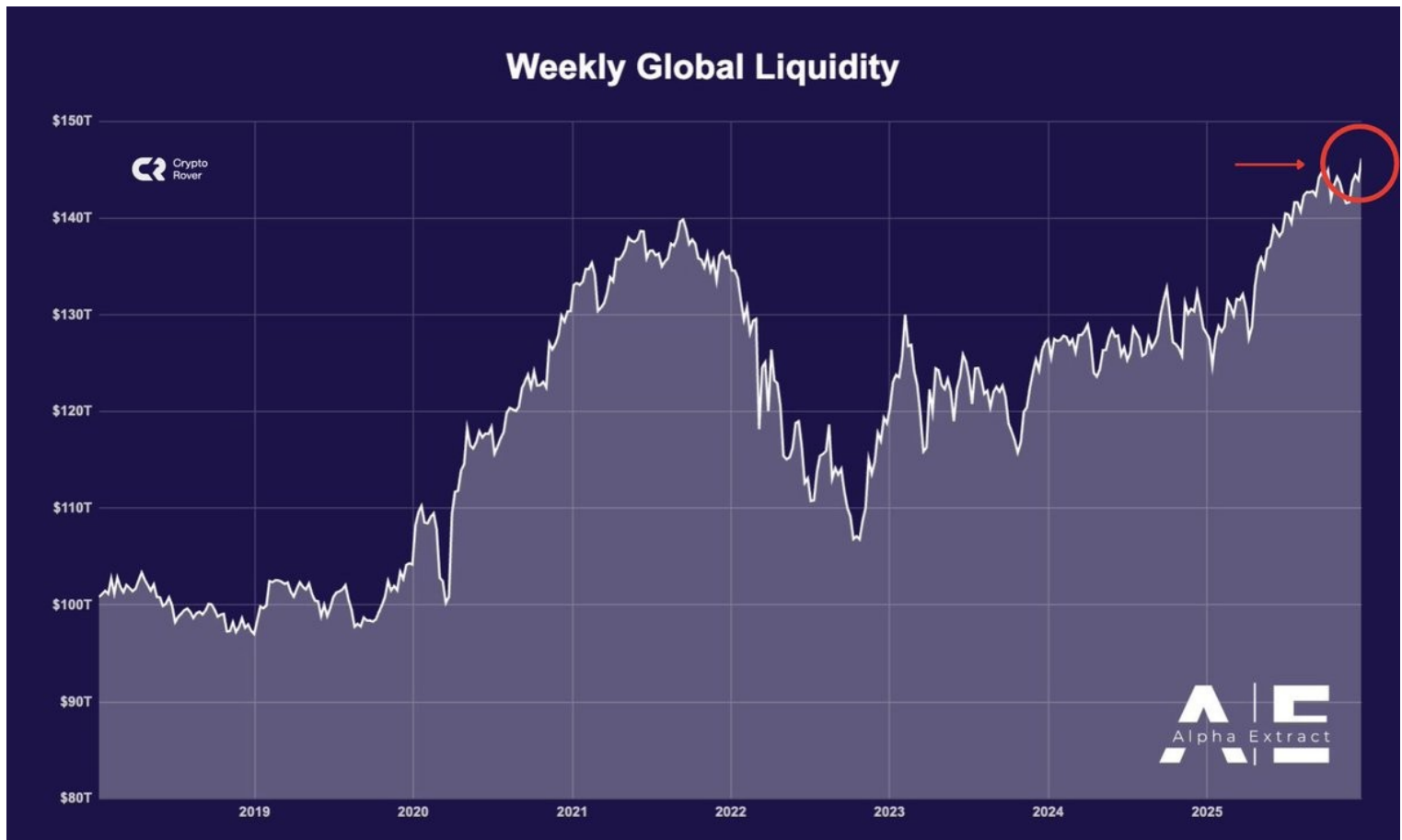
Nonché i rendimenti (decisamente crescenti) dei titoli di stato giapponesi (grafico qui sotto riportato). Occorre peraltro tenere presente che l'andamento dei tassi d'interesse in Giappone ha storicamente sempre anticipato quanto poi è avvenuto nel resto dei Paesi OCSE.



MOLTO DIPENDE DALLA LIQUIDITÀ GLOBALE IN CIRCOLAZIONE

Resta fortemente da monitorare però l'andamento della liquidità complessiva in circolazione (in generale già alta) perché le attese degli operatori finanziari restano ottime al riguardo a causa della necessità delle banche centrali di supportare le emissioni dei titoli di stato. Si veda al riguardo l'andamento dell'aggregato "M2" qui sotto riportato:

Weekly Global Liquidity



Ovviamente qualora si verificasse un'ulteriore crescita della liquidità globale anche in futuro allora non soltanto le borse, ma anche le quotazioni dell'oro, oggi vicine ai massimi di sempre (si veda il relativo grafico) potrebbero continuare a beneficiarne.



