

## DALLA RETE GLOBALE ALLA FABBRICA DIGITALE

I mercati finanziari chiudono novembre in un clima di incertezza composta, sospesi tra segnali macroeconomici contrastanti, dati non sempre completi e chiari sull'economia reale e una transizione strutturale nel cuore stesso del modello tecnologico occidentale. Le borse si sono mediamente riprese a fine novembre (solitamente un mese positivo), dopo il calo più consistente da aprile. L'economia europea stenta ancora a prendere slancio. Sebbene l'indice del *sentiment* per l'eurozona sia leggermente migliorato a novembre, a 97 punti rimane al di sotto della media di lungo termine di 100. Poiché molti dati economici sono stati ritardati o non pubblicati affatto a causa del *shutdown* negli Stati Uniti, il Beige Book della Federal Reserve, pubblicato mercoledì 26 novembre, ha ricevuto maggiore attenzione da parte degli investitori. I dodici distretti scrutinati dall'istituto di Jerome Powell hanno registrato pochi cambiamenti sostanziali nell'attività economica, con un leggero

calo dell'occupazione e moderazione nei consumi. I dazi stanno aumentando i costi nel settore manifatturiero e nel commercio al dettaglio. Ciononostante, il rapporto sull'inflazione è rimasto invariato o moderato.

Tutto ciò è bastato al mercato per convincersi che la Fed è pronta a tagliare il suo tasso di riferimento dello 0,25%, per la terza volta consecutiva, alla prossima riunione del 10 dicembre, con una probabilità che è salita all'80% dopo aver toccato il 40% nel corso del mese. La porta di tre ulteriori tagli nel 2026 si è riaperta dopo essere stata socchiusa nella prima parte di novembre. In un contesto in cui l'indebitamento aumenta sia a livello aziendale, a causa degli investimenti nell'intelligenza artificiale (AI) sia a livello di stati, l'andamento dei tassi e la liquidità nei mercati sono fondamentali per la stabilità dell'intera impalcatura finanziaria. I mercati hanno deciso di dar credito più alle rimostanze di Donald Trump, per il quale la Fed è sempre in ritardo, che ai

dati economici che non delineano ancora un percorso chiaro. Gli ordini di beni durevoli sono aumentati a settembre più del mese precedente e più di quanto previsto dagli analisti. Le richieste iniziali di sussidi di disoccupazione settimanali sono state inferiori alle aspettative e, a differenza del Beige Book, non segnalano alcuna debolezza del mercato del lavoro. Queste indicazioni non sono riuscite a smorzare la voglia di *Bull market* che tanto piace al presidente degli Stati Uniti.

L'S&P 500 è risalito a quota 6'849 punti, chiudendo il mese quasi invariato e recuperando il 3,3% nell'ultima settimana (+16,45% da inizio anno), il Nasdaq non è riuscito a recuperare tutte le perdite del mese (-1,51%), ma in cinque sedute ha messo a segno un +4,91% e da inizio anno segna comunque un +21%. Gli indici europei, proprio perché meno toccati dalla tecnologia, hanno subito perdite meno rilevanti nel corso del mese e chiuso sostanzialmente in parità. Bene si è comportata la Svizzera, dopo le indicazioni su un abbassamento dei dazi dal 39% al 15%, con lo SMI salito nel mese del 4,9% (+10,6% da inizio anno), grazie anche ai guadagni consistenti di pesi massimi come Roche, Novartis,

Richemont e Alcon. Tecnologia e geopolitica sembrano orientare i mercati mantenendo al centro gli Stati Uniti. Non a caso tra i perdenti di novembre c'è il KOSPI coreano (-4,4% nel mese, +63,6% da inizio anno), Taiwan (-2,1%, +19,93% da inizio anno), il Giappone (Nikkei, -4,4%, +26% da inizio anno) e la Cina (Hong Kong, -0,18%, +28,9% da inizio anno; CSI300, -2,46%, +15% da inizio anno), che oltre a subire i dazi deve mostrare la strada che intende intraprendere per sostenere le sue promesse di crescita.

Se la superficie dei mercati sembra relativamente stabile, le correnti profonde raccontano tuttavia una storia più complessa. La prima riguarda il tema più dibattuto del mese: il rischio di una bolla nell'intelligenza artificiale. A ottobre i principali indici tecnologici avevano toccato nuovi massimi; nelle settimane successive sono arrivate le prese di profitto, soprattutto nei listini ad alta intensità tecnologica come il SOX, l'indice dei semiconduttori, che ha ceduto il 2,8%, malgrado un recupero del 9,5%. È in questo contesto che sono riemersi due interrogativi che hanno agitato i mercati nella prima metà di novembre: fino a che punto l'AI può continuare a crescere senza

generare squilibri? E che cosa accade se la Federal Reserve decide di ritardare i tagli dei tassi più del previsto?

Entrambe le domande hanno la stessa radice: i costi dell'AI stanno salendo molto più velocemente dei profitti. Per anni la narrazione dominante, sintetizzata da Jeremy Rifkin<sup>1</sup>, è stata quella della "società a costo marginale zero": piattaforme digitali con costi decrescenti, business scalabili, investimenti iniziali minimi rispetto alla crescita potenziale. Ma la nuova infrastruttura dell'AI non assomiglia a quella promessa teorica: il cuore della rivoluzione attuale non è la leggerezza dei bit, bensì il peso dei megawatt.

