

T con Zero

La seconda generazione

N. 33 – FEBBRAIO 2025

La (ir)rilevanza delle guerre

Chi è superiore esige quanto è possibile e i deboli cedono. (Tucidide, *La guerra del Peloponneso*¹)

C'è una domanda che molti investitori, così come la gente comune che di tanto in tanto segue le cronache finanziarie, hanno continuato a porsi – e a porre anche a chi scrive – dal febbraio 2022 in avanti. Come mai, con una guerra tra Russia e Ucraina e una in Medio Oriente, molti mercati azionari sono saliti fino a raggiungere in numerosi casi nuovi massimi storici? Può esserci forse una disconnessione tra mondo reale e mercati finanziari, accompagnata da un atteggiamento troppo rilassato?

La guerra in prospettiva storica: due spunti di riflessione

Bisogna in primo luogo considerare che la popolazione dei paesi avanzati possa avere una prospettiva distorta. Dalla seconda guerra mondiale, l'Occidente ha goduto di oltre sette decenni di pace sostanziale, qualcosa di inaudito prima (vari conflitti ne hanno lambito i confini, ad esempio nell'area dei Balcani, ma sono stati perlopiù gestiti a distanza). E ha raccolto i benefici del "dividendo della pace", ad esempio accrescendo lo stato sociale, potenziando i sistemi sanitari pubblici e l'istruzione (e riducendo la spesa militare). Anche se il comandamento *non uccidere* è stato uno dei pilastri delle norme sociali nella maggior parte delle comunità, la guerra è una questione diversa. Il conflitto, tra paesi e all'interno dei paesi, è lo stato del mondo rivelatosi prevalente nel passato. E tale, anche dopo il 1945, è rimasto in molte aree del globo solitamente etichettate come emergenti. La guerra ha le sue regole ed è sempre stata una parte rilevante delle interazioni umane. Tanto che libri come *L'arte della guerra* di Sun Tzu e *Sulla guerra* del barone von Clausewitz sono diventati classici della formazione sia politica, sia manageriale nei corsi MBA. Se la guerra è usata come metafora della concorrenza, talvolta anche della vita aziendale, ci sarà un motivo. E gli investitori, che sono esseri umani che spesso lavorano in aziende, potrebbero avere sviluppato la capacità di abituarsi a una guerra in corso piuttosto in fretta. Le probabilità di assuefazione, poi, possono aumentare se le guerre durano più a lungo di quanto inizialmente previsto: esattamente il caso dei conflitti Russia-Ucraina e in Medio Oriente.

Ma non solo. In modo piuttosto controintuitivo (e che può apparire un po' cinico), investire nella borsa USA quando gli Stati Uniti sono entrati in una guerra, nel passato, si è rivelato un buon affare. Il grafico 1 e la tabella 1 mostrano che acquistare l'S&P 500 il giorno in cui gli Stati Uniti sono entrati in guerra storicamente sia stata una valida idea su diversi orizzonti temporali, anche brevi e medi. Anche il caso peggiore, della guerra del Vietnam, non appare certo come un disastro per la borsa.

Grafico 1: Performance S&P 500 con gli USA in guerra²

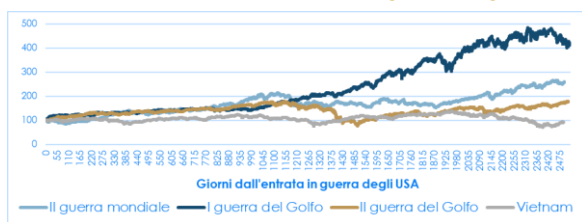
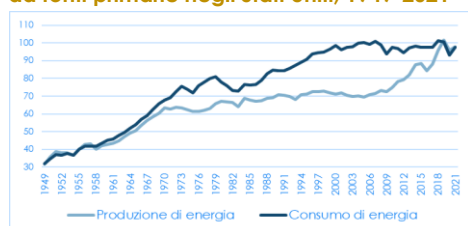


Tabella 1: Dati sulla performance dell'S&P 500 con USA in guerra²

	1 anno	2 anni	3 anni	5 anni	10 anni	Data inizio
Il guerra mondiale	4,35%	28,21%	45,93%	70,79%	160,20%	8 dicembre 1941
Il guerra del Golfo	32,27%	38,26%	50,21%	92,44%	319,60%	16 gennaio 1991
Il guerra del Golfo	26,73%	35,86%	49,04%	51,83%	78,00%	20 marzo 2003
Vietnam	2,00%	0,87%	1,96%	2,64%	-6,65%	2 marzo 1965
Media	16,34%	25,80%	36,78%	54,43%	137,79%	
Media primi tre casi	21,12%	34,11%	48,39%	71,69%	185,93%	

Ovviamente la guerra in sé non è un fattore di particolare rilievo per i mercati, se non per le preoccupazioni che genera. Può contare molto di più il fatto che, nel caso delle due guerre del Golfo, l'economia USA si riprendesse da una recessione o, nel caso della seconda guerra mondiale, uscisse dalla Grande Depressione, mentre nel caso della controversa guerra del Vietnam, l'economia USA arrivasse da un periodo di espansione e dieci anni dopo si stesse delineando uno scenario economico di crescita bassa e inflazione alta.