ALLA FINE LA GEOPOLITICA NON SEMBRA UN PROBLEMA

Gli osservatori continuano evidentemente a preoccuparsi per la dinamica geopolitica globale, che vede esacerbare le tensioni tra il blocco occidentale e quello dei Paesi BRICS, soprattutto a causa dell'attivismo americano (ora si parla di nuovi interventi in IRAN) ma anche di quello franco-britannico (si veda il recente bombardamento in Siria, formalmente nei confronti di basi ISIS). L'apertura di nuovi conflitti locali potrebbe spingere al rialzo il prezzo del petrolio ma, come si è visto più sopra, al momento le sue quotazioni sembrano invece più orientate al ribasso.

Oil Undisturbed

Initial reaction to the events in Venezuela has been minimal

WTI Crude



Source: Bloomberg

Bloomberg **Opinion**

E LA VOLATILITÀ SCENDE

Neanche i mercati finanziari ne hanno, di conseguenza, risentito. E dunque, per il momento restano cautamente ottimisti. Come si può vedere anche dall'andamento decisamente calante (fino ad oggi) della volatilità dei titoli azionari americani.



Stefano di Tommaso

QUEL FRAGILE EQUILIBRIO DELLE BORSE



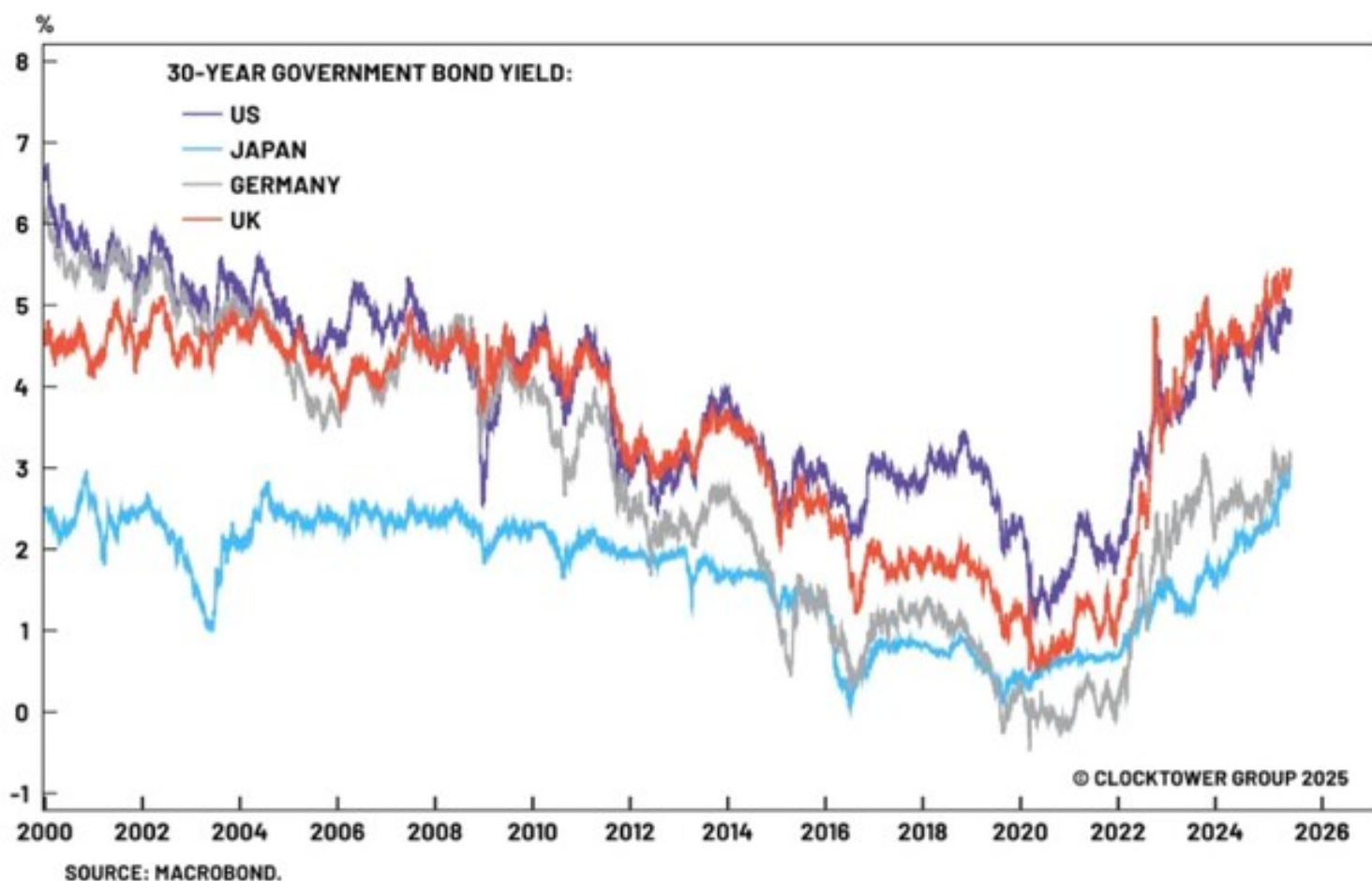
I mercati finanziari restano tonici (Wall Street è di nuovo ai massimi), nonostante le numerosissime ragioni di prudenza che potrebbero scuoterne le fondamenta. I motivi principali sono la grande liquidità che viene alimentata dalle banche centrali e i generosi profitti delle grandi imprese quotate. Il principale pericolo resta sempre quello di una ripresa dell'inflazione e del conseguente rialzo dei tassi d'interesse che però, in assenza di shock sistemici o di gravi sciagure, non sembra essere in arrivo.



