

INTELLIGENZA ARTIFICIALE LIQUIDITÀ E GEOPOLITICA

I mercati non si fermano. Gli investitori sono divisi. Quelli più sofisticati, gli istituzionali, tendono a concentrare la loro attenzione sui multipli che sono, soprattutto negli Stati Uniti, sicuramente gonfi. La parte più prudente dei piccoli investitori continua ad aspettare una correzione (per acquistare di più) mentre il popolo del *trading online* cresce lasciandosi trascinare dai rialzi. A ottobre il Dow Jones è salito del 2,5%, lo S&P del 2,27%, il Nasdaq del 4,7%. Anche l'Europa è stata presa di mira da flussi positivi: +2,4% l'Eurostoxx50, +3,9% per l'inglese FTSE 100, +1% per la Svizzera (SMI). In Asia il KOSPI coreano è lievitato addirittura del 20%, come pure il Giappone con il Nikkei (+16,6%), mentre l'India ha guidato il Sud-Est asiatico con un aumento del 5%. A trascinare il movimento sono stati soprattutto i titoli tecnologici: l'indice americano dei semiconduttori (PHLX) ha messo a segno un +13,5%. A prendere fiato, nel mese, è stata la Cina con Hong Kong che ritraccia del 3,5% (da inizio anno

+29%) e il CSI 300 che ha marciato sul posto, ma nei primi dieci mesi del 2025 registra un +18%. I temi che hanno sostenuto quella che appare come una marcia inarrestabile sono sostanzialmente tre: l'intelligenza artificiale, la liquidità e la geopolitica.

I dati trimestrali delle principali aziende "produttrici" di intelligenza artificiale (IA) non sono stati uniformi, ma globalmente hanno soddisfatto le aspettative, come segnala NVIDIA (+8,5% in ottobre) volata oltre i 5'000 miliardi di capitalizzazione. Sul podio anche due pesi massimi: Alphabet (+15,7%) che ha superato le stime di *consensus* e Amazon (+11,3%) la cui crescita è stata accelerata, in una maniera mai più vista dal 2022, dal *cloud-computing business*. Queste due società beneficiano anche della valutazione della *startup* di intelligenza artificiale Anthropic - da loro partecipata e con la quale collaborano operativamente - che a settembre è schizzata a 183 miliardi di dollari, quasi quadruplicando il suo valore

precedente. Ma accanto al bello le trimestrali sono state l'occasione per prendere coscienza di alcuni rischi in divenire. Meta ha deluso le alte aspettative sul fronte degli utili e ha preoccupato i mercati per la sua intenzione di ricorrere pesantemente al debito (30 miliardi di nuove obbligazioni) per finanziare gli investimenti nell'AI, ulteriormente gonfiati: è riuscita a perdere oltre l'11% in un solo giorno. Microsoft ha superato le attese sia per quanto riguarda il fatturato sia per i ricavi; eppure, è stata penalizzata dai mercati. La società ha comunicato di aver speso quasi 35 miliardi di dollari nell'AI, una cifra importante che ha offuscato i dati positivi sulla crescita del *cloud*.

I mercati sanno bene che le valutazioni di questi titoli, che rappresentano quasi il 35% della capitalizzazione dello S&P, si avvicinano sempre più a quelle del periodo delle *dot.com* d'inizio millennio, quando avevano alimentato una bolla che poi è scoppiata. Ma non si sono mai preoccupati veramente del pericolo di agire all'interno di mercati fuori controllo in quanto, almeno per i grandi, gli *hyperscaler*, l'indebitamento è limitato e le spese per l'AI sono coperte al 94% dai *cash flow* (*operating cash flow*), tracciando

comunque una veloce evoluzione dal 76% nel 2024. Quindi il pericolo ancora non c'è, ma la scommessa sulla monetizzazione di questi investimenti esige conferme veloci. Ad intricare le aspettative c'è un altro fenomeno che riguarda gli investimenti circolari: i grandi finanziano società dell'AI, come OpenAI o Anthropic, che a loro volta utilizzano il capitale per acquistare potenza di calcolo da chi gli ha dato la liquidità. Queste preoccupazioni riguardano però il futuro visto che per ora non c'è un'esplosione del credito in questo ambito. I rischi potrebbero venire dalla liquidità.

Questo è un altro tema che non ha particolarmente interessato i mercati: la massa monetaria (M2) delle principali banche centrali è ancora sui massimi storici spinta soprattutto da Pechino. I mercati sono però convinti che sia negli Stati Uniti sia in Cina ci sia una forte determinazione a non togliere carburante ai mercati: Trump vuole borse in crescita per consolidare il suo elettorato e a Xi Jinping fa comodo l'effetto ricchezza di borse in crescita a fronte di un mercato immobiliare che soffre.

