

## I DUE FRONTI

Mercati ancora calmi, ma resta il nodo di Hormuz



Andrea Vicentino. *La battaglia di Lepanto. 1600*

In ogni guerra ci sono due fronti. Quello esterno è la lotta al nemico, quello interno è la conservazione o la costruzione del consenso alla guerra da parte dei media, degli elettori, delle forze politiche, degli operatori economici e dei mercati finanziari. La propaganda, la censura e la repressione del dissenso sono le classiche armi che si usano sul fronte interno, ma versioni più sofisticate e più efficaci includono, tra l'altro, l'adozione di una politica economica ad hoc (protezionismo, reflazione, riconversione industriale) e la stabilizzazione dei mercati.

L'importanza del fronte interno è maggiore di quel che appare. Molte guerre (basta ricordare il Vietnam o le guerre di decolonizzazione degli anni Sessanta e Settanta) sono state perdute sul fronte interno prima che sui campi di battaglia.

Come ogni leader in guerra, Trump deve cercare di parlare al nemico e, al tempo stesso, al fronte interno. Al nemico cerca di spiegare che la guerra non avrà limiti di tempo e di intensità e che finirà solo con la resa incondizionata. Al fronte interno deve invece narrare che la guerra sarà brevissima e praticamente indolore non solo per i civili, ma anche per i soldati, che per quanto possibile verranno sostituiti dalla tecnologia e tenuti al sicuro.

Nella prima settimana di guerra i mercati non sono riusciti a distinguere le due narrazioni, quella esterna e quella interna, e hanno preso alla lettera entrambe, correndo a vendere quando ascoltavano le minacce al nemico e a ricomprare quando Trump parlava al fronte interno. Negli ultimi giorni hanno imparato a considerare con prudenza le dichiarazioni (che in guerra sono sempre sopra le righe e raramente veritiere) e a guardare di più ai fatti.

Anche i fatti, però, sono di due tipi. Ci sono quelli che riguardano il fronte di guerra e quelli interni. Per quanto riguarda i mercati, i fatti interni, oltre ovviamente all'andamento delle grandezze macro e degli utili, riguardano le misure prese dalle autorità per contenere la volatilità e la speculazione.

I fatti interni del primo tipo, quelli macro che sono soliti occupare l'attenzione dei mercati, non sono per ora cambiati molto, anche perché le statistiche che arrivano sono ancora relative alle settimane precedenti la

guerra. La debolezza dell'occupazione americana in febbraio va compensata con la forza di gennaio e indica un'economia che cresce tutta sul versante della produttività, un fatto che a borse e bond non può dispiacere troppo.

Per quanto riguarda la tenuta sotto controllo dei mercati da parte delle autorità, bisogna dire che fino a questo momento si tratta della parte meglio gestita del conflitto. Bessent è stato del resto trader e gestore di hedge fund e sa come prendere i mercati, garantendo quella stabilità che lascia più spazio di manovra alla gestione del fronte esterno.



*D. Serres. The Captured Spanish Fleet at Havana, 1762*

Domenica sera, alla vigilia di un'apertura che si preannunciava tempestosa, sono stati aumentati i margini sul petrolio e abbassati quelli sull'oro. In pratica è stato detto ai mercati di proteggersi o di speculare utilizzando l'oro, se volevano, ma di non farlo sul petrolio. Fate pure salire l'oro, la cosa al momento non ci dà nessun fastidio, ma guai a voi se vi mettete ad accaparrare petrolio, facendo salire l'inflazione e mettendo a rischio il ciclo economico. Per essere più convincente il Tesoro, attingendo al fondo discrezionale a disposizione dell'amministrazione, ha venduto al ribasso petrolio (di carta) ai fondi e ai trader che volevano comprarlo e ha così stabilizzato il prezzo e calmato in questo modo anche cambi, azioni e bond.

Qualcuno ha gridato alla manipolazione del mercato, dimenticandosi che in tempo di guerra questa è la regola. Altri hanno accusato il Tesoro di mettere a rischio i soldi dei contribuenti, dimenticando che un soggetto con le spalle larghe può riportare praticamente quanto a lungo vuole la sua posizione, aspettando con la massima indifferenza il momento in cui sarà in grado di ricoprirsi alla pari o in utile.

Abbastanza velocemente ci si è poi mossi sul rilascio di petrolio dalle riserve strategiche. Qui le obiezioni sono state numerose. Non importa, si è detto, la quantità potenzialmente rilasciata, 400 milioni di barili in totale, ma la dimensione del flusso quotidiano. Per ragioni tecniche, si è osservato, non si riuscirà a rilasciare che 2 milioni di barili al giorno, quando la produzione bloccata nel Golfo è di 20. Sottrarre 18 milioni di barili a un mondo che ne consuma 103 non è certo poco. Vero, ma i 18 milioni mancanti scendono a 13 se si considera la produzione che i sauditi stanno deviando verso il Mar Rosso



*P. Louthembourg. The Defeat of the Spanish Armada. 1796*

(sempre che i droni iraniani non facciano saltare l'oleodotto). Scendono a 10 contando la produzione propria che l'Iran, ovviamente, sta lasciando passare per Hormuz e scendono ulteriormente se l'Iran concede permessi di transito ai paesi, come l'India, che glieli stanno chiedendo in cambio di qualche concessione per ora non nota.

C'è poi sempre la possibilità che i governi varino misure di contenimento della domanda, come limiti al riscaldamento o alla velocità delle auto. Fanno molto anni Settanta e, di fronte a una guerra che già non è popolare, si cercherà di evitarle il più a lungo possibile.

Resta comunque un buco, che solo in parte sarà compensato da un aumento della produzione russa o americana. Inoltre, il mercato globale del petrolio è in questo momento segmentato e cominciano a esserci tensioni nella petrolchimica e, in particolare, nei fertilizzanti, che influenzano i prezzi alimentari.

Il problema centrale è però strategico e non è affatto semplice da risolvere. Trump continua a dire che può finire la guerra in qualsiasi momento e il mercato gli crede ancora. Vero, ma più in teoria che in pratica. Può Trump dichiarare conclusa la guerra quando Hormuz è ancora sotto controllo iraniano?



Thomas Luny. Bombardment of Algiers. 1820

La conclusione del conflitto richiede dunque, realisticamente, che si passi attraverso una riconquista militare del Golfo (con i rischi connessi) o un intervento a terra (ancora più rischioso) o l'uso (o la minaccia di usare) ordigni massimamente devastanti.

Per queste ragioni la guerra, verosimilmente, richiede ancora del tempo. Jeff Currie, uno dei massimi studiosi del mercato delle materie prime, sostiene che se anche il conflitto finisse subito, il prezzo del petrolio resterebbe alto per alcuni mesi per effetto delle dislocazioni della produzione e dei mercati.

In conclusione, sembra ragionevole mantenere un portafoglio ben diversificato ma è presto, o comunque rischioso, puntare sul rialzo del dopoguerra. A costo di perdere qualche occasione, è meglio continuare a restare sulla difensiva.

**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.