IL PERICOLO DERIVANTE DAL CRESCENTE DEBITO PUBBLICO GLOBALE

Davide Serra, fondatore di Algebris, ha recentemente fatto notare che per la prima volta nella storia umana la somma di tutti i debiti pubblici del pianeta ha superato il Prodotto Lordo globale, cioè la somma di tutti i redditi. E purtroppo l'attuale crescita economica globale sembra quasi interamente sostenuta dagli stimoli derivanti dalle politiche fiscali espansive delle principali economie del mondo e dalla spesa militare, anch'essa in costante aumento dappertutto. Una spesa pubblica sostenuta quasi sempre con deficit di bilancio

dei relativi governi, i quali a loro volta sospingono l'espansione del debito complessivo.



Ovviamente quasi sempre le banche centrali sono chiamate a coadiuvare il finanziamento del debito pubblico aggiuntivo, cosa apparentemente innocua ma che nel tempo comporta un doppio prezzo da pagare: 1) il costo crescente degli interessi da pagare sui debiti pubblici, 2) la progressiva svalutazione monetaria derivante dall'incremento di moneta in circolazione, che inevitabilmente alimenta un'inflazione strisciante.

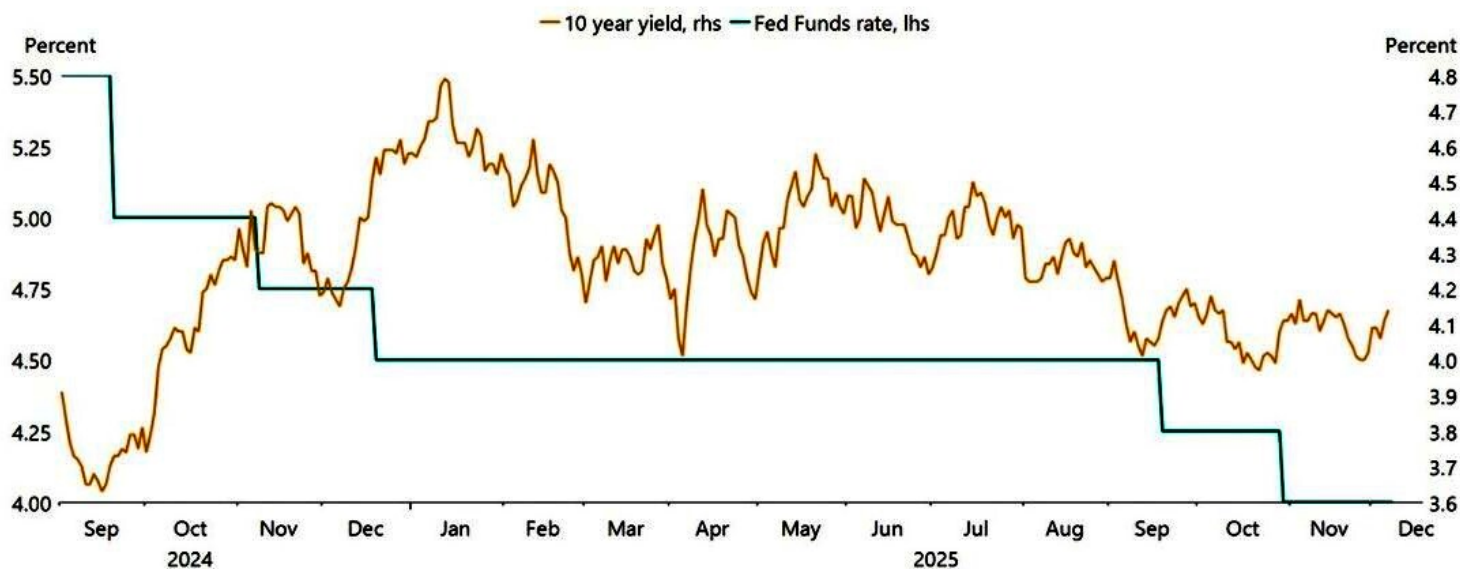
La principale economia globale (quella americana, che è anche la più indebitata) è profondamente segnata dal problema di come finanziare la crescente spesa per interessi su un debito pubblico che pare aver superato i 34 trilioni di dollari. E il suo governo ha escogitato al riguardo una ricetta per combattere questo fenomeno tanto semplice da enunciare quanto complessa poi da attuare: spingere la banca centrale americana a tagliare i tassi d'interesse e ad implementare politiche monetarie espansive, per aiutare l'amministrazione federale a piazzare i titoli di stato e farne calare il costo relativo.

