

## GLI EFFETTI DELLA GUERRA

Il boom inflazionistico incontra la stagflazione



F. Pilaram. *Mosques of Isfahan*. NYU. 1962

Quanto è cambiato il mondo dopo la guerra all'Iran? A guardare il quadro geopolitico vediamo un'America più isolata, un Iran gravemente ferito ma ancora in piedi, la parte araba del Golfo ancora più allineata all'America e un'Asia che si interroga su quanto potrà davvero contare sull'ombrello americano in caso di conflitto con la Cina.

Sono, più che cambiamenti, accelerazioni di processi che erano già avviati, ma non sono trascurabili.

Quanto è invece cambiata la rappresentazione che i mercati finanziari si stanno facendo del quadro economico? Quasi per niente, almeno se si guarda alla borsa americana, che si trova oggi praticamente allo stesso livello del 27 febbraio con il Nasdaq addirittura più in alto. La guerra ha quasi fatto dimenticare il malessere che circondava il mondo del private credit e i timori sull'AI. Quanto ai settori tradizionali, l'energia è oggi ovviamente più forte, mentre i titoli legati ai consumi perdono qualcosa, ma non in modo rilevante.

Anche gli spread di credito, che tendono a muoversi in linea con l'azionario, sono tornati ai livelli precedenti la guerra, sia per i debitori di buona qualità sia per gli alti rendimenti.

Dove è rimasta una ferita non cicatrizzata è nella parte lunga della curva dei rendimenti. Il Treasury decennale, pur avendo recuperato qualcosa negli ultimi giorni, rende ancora 36 punti base in più rispetto al 27 febbraio e non sembra avere intenzione, almeno nel breve, di muoversi da questi livelli.

Il comportamento dei mercati ha un senso che può essere meglio inteso se consideriamo quello che sta accadendo come il risultato dell'impatto tra il paradigma di boom inflazionistico che dominava il mondo prima della guerra e lo shock stagflazionistico da offerta provocato dal rialzo del greggio e dalle dislocazioni nelle filiere dell'energia.

In pratica, un mondo che era programmato per il surriscaldamento tanto della crescita quanto dei prezzi, si trova a dovere gestire una bufera che raffredda la crescita (senza arrestarla) e scalda ulteriormente i prezzi.

Va poi aggiunto un terzo fattore, che i mercati stanno iniziando a incorporare, costituito dalla risposta fiscale dei governi allo shock. Per ora stiamo vedendo, in Europa e in Asia, sussidi all'energia per famiglie e imprese. Per l'America va poi considerato il costo della guerra, finora stimato dall'amministrazione in 200 miliardi e destinato a crescere. Lo spazio fiscale e la volontà di crearne di nuovo sono molto inferiori rispetto ai tempi del Covid, ma la direzione è la stessa e porta a più spesa pubblica e a maggiori disavanzi. I maggiori disavanzi saranno solo in parte mitigati da imposizioni sugli extraprofitti dei settori avvantaggiati dalla crisi energetica. Queste imposizioni avranno infatti un valore politico e simbolico, ma non avranno un peso decisivo.



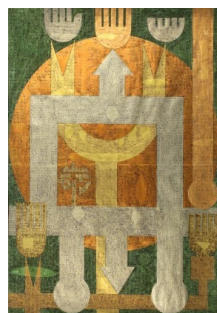
F. Pilaram. *Village Mosque*. NYU. 1962

Il fattore fiscale agirà da contrappeso agli impulsi recessivi e manterrà quindi il segno positivo della crescita. I sussidi ai consumatori di energia conterranno l'inflazione, ma, aggravando i disavanzi, raffredderanno la domanda di titoli governativi lunghi.

La politica monetaria non potrà fare molto per cambiare le cose. Stimolare la domanda quando questa è temporaneamente in contrazione, come abbiamo visto durante il Covid, ha senso (anche se durante il Covid si è esagerato). Stimolare la domanda in presenza di uno shock da offerta, come è il caso oggi, fa solo salire ulteriormente i prezzi. Si può creare dal nulla moneta, ma non si può creare dal nulla petrolio.

Questo non significa nemmeno che abbia molto senso alzare i tassi in questo contesto. Come si usa dire, i prezzi alti delle materie prime sono la cura migliore per gli stessi prezzi alti, perché distruggono domanda senza bisogno che ci si metta anche la politica monetaria restrittiva.

In sintesi, il trovarci oggi con le borse vicine ai livelli di febbraio (che erano comunque sotto i massimi) e con i bond lunghi strutturalmente indeboliti sembra avere senso.



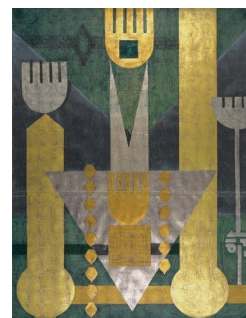
F. Pilaram. *Mosques of Isfahan*. 1963

Si è molto dibattuto in queste settimane se la guerra rafforzi o indebolisca la Cina. A consuntivo, sembra di poter dire che il fatto che l'Iran, uno tra i più importanti partner commerciali della Cina, sia rimasto in piedi è un fatto positivo per Pechino. I paventati effetti negativi sulla disponibilità di greggio, dal canto loro, non si sono verificati perché il petrolio iraniano continua a rifornire la Cina attraverso Hormuz. La crisi supporta d'altra parte a livello globale la domanda di rinnovabili, prodotte in gran parte da tecnologia cinese.

Qualcuno ha pensato che la Cina avrebbe approfittato della guerra all'Iran per attaccare Taiwan. Che non lo abbia fatto conferma che non è questa la strada preferita da Pechino, che è invece quella della pazienza da una parte e, dall'altra, della presa d'atto da parte di Taipei che la difesa americana, come mostrato dal Golfo, è meno scontata e meno efficace di quanto si pensasse.

L'importante visita del Kuomintang taiwanese a Pechino in questi giorni va letta in questa luce.

Concludiamo sull'oro. L'instabilità geopolitica e le spinte verso una maggiore inflazione continuano a costituire un forte elemento di supporto. Gli acquisti netti delle banche centrali, come indica il rapporto appena pubblicato del World Gold Council, relativo a febbraio, continuano ininterrotti da 23 mesi. Le vendite di Russia, Turchia e in marzo, verosimilmente, da parte dei paesi del Golfo, sono dunque più che compensate dagli acquisti di altri paesi.



Faramarz Pilmaran.  
Mosques of Isfahan. Grey  
Collection. NYU

Quanto detto fin qui presuppone come scenario di base che la guerra, Libano a parte, non riprenderà nel breve-medio termine e che il traffico attraverso Hormuz si normalizzerà o quasi nel giro di qualche settimana. Non è una certezza, naturalmente, e la possibilità che la guerra riprenda rende ragionevole l'acquisto di un po' di protezione. Se saranno soldi sprecati, tanto meglio.

**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.*