Gli *hyperscaler* – Microsoft, Google, Amazon, Meta, etc. – stanno infatti investendo in infrastrutture *cloud* e capacità computazionale con livelli mai visti nella storia del settore. I dati più recenti mostrano spese in capitale fisso (*CapEx*) aggregati verso i 400 miliardi di dollari nel 2025, destinati a salire a oltre 500 miliardi nel 2026, con proiezioni di investimento complessivo da 3 mila miliardi entro fine decennio. È una spirale

industriale dai contorni classici: costruire, finanziare, ammortizzare e sperare che la domanda finale sia in grado di sostenere il ciclo. L'aumento dei giorni di inventario di NVIDIA – in salita, ma ancora a livelli non preoccupanti – e l'espansione continua del rapporto *CapEx*/ricavi degli *hyperscaler* sono diventati i segnali più osservati dagli investitori, perché mostrano che l'AI "perpetual motion machine" potrebbe non essere poi così perpetua se la monetizzazione non accelera.

Per molti versi stiamo entrando in una rivoluzione industriale più vicina a quella dell'Ottocento che all'era di internet. L'AI non è un'applicazione immateriale: richiede infrastrutture fisiche, terre rare, semiconduttori avanzati, rete elettrica, raffreddamento, *data center* da miliardi di dollari e una quantità crescente di energia. Tutto ciò deve essere finanziato e ammortizzato. Fino a pochi anni fa, le grandi aziende tecnologiche disponevano di abbondante cassa e non avevano bisogno di pianificare cicli di ammortamento. Oggi devono farlo, e i mercati stanno iniziando a chiedere conto

---

<sup>1</sup> Jeremy Rifkin, *La società a costo marginale zero, L'internet delle cose, l'ascesa del commons*

*collaborativo e l'eclissi del capitalismo*, Mondadori, Milano 2014.

di questa trasformazione più “materiale” del previsto.

È esattamente questa paura – l’idea che si sia passati da un modello a costi marginali decrescenti a uno che richiede investimenti pesanti e costanti – ad aver innescato la correzione dei mercati nella prima parte di novembre.

L’altra preoccupazione è arrivata dal fronte monetario: il timore che la Fed possa rinviare l’inizio del ciclo dei tagli. I rendimenti dei *Treasury* decennali sono scesi anche sotto il 4%, segnalando che il mercato non vuol credere più nella possibilità di ulteriori rialzi, ma l’incertezza resta elevata. Le minute della Fed non hanno fornito indicazioni chiare, e per complicare ulteriormente il quadro manca un mese intero di dati macroeconomici, saltati durante lo *shutdown* del governo. La banca centrale naviga quindi più a vista del solito, in un’economia in cui la produttività sta accelerando, ma l’occupazione rallenta proprio a causa dell’AI. I rischi che la liquidità, pur ancora sui massimi (M2), possa diminuire sono aumentati nel mese. Le riserve bancarie negli Stati Uniti sono scese sotto la soglia dei 3 mila miliardi di dollari. È un segnale precoce di condizioni di restringimento.

Tuttavia, la Fed è chiaramente consapevole di queste pressioni e si sta preparando a sospendere il *Quantitative Tightening* (QT) a dicembre. In altre parole, novembre funziona come un mese di transizione, e la liquidità dovrebbe iniziare ad allentarsi una volta che il QT sarà fermato.

È questa la contraddizione che accompagnerà il 2026: la deglobalizzazione continua a esercitare pressioni inflattive, mentre l’intelligenza artificiale spinge nella direzione opposta. La prima aumenta i costi, la seconda li riduce. La prima richiede più manodopera e più capitale regolatorio, la seconda ne richiede meno. La prima frammenta le catene del valore, la seconda le comprime. È la loro interazione a determinare le aspettative sui tassi d’interesse: gli investitori scommettono che l’effetto deflattivo dell’AI prevarrà, permettendo alla Fed di continuare i tagli nel 2026; ma questa stessa dinamica mette sotto pressione il mercato del lavoro, alimentando una fragilità che la banca centrale non può ignorare.

In questo scenario, i mercati continuano a salire più per mancanza di cattive notizie che per presenza di buone. L’Europa

rallenta, gli Stati Uniti oscillano, la Cina resta debole, ma nessuno degli indicatori osservati dai grandi investitori segnala un rischio imminente: il ciclo dei semiconduttori resta in espansione; la produttività USA sorprende al rialzo; la liquidità globale appare ancora ampia, né il dollaro né lo yen si comportano da valute rifugio. Tutto suggerisce che il vero punto di flesso non sia ancora arrivato. E che, salvo qualche correzione tattica - soprattutto se il 10 dicembre non ci sarà il taglio dei tassi ormai scontato o se la Fed si mostrerà prudente sui passi futuri - almeno fino al primo e forse al secondo trimestre dell'anno prossimo i mercati dovrebbero continuare la loro corsa. Poi, il percorso potrebbe complicarsi.

In controluce, si intravede una trasformazione profonda: stiamo passando dall'internet leggera alla pesantezza dell'AI, dai margini crescenti ai costi *capital intensive*, dallo spirito di Rifkin alla concretezza di un nuovo ciclo industriale. I mercati lo hanno capito, ma non l'hanno ancora del tutto prezzato. Il 2026 potrebbe essere l'anno in cui le due logiche – quella della rete globale e quella della fabbrica digitale – si incontrano davvero. E sarà in quell'incontro che si

deciderà se questo decennio continuerà a essere “ruggente”, come scrive da tempo il celebre *strategist* di Wall Street Ed Yardeni, o se inizierà a somigliare a qualcos'altro.