LA FEDERAL RESERVE GUIDA I GIOCHI

La Federal Reserve of America (FED), dapprima riluttante dopo la fiammata inflazionistica successiva all'epoca COVID, alla fine ha acconsentito. E ha appena praticato il terzo taglio dei tassi d'interesse da circa un anno a questa parte, annunciando anche il quarto a

Gennaio (ciascuno da un quarto di punto), insieme con la decisione di avviare già da Dicembre un piano di acquisti di 40 miliardi al mese di titoli di stato americani.

Long-term interest rates are higher today than when the Fed began to cut interest rates in September 2024



Le borse ovviamente hanno esultato, dal momento che per molti operatori economici ciò significa spendere un po' meno per gli interessi da pagare e investire un po' di più se ne deriverà una maggior disponibilità di credito. Evidentemente poi dei tassi d'interesse più bassi possono determinare valutazioni aziendali più elevate, giustificando ulteriori crescite degli indici azionari. A dirla tutta la FED non ha soltanto scelto di farlo, ma ne è anche stata costretta, dal momento che il sistema bancario americano soffre da tempo di un calo strutturale dei depositi e anche stavolta necessitava di nuova finanza in vista delle ingenti nuove emissioni di titoli pubblici da sottoscrivere e rinnovare nel 2026 (per circa 8 trilioni di dollari da rifinanziare).

La manovra comunque, nel breve termine, può funzionare. A condizione però che la base monetaria americana non cresca troppo, con un effetto di rimbalzo sui prezzi di energia e materie prime tale da alimentare l'inflazione dei prezzi al consumo. E, a quanto pare, per il momento, sta funzionando. Il prezzo del petrolio che continua a calare e la riduzione della liquidità del sistema finanziario globale (si veda ad esempio la "frenata" della banca centrale giapponese) sembrano controbilanciare la politica monetaria nuovamente espansiva che la FED si accinge ad esercitare.



Tra l'altro la nuova politica monetaria della FED può facilmente indurre le altre banche centrali del resto del mondo ad applicare anch'esse delle riduzioni nel costo del denaro e aiutare dunque, indirettamente, le quotazioni delle borse valori di tutto il pianeta. Ragion per cui non soltanto gli indici azionari di Wall Street sono di nuovo vicini ai loro recenti record, ma anche le altre borse del mondo segnano quotazioni crescenti.

QUANTO POTRÀ DURARE ?

Ma il gioco vale la candela solo sin tanto che non giungano shock esogeni (come nuove guerre, ad esempio) che possano spingere al rialzo il costo dell'energia, delle materie prime e dei semilavorati. Qualora qualcosa di simile si verificasse ci sarebbero invece tutti i presupposti per una nuova fiammata inflazionistica simile a quella recentemente registrata e i tassi d'interesse, in particolare quelli a medio e a lungo termine, tornerebbero inevitabilmente a crescere più che proporzionalmente all'attuale livello di inflazione, che sembra restare al di sopra del livello considerato ottimale (il 2%).



