# DAI BOND VIGILANTES AI CAPEX VIGILANTES

È la complessità a tramortire sul nascere le certezze nelle quali gli investitori sognano di crogiolarsi, soprattutto quando la realtà sfida le sensazioni. I guadagni accumulati dall'inizio dell'anno restano consistenti e riflettono in buona parte il peso della tecnologia negli indici azionari. A ottobre, però, un nuovo *sentiment* ha mosso i mercati: lo S&P 500 ha perso lo 0,9% e il Nasdaq 100 il 6,7%, mentre lo S&P 500 equiponderato ha guadagnato il 4,9%. Quando ciascuna società pesa allo stesso modo, emerge un mercato più resistente di quello dominato dalle grandi capitalizzazioni.

La Svizzera ne ha beneficiato: lo SMI è salito del 7,1%, sostenuto dal ritorno d'interesse per i grandi titoli difensivi. L'assenza di protagonisti dell'intelligenza artificiale (AI), a lungo considerata un limite dell'indice elvetico, si è trasformata in virtù. In Europa, il DAX ha guadagnato circa il 2,5% e il FTSE britannico l'1,2%; lo Stoxx Europe 600 ha concluso il miglior mese da giugno, pur risentendo delle vendite sulla tecnologia. Una rotazione anche geografica, dunque, in un clima comunque preoccupato. A essere messe alla prova sono state le condizioni finanziarie dello sviluppo tecnologico. La trasformazione affidata alla «superintelligenza», come direbbe Donald Trump, prosegue; il mercato comincia però a chiedersi quanto pagarla e chi saprà renderla redditizia.

Ad accendere la miccia è stato il riemergere dell'inflazione. Negli Stati Uniti, a settembre, i prezzi al consumo sono aumentati del 3,7% annuo, contro il 3,4% di agosto. L'incremento mensile è passato dallo 0,4% allo 0,6%. L'energia è rincarata del 5,2% nel mese e del 20,4% nell'anno; anche l'inflazione di fondo è salita dal 2,4% al 2,6% annuo. Per i prezzi alla produzione, l'aumento mensile dell'1,3% ha portato la crescita annua al 6,3%, il massimo dal dicembre 2022. L'origine energetica dello shock è evidente, e non soltanto negli Stati Uniti.

L'inflazione resta il pericolo principale perché collega mercati, geopolitica e stabilità sociale. Chi possiede un

patrimonio può trovare compensazione nella rivalutazione degli attivi. Chi dispone soltanto dello stipendio deve contenere le spese: il rallentamento dei rincari non restituisce il potere d'acquisto perduto.

Diventa così anche un indicatore della rabbia sociale. Le proteste in Francia, Italia, Serbia, Stati Uniti e Israele hanno motivazioni diverse, ma il costo della vita può amplificare il malcontento. Quando i governi chiedono risorse per difesa, energia e priorità strategiche, una parte della popolazione vede soprattutto ciò che viene sottratto alle proprie necessità.

Il disagio si trasforma in sfiducia quando si consolida la convinzione che i benefici siano privati e i costi, con notevole regolarità, collettivi. La piazza contesta questa distribuzione, cercando di fissare un limite sociale alle ambizioni geopolitiche.

Il petrolio rende visibile il legame. Le guerre trasferiscono i propri costi attraverso energia, trasporti e produzione. Nella competizione tra Stati Uniti e Cina, approvvigionamenti energetici e minerali critici diventano strumenti di pressione reciproca. Anche Venezuela, Iran e Brasile entrano in questa geografia del potere.

La vittoria di Lula contro Flávio Bolsonaro riduce la prospettiva di un Brasile più allineato a Washington. Trump probabilmente contava su una maggiore influenza sul petrolio brasiliano che, insieme a quello venezuelano, avrebbe rafforzato la sua posizione negoziale nei confronti della Cina, che detiene un quasi monopolio sulle terre rare. In questa strategia torna centrale la pressione su Teheran, e il rischio di un'escalation dopo le elezioni americane di metà mandato acquista nuova, inquietante attualità. Penalizzare gli approvvigionamenti di Cina ed Europa presenta però una controindicazione: il petrolio rincara anche per gli americani. La supremazia geopolitica, al distributore, perde parte del suo fascino.

Le banche centrali devono capire quanto dello shock energetico si trasferirà stabilmente a servizi, salari e aspettative. Alzare i tassi non produce petrolio, ma può frenare questa propagazione. La pausa della Federal Reserve di ottobre concede tempo; due membri avrebbero preferito un aumento immediato. Un rialzo a dicembre rimane possibile. Anche la Banca centrale

europea e quella giapponese hanno mantenuto invariati i tassi, lasciando aperta la porta a futuri inasprimenti monetari.