La riunione della Federal Reserve (Fed) del 19 ottobre, come atteso, ha effettuato

un altro taglio dei tassi di 0,25% e ha annunciato la sospensione della riduzione del bilancio (*Quantitative Tightening* - QT). Questa decisione è probabilmente da collegare alla diminuzione delle riserve in eccesso, detenute dalle banche commerciali rispetto ai requisiti minimi, scese sotto i 3'000 miliardi. Anche questo non è un dato attualmente pericoloso per i mercati. Ma la tendenza è chiara e può diventare velocemente preoccupante: Powell ha agito d'anticipo per scongiurare il ripetersi di quanto era avvenuto nel settembre 2019, quando le banche commerciali si ritrovarono improvvisamente a corto di liquidità sul mercato dei pronti contro termine (*repo market*). Mettendo in pausa il QT prima di raggiungere punti critici, la Fed ha fornito una tempestiva iniezione di fiducia, stabilizzando la liquidità e attenuando i timori di una carenza di finanziamenti.

Parallelamente, Powell ha apparentemente deluso i mercati in quanto ha comunicato che “un taglio dei tassi a dicembre non è garantito”. È possibile che, malgrado le pressioni di Trump, la Federal Reserve voglia dimostrare la sua relativa indipendenza e allo stesso tempo mitigare le aspettative

eccessivamente ottimistiche del mercato che opera nel quadro di un'economia che resta resiliente. Si tratta di mantenere aperto un margine di manovra almeno a livello di narrazione: il taglio dei tassi può rendersi necessario per sostenere l'occupazione, ma allo stesso tempo rischia di portare i mercati in zona “bolla”. È probabile che, quando riprenderà veramente l'attività del Congresso, con l'approvazione di nuovi finanziamenti, nel loro insieme (tagli dei tassi, interruzione del QT e leva fiscale) le condizioni monetarie rimangano accomodanti anche nel quarto trimestre del 2025 e nel primo trimestre del 2026.

Questa fase storica è asservita alla geopolitica. Intelligenza artificiale e liquidità sono strumenti di potere tanto quanto lo sono le armi, convenzionali e atomiche. Trump ha scelto di utilizzare la forza relativa degli Stati Uniti per imporre al mondo un riequilibrio di potere che permetta al suo paese di mantenere un ruolo egemonico, talmente perfetto, spera, da candidarlo al Nobel per la pace. Nemici e alleati sono chiamati a sostenere le spese della ristrutturazione del sistema americano pagando i dazi o/e investendo direttamente negli Stati Uniti, mentre il

vantaggio competitivo degli *hyperscaler* va nazionalizzato e centellinato così da rallentare le ambizioni degli altri: la tecnologia più sofisticata deve restare saldamente nelle mani di Washington.

La confusione, reale o apparente, dell'agire trumpiano ha parzialmente funzionato in questi primi mesi: non a caso le borse hanno festeggiato. Ma l'oro, superando la barriera dei 4'000 dollari l'oncia, segnala che comunque non tutti sono disposti a piegarsi ai voleri del Tycoon. La Cina ha dimostrato di essere resiliente riuscendo a ridurre l'esposizione alle esportazioni statunitensi dal 20% al 10% e favorendo una ripresa, che questa volta potrebbe essere strutturale, delle sue borse. Nell'intelligenza artificiale Pechino ha meno potenza di calcolo ma più energia: l'elettrificazione cinese è ben strutturata con forti investimenti nel nucleare: mettendo in rete i suoi *server* supplisce alla mancanza di potenza dei suoi *chip*. Inoltre, la Cina ha una sorta di monopolio nella produzione di terre rare.

L'incontro tra Xi Jinping e Trump, il 30 ottobre a Busan, a margine del summit APEC 2025, ha mostrato la forza costruita della strategia cinese di fronte alla volontà assolutista di Trump. Nella città della

Corea del Sud il mondo ha capito che tra i due paesi c'è la necessità di negoziare perché hanno bisogno entrambi di tempo per concretizzare le loro strategie.

Il ruolo delle altre potenze sarà da monitorare con attenzione. Gli Stati Uniti hanno trovato un apparente appoggio nella nuova leadership giapponese e hanno ripreso i rapporti con l'India con un accordo militare. Ma in Asia, polo mondiale emergente, tutti commerciano con la Cina, Giappone compreso. In questo gioco di posizionamento Trump vorrebbe avere dalla sua parte la Russia con concessioni che pagherebbe l'Europa. Questo sottile gioco geopolitico ha comunque bisogno di tanta intelligenza artificiale e liquidità che si traduce nel sostegno diretto o indiretto alle borse. Queste però, almeno tatticamente, dovranno fare i conti, a novembre, con lo *shut down*, ancora in corso, e con la Corte costituzionale che si pronuncerà sulla legittimità dei dazi.