Il sistema finanziario occidentale rimane dunque in un delicato ma splendido equilibrio, che deriva dalla combinazione dinamica di politiche monetarie e fiscali entrambe espansive e, al tempo stesso, tassi d'interesse e inflazione addirittura decrescenti. E che sia delicato lo dimostrano due tendenze preoccupanti che potrebbero tuttavia in futuro essere smentite dai fatti o potrebbero invece esplodere in tutta la loro potenza: il prezzo crescente dei metalli preziosi (le quotazioni di oro e argento in particolare sono praticamente raddoppiate nel 2025) e il tasso in salita dei titoli di stato a lunga scadenza, che rispecchia la prudenza dei risparmiatori riguardo alla leva principale che può muoverli: l'inflazione.



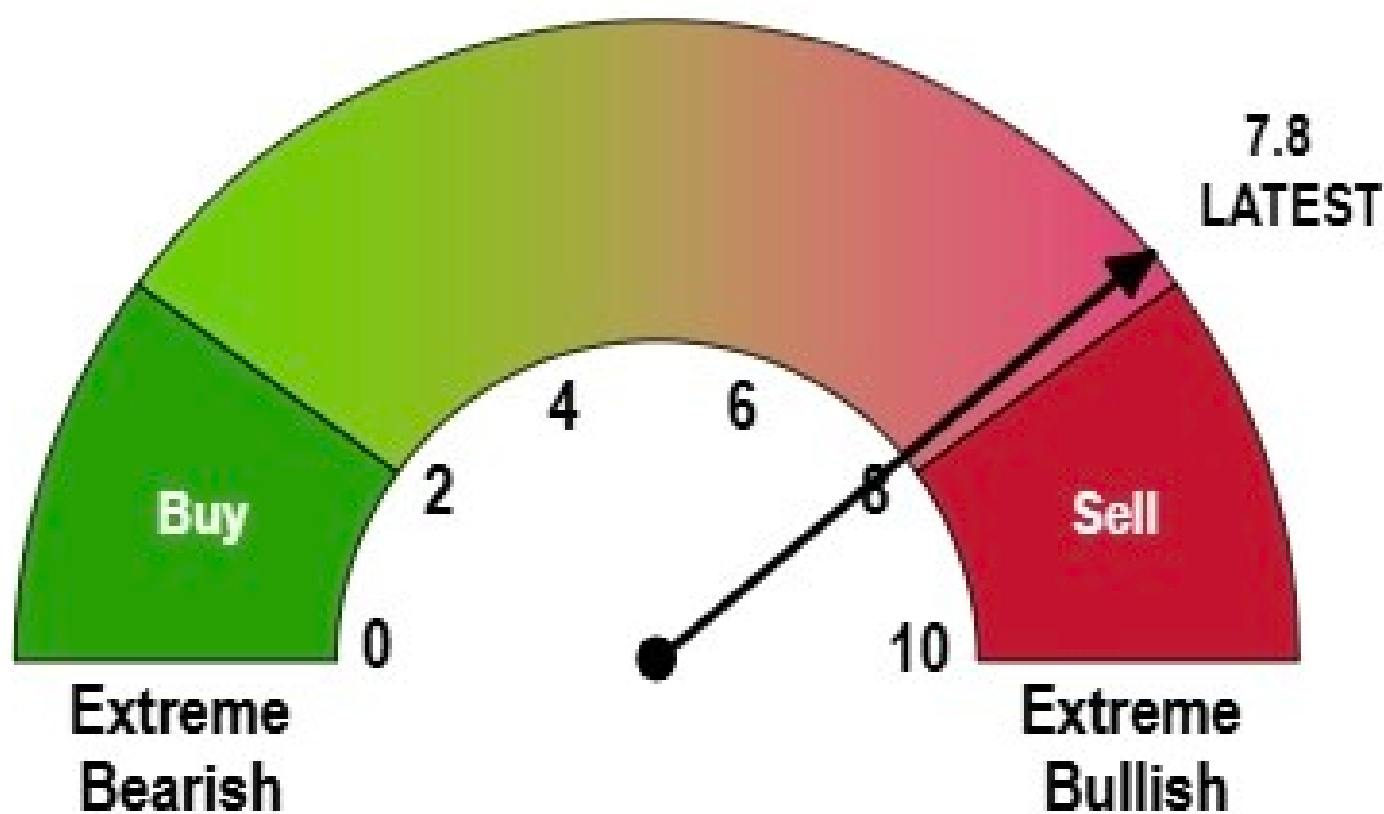
Gli investitori, d'altronde, pur felici per poter archiviare un anno da record per la performance dei portafogli gestiti, hanno altresì mangiato la foglia e stanno già provvedendo a "ruotare" i portafogli verso categorie di investimento caratterizzate da maggior prudenza, come ad esempio i titoli che esprimono maggior valore intrinseco o che riescono a pagare dividendi più generosi, penalizzando in tal modo le categorie considerate più rischiose, come ad esempio i titoli delle grandi aziende tecnologiche e le criptovalute.