Nel mondo obbligazionario è però emersa una sfumatura importante. Dopo essersi spinto nell'area del 5,3% a inizio ottobre, il rendimento del *Treasury* decennale è tornato sotto il 5%, favorendo il recupero dei prezzi. Anche i *Bund* tedeschi hanno beneficiato della discesa dei rendimenti, mentre la Francia ha continuato a risentire dei timori sui conti pubblici e del contesto politico. Se si fosse trattato soltanto di paura dell'inflazione, il recupero obbligazionario sarebbe difficile da spiegare: gli investitori hanno considerato anche i rischi per la crescita.

Le grandi piattaforme tecnologiche stanno passando da un modello capace di generare abbondante liquidità a un'espansione che richiede centri dati, semiconduttori, reti ed energia. Il futuro digitale ha scoperto una considerevole vocazione industriale, accompagnata da un crescente ricorso al debito. Occorre però dimostrare la redditività degli investimenti e trovare capitale mentre tutti lo chiedono contemporaneamente.

Un *free cash flow* negativo, cioè l'assorbimento di più liquidità per gli investimenti di quanta ne generi l'attività operativa, non equivale automaticamente a una crisi. Una piattaforma con attività redditizie può sostenerlo; un operatore indebitato e dipendente dai rifinanziamenti dispone invece di margini inferiori e rischia di ipotecare il proprio futuro. La competizione per la leadership nell'AI è però tale che nessuno può permettersi di restare indietro. Gli avvertimenti di Dario Amodei, cofondatore e CEO di Anthropic, sui pericoli della convivenza con la «superintelligenza», condivisi anche da altri vertici del settore, si inseriscono in una corsa difficile da disciplinare: tutti potrebbero beneficiare di un ritmo più misurato, ma nessuno vuole rallentare per primo.

Il mercato ha deciso di intervenire. I *Capex Vigilantes*, come qualcuno li ha definiti richiamando l'espressione *Bond Vigilantes*, coniata da Ed Yardeni negli anni Ottanta, chiedono alle imprese la stessa disciplina che gli investitori obbligazionari pretendono dagli Stati. La disponibilità a finanziare il futuro resta; quella a farlo senza chiarezza sui tempi di ritorno diminuisce. La fiducia nel

potenziale dell'AI non scompare e il ciclo non è terminato, ma vengono penalizzate le società che compiono il passo più lungo della gamba senza spiegarne adeguatamente le ragioni, come è successo ad Alphabet, Amazon e Meta.

L'entità e la qualità del debito tornano centrali anche nella gestione delle finanze pubbliche. A Bangkok, nelle riunioni di ottobre, il Fondo monetario internazionale (FMI) ha richiamato i rischi di debiti elevati, interessi maggiori e pressioni persistenti sulla spesa. L'avvertimento non è nuovo. La risposta politica conserva una certa freschezza nell'arte del rinvio. Ottobre ha così portato al centro dell'attenzione gli eccessi di indebitamento aziendali e governativi, mentre l'inflazione ne ha reso più visibili i costi anche nelle piazze.

Il pericolo maggiore emergerebbe se l'inflazione spingesse nuovamente i rendimenti verso l'alto proprio mentre gli investimenti nell'AI deludono. *Bond Vigilantes* e *Capex Vigilantes* restringerebbero insieme l'accesso ai finanziamenti. Per ora è probabilmente sufficiente leggere i movimenti di ottobre come uno *stress test* di una tendenza sostenuta da crescita e utili. La selettività è però destinata ad aumentare: per gli indici, raggiungere nuove vette torna a richiedere risultati e disciplina nell'impiego del capitale.

La Cina, le cui borse continuano a deludere — il CSI 300 è sceso del 20% dai massimi di giugno —, merita una nota a parte. Le difficoltà strutturali sono enormi: crisi immobiliare, debiti locali, consumi deboli, pressioni deflazionistiche e invecchiamento demografico. A tutto ciò il FMI aggiunge gli squilibri prodotti dagli investimenti statali finanziati a debito. Una borsa deludente non dimostra però un ritardo tecnologico. In un'economia pilotata, le priorità strategiche possono ricevere risorse anche quando la redditività immediata le sconsiglierebbe. Questo può produrre sprechi, ma anche progressi che le quotazioni ancora non raccontano. E se, in alcuni ambiti decisivi dell'AI, i cinesi fossero più avanti di quanto supponiamo? Basterebbero prestazioni comparabili a costi molto inferiori per mettere in discussione margini e investimenti dei colossi americani. Sarebbe un vero shock di mercato, ma anche di sistema.