

## A CHE PUNTO ERAVAMO

---

Che ne è di quello che ci preoccupava prima della guerra?

---



Lyubov Popova.  
*La modella. 1913*

Perché i mercati, psicologicamente, si sentono meglio oggi rispetto a prima della guerra? Dove sono finite le preoccupazioni che tra novembre e febbraio avevano portato a un arresto del rialzo azionario che durava dal 2023 (con la sola interruzione delle cinque settimane che precedettero il Liberation Day)?

Che ne è delle paure per l'autonomia delle banche centrali e dei timori legati alla situazione del mondo del private credit (che secondo alcuni incubava un nuovo 2008)? Dove sono finite le preoccupazioni per l'AI che ci renderà quasi tutti disoccupati, che divorerà risorse senza produrre non solo utili, ma anche ricavi degni di nota? E chi si ricorda più delle infinite discussioni sui disavanzi pubblici fuori controllo, amplificati dalla sentenza della Corte Suprema che cancellava retroattivamente le entrate derivanti dai nuovi dazi? E che fine ha fatto il debasement, il tema che aveva spinto l'oro, tra gennaio e febbraio, stabilmente sopra i 5000 dollari l'oncia?

Supponendo che la guerra sia davvero finita (torneremo alla fine sulla questione) e immaginando che sia stata solo uno sgradito ospite di passaggio e che si possa chiudere la parentesi aperta il 28 febbraio, come si spiega questa tabula rasa sui problemi che angustiavano parti importanti dei mercati? Le spiegazioni possibili sono varie.

In primo luogo c'è una ragione psicologica. Clavo clavum pellere, chiodo scaccia chiodo, dicevano i latini e prima di loro Aristotele. La guerra, quando si avvicina a noi, è uno shock tale da ridurre tutte le altre preoccupazioni a poca cosa. Che cosa sarà mai lo screzio tra Trump e Powell quando nel momento più cupo del conflitto Trump deve smentire ufficialmente di volere utilizzare l'arma nucleare contro l'Iran? Nel momento della paura vera, preoccuparsi del resto sembra un lusso per sfaccendati. E quando la paura vera passa, la mente è ripulita.

In secondo luogo c'è il posizionamento dei mercati, che già dall'autunno avevano cominciato a disintossicarsi dagli eccessi di entusiasmo sull'AI. L'alleggerimento era poi proseguito nelle aree impattate del private credit, mentre con l'inizio del conflitto un po' tutti hanno cercato di proteggere i portafogli vendendo a termine gli indici. Se ora scoppia la pace, un classico

---

short squeeze spinge a riacquistare di corsa e a tutti i costi quello che si era venduto e spinge gli indici su nuovi massimi, anche in base al principio pavloviano acquisito dai mercati negli ultimi anni per cui a una caduta consistente segue puntualmente un nuovo massimo storico in tempi brevi. Poiché sono i prezzi a fare la narrazione, come diceva Bob Farrell, e non la narrazione a fare i prezzi, ecco che i nuovi massimi storici creano per riflessività una narrazione fortemente costruttiva.



L. Popova.  
Senza titolo

In terzo luogo, ci sono considerazioni di merito. Prima tra queste è l'impatto finora attutito della paventata crisi energetica. Saranno i dirottamenti di petrolio dal Golfo al Mar Rosso. Saranno le petroliere che alla spicciolata continuano tuttora a evitare i blocchi navali. Saranno gli interventi che hanno calmierato i futures del greggio. Saranno le scorte strategiche dalle quali si attinge ogni giorno e che hanno ancora abbondanti disponibilità. Sarà la deindustrializzazione, che protegge l'Europa dalle conseguenze più pesanti. Sarà il ricorso immediato al carbone da parte dell'Asia. Saranno le navi cariche di greggio che russi e iraniani tenevano al largo in attesa di compratori in grado di aggirare le sanzioni. Sarà una finora limitata, ma comunque già visibile, distruzione di domanda. Sarà l'aumentata produzione americana. Sta di fatto che la crisi, grazie a questi numerosi buffer, morde molto meno del previsto. Alcuni di questi buffer sono in esaurimento, ma se la guerra finisce davvero avremo strascichi tutto sommato gestibili.

Sempre per restare alle considerazioni di merito, la crisi si innesta su un'onda lunga di modesta disinflazione, in particolare nel settore immobiliare americano, che pesa per un terzo sugli indici dei prezzi. Ecco allora che vediamo l'inflazione complessiva che sale, ma quella che esclude le componenti cicliche dà in questo momento più sorprese positive che negative. Il tema del debasement, un altro esempio di prezzi (dell'oro) che creano la narrazione, è per il momento archiviato.



L. Popova.  
Birk

Quanto ai tassi, le banche centrali hanno adottato una retorica della fermezza sull'inflazione che è in voluto contrasto con quella, rassicurante, della famigerata inflazione transitoria del 2021. Non bisogna però confondere la retorica con le intenzioni effettive. Apparire severi aiuta a tenere calma la parte lunga della curva, ma i tassi verranno ritoccati verso l'alto solo in casi particolari, come UK o Giappone. In Europa molto probabilmente non si farà nulla, mentre in America, con Warsh, si aspetterà il primo momento buono per tagliare. E se non si dovesse riuscire a tagliare perché il mercato del lavoro si mantiene in buono stato o perché alcuni democratici del Fomc votano contro, la deregulation delle banche creerà spazio sufficiente per collocare anche i Treasuries lunghi.

Quanto al private credit, la crisi sembra avviata a seguire, meglio e molto più velocemente, la stessa strada che ha portato negli anni scorsi all'assorbimento della temutissima caduta dell'immobiliare commerciale.

L'ampia liquidità, la finanziarizzazione, la disponibilità di strumenti tecnici per diluire, dilazionare e distribuire a mani forti i rischi permetteranno al settore di cadere in piedi.

Infine, le valutazioni di mercato dell'AI hanno fatto molta strada per riflettere i rapporti di forza relativi all'interno del settore. Quello che doveva scendere è sceso e quello che aveva spazio per salire è salito, così che le valutazioni di oggi sono più realistiche di quelle dell'autunno scorso.

Abbiamo definito la fase attuale come l'innesto di un paradigma stagflazionistico legato alla guerra su un paradigma di boom inflazionistico preesistente. Se il primo paradigma perde forza, torna a prevalere l'altro, a condizione che la guerra finisca per davvero.

Finirà davvero? Iran e America sembrano stanchi di guerra e disponibili davvero a trattare. I compromessi sono sempre possibili, anche sulle questioni più spinose. Il problema è che tanto l'Iran quanto Trump sono convinti di stare vincendo (o vogliono comunque farlo credere al mondo e alla loro opinione pubblica) e questo rende tutto più complicato.



L. Popova.  
Oggetti. 1914

Una ricaduta nel conflitto sarebbe probabilmente breve ma ancora più intensa rispetto a quello che abbiamo visto finora. Non va adottata come scenario di base, ma coglierebbe i mercati impreparati. Il costo della volatilità, con il Vix a 18, non è particolarmente elevato e rende l'acquisto di protezione, di qui a un mese, molto interessante.

**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.