LA "SCOMMESSA" DEI MERCATI

Ciò sembra tuttavia riuscire ad avvenire in modo molto graduale, man mano che ci avviciniamo alla fine del 2025, permettendo quindi ai principali indici azionari di restare vicini ai livelli massimi di sempre. La "scommessa" dell'intero mercato è dunque quella di riuscire ad accompagnare senza scossoni il processo di rotazione in corso, augurandosi di poter "contagiare" al ribasso i tassi d'interesse a lungo termine con il calo dei tassi d'interesse a breve termine, nonostante le giustificate resistenze dei grandi investitori, che restano preoccupati dalla persistenza dell'inflazione dei prezzi.

Chart 1: BofA Bull & Bear Indicator

Rises to 7.8 from 7.6



E ci sono buone probabilità che questo delicato equilibrio possa perdurare, soprattutto se saranno risolte le principali problematiche relative al costo delle materie prime e alla ripresa del commercio globale, che assicura la massima efficienza nell’allocazione delle risorse e dunque il calo dei costi manifatturieri. La spinta globale all’iper-digitalizzazione provocata dalla diffusione dei sistemi di intelligenza artificiale potrebbe aiutare a far crescere l’efficienza industriale del mondo intero e potrebbe, altresì, consentire un vantaggio competitivo alle due principali economie globali (l’America e la Cina), che sono anche quelle che hanno spinto di più gli investimenti al riguardo.

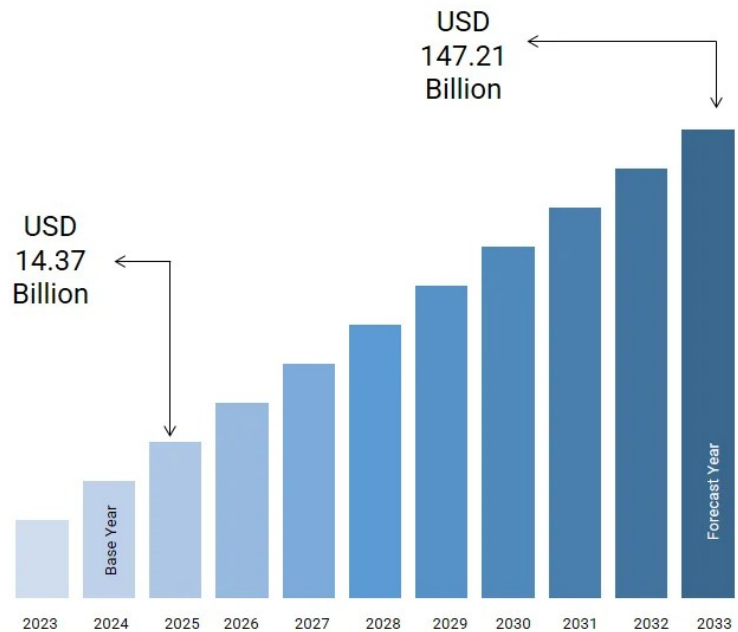
Europe Enterprise Artificial Intelligence (AI) Market

Market Size Overview



33.76%

Europe Market CAGR,
2025 - 2033



www.marketdataforecast.com

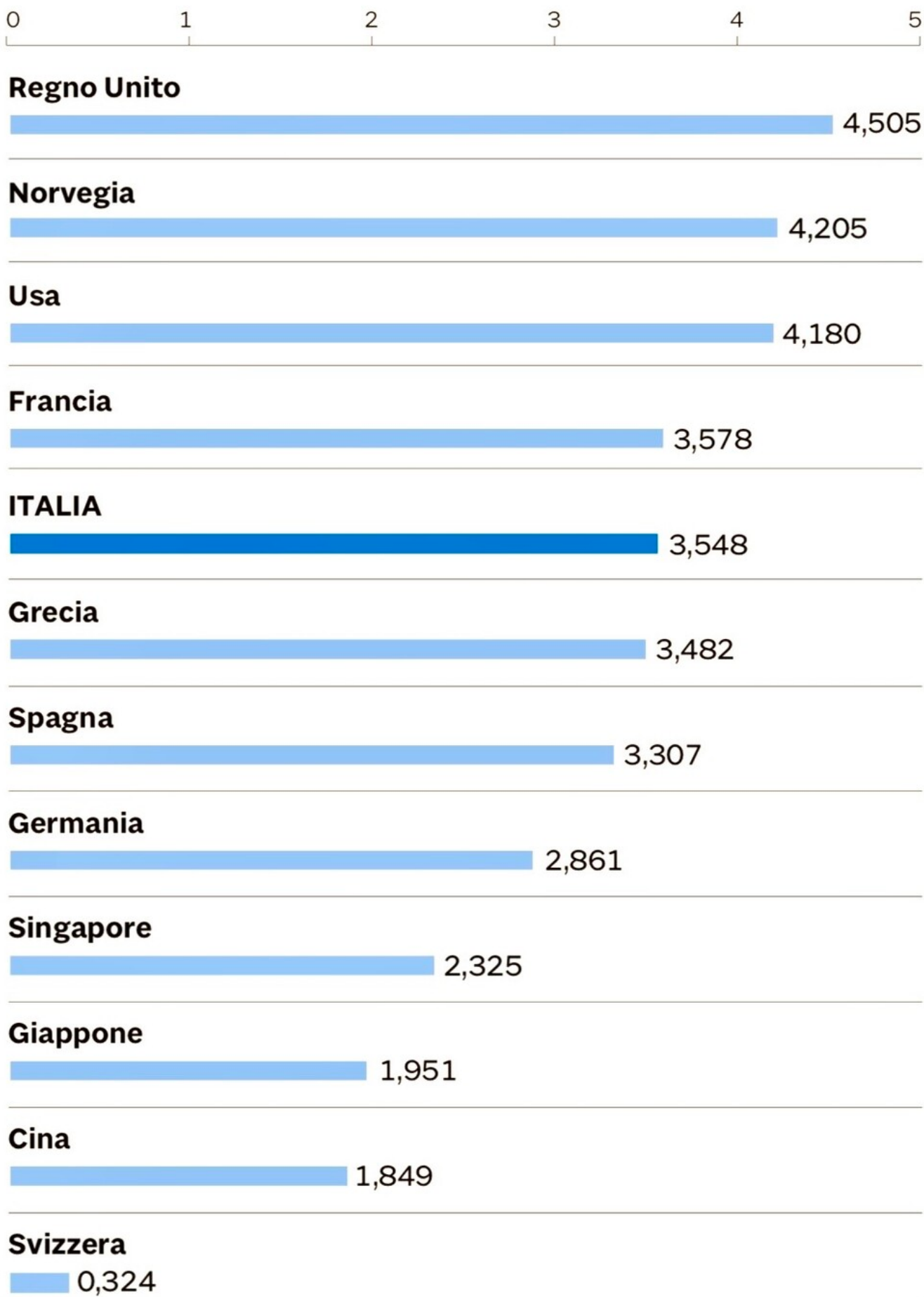
Source: Market Data Forecast Analysis

L'INFLAZIONE PUÒ ATTENDERE...

Anche l'inflazione potrebbe restare contenuta nel prossimo futuro, soprattutto se la crescita dell'economia globale rispetterà le attese di una lieve decelerazione. L'ottica rosea dei mercati finanziari resta dunque appesa al filo di tali aspettative e la congiuntura globale, al momento, sembra dare loro ragione. Anche se resta per il momento pericolosamente irrisolto l'enigma di come uscire dall'incubo del crescente debito pubblico globale, il cui peso incombe come un macigno sul fragile equilibrio attuale e che lascia molte perplessità agli investitori professionali relativamente alla sua sostenibilità prospettica. È anche per tale motivo che le quotazioni dei metalli preziosi e dei beni-rifugio restano (e rimarranno) elevate: essi rappresentano la migliore polizza di assicurazione nei confronti di eventuali nuove fiammate inflazionistiche.

I TASSI DEI BOND GLOBALI

Quanto rendono le obbligazioni governative a 10 anni. *Valori %*



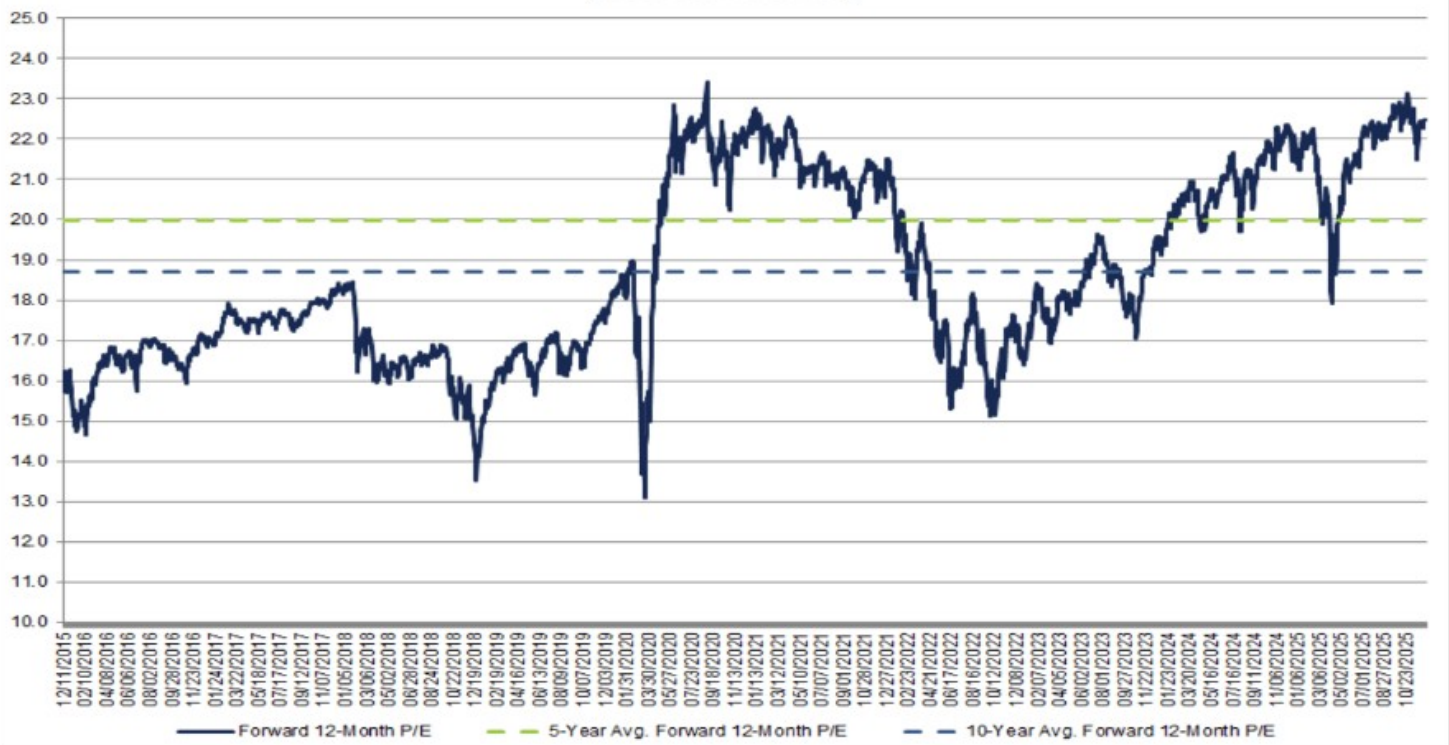
A parità di condizioni generali perciò il panorama dei mercati resta improntato ad un relativo ottimismo, anche se questo non significherà necessariamente che le borse continueranno sempre a crescere: è da mettere in conto ugualmente qualche scossone di assestamento man mano che la montagna di liquidità che li sostiene continua a crescere, e sempre che non intervengano, appunto, nuovi “cigni neri” a guastare l’orizzonte. Ma appunto, in assenza di questi ultimi, sarà difficile vedere in giro per il mondo dei veri e propri “crolli” delle borse valori, cioè un’inversione permanente dell’attuale tendenza al rialzo dell’attuale super-ciclo economico.



...E L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE NON CROLLA

Un'ulteriore nota di relativo ottimismo va inoltre spesa riguardo ai recenti timori legati alla sostenibilità degli ingenti investimenti devoluti all'altare dell'Intelligenza Artificiale, che hanno rovinato i sonni di molti investitori (e che stanno determinando un ridimensionamento delle quotazioni delle cosiddette “magnifiche 7” multinazionali tecnologiche). Se da un lato è probabile che la bolla speculativa che le riguardava tenderà a riassorbirsi, dall'altro lato occorre far notare che le aziende ipertecnologiche che ne hanno cavalcato l'onda sono anche quelle che, al momento, continuano a macinare i migliori profitti industriali e sono, al tempo stesso, anche le aziende che continuano a crescere di più, espandendo la loro influenza nei confronti di quasi tutti gli altri settori industriali. Quasi nessuno perciò appare seriamente disposto a speculare al ribasso sui relativi titoli azionari, almeno sin tanto che continueranno a macinare utili meravigliosi.

S&P 500 Forward 12-Month P/E Ratio: 10 Years
(Source: FactSet)



Stefano di Tommaso