Grafico 2: Produzione e consumo di energia da fonti primarie negli Stati Uniti, 1949-2021³



In secondo luogo, l'economia globale è molto diversa da quella di una volta, soprattutto nei paesi avanzati. Quando i conflitti in Medio Oriente negli anni 1970 portarono alla crisi petrolifera che provocò debolezza economica e inflazione diffuse, tanto da far coniare l'espressione *stagflazione*, l'economia degli Stati Uniti, anche all'epoca la più avanzata, soffriva di pesante dipendenza dal petrolio proveniente a costi contenuti dal Medio Oriente. Quei barili alimentavano i processi di produzione negli Stati Uniti e in Europa, erano un input essenziale per un'industria chimica in via di sviluppo (che ha riempito il mondo di plastica) ed erano

T con Zero

La seconda generazione

N. 33 – FEBBRAIO 2025

anche la spina dorsale di un modello economico basato sulla spesa per consumi che oggi diamo per scontato e ovvio, ma che ha richiesto decenni per svilupparsi, dapprima negli Stati Uniti e poi in Europa. Cinquant'anni più tardi, l'economia leader nel mondo è diventata autosufficiente dal punto di vista energetico (grafico 2) e non solo. Gli Stati Uniti dispongono di un ampio suolo fertile e coltivabile, di acqua potabile abbondante e hanno un profilo demografico più favorevole di quasi ogni altro paese sviluppato al mondo, e ormai anche di vari emergenti, a cominciare da una Cina che invecchia rapidamente.

È accaduto in varie occasioni che i mercati finanziari abbiano avuto reazioni emotive ad eventi drammatici. Ma poi, quando la situazione è stata valutata meglio, i loro movimenti sono stati più legati agli shock che hanno avuto un impatto sulla realtà economica sottostante. In quest'ottica non sorprende che - almeno finora - le guerre di oggi non siano state percepite come un serio fattore di cambiamento in negativo. L'evoluzione del modello economico, più efficiente, e di consumo, che si è progressivamente spostato dai beni ai servizi (o "esperienze", come li si chiama oggi), potrebbero avere ridotto la necessità di input fisici, di materie prime. La combinazione di questi elementi, con un contributo non trascurabile dall'inflazione negli ultimi due anni, che ha consentito a molte aziende di alzare i prezzi, ha trasformato numerose società in macchine da profitto: ciò può aver giocato un ruolo da protagonista nel rally dei mercati azionari, in particolare negli Stati Uniti.

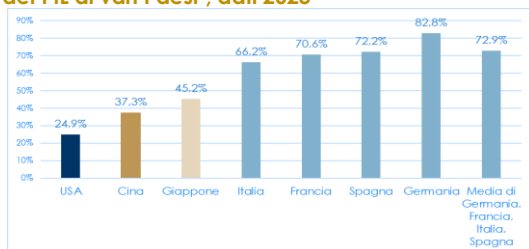
Questi pensieri possono sembrare cinici. La realtà è che nessuno nega quanto siano drammatici e orribili i conflitti in atto in termini di vite umane perse, sofferenze inflitte, dolore e paura che vorremmo potessero essere risparmiate a intere popolazioni, né si sottovaluta il rischio di alimentare desideri di vendetta che potrebbero generare ulteriori guerre, attacchi terroristici e sofferenze in futuro. Ma finché l'economia può essere in buona parte isolata dagli shock bellici, i mercati finanziari possono mantenere un'impostazione costruttiva. Soprattutto con una crescita positiva, benché moderata, e con un'inflazione che si è ridimensionata negli ultimi due anni. Possono verificarsi episodi di volatilità, correzioni rapide e brusche, poiché di tanto in tanto gli investitori possono innervosirsi o essere tentati di prendere profitto, ma col tempo la visione costruttiva tende a imporsi di nuovo. Sostanzialmente è la storia dei mercati finanziari dall'invasione russa dell'Ucraina del 24 febbraio 2022, e non si discosta molto da quanto mostrato nel grafico 1.

Scegliere la guerra e le armi può fare la differenza

Quando si parla di guerre, tuttavia, bisogna essere un po' più precisi. Senza nulla togliere alla gravità oggettiva dei conflitti armati in corso, da un punto di vista economico il pericolo di una guerra commerciale – anzi, di un inasprimento della guerra commerciale già in atto da diversi anni – può essere più rilevante.

I dazi e le altre misure di ostacolo al commercio internazionale che il presidente Trump continua a minacciare, in aggiunta a quanto già in essere e che egli stesso aveva introdotto nel suo primo mandato e poi è stato portato avanti da Biden, possono a pieno titolo essere annoverati tra gli accadimenti che possono avere un impatto sul sottostante economico. La crescita di un'economia globale interconnessa può subire un danno netto da misure

Grafico 3: Commercio internazionale in percentuale del PIL di vari Paesi⁴, dati 2023



(grafico 3). Le barre colorate indicano il livello di apertura agli scambi con l'estero, misurata dalla Banca Mondiale come la somma del valore assoluto di esportazioni e importazioni, cioè il valore totale di tutto ciò che è scambiato al di fuori dei confini nazionali di ciascun paese, in rapporto al PIL del paese stesso. A fine 2023 il commercio internazionale valeva meno del 25% del PIL degli Stati Uniti, poco più di un terzo del PIL della Cina e oltre due terzi delle quattro maggiori economie dell'area Euro (anche se gli scambi con gli altri Paesi dell'Eurozona incidono molto nel calcolo). La vulnerabilità delle diverse economie a una guerra commerciale varia molto e l'Europa appare particolarmente esposta.

Gli Stati Uniti per ora hanno usato l'introduzione dei dazi principalmente come strumento propagandistico, dalla prima campagna elettorale di Trump in poi, e per costringere a un tavolo di trattative gli altri paesi con cui gli USA commerciano, al fine di ottenere accordi e concessioni dall'impatto, spesso più di immagine (importante per la gestione del consenso popolare a fini elettorali) che di sostanza economica. Tuttavia, se si passasse a uno

T con Zero

La seconda generazione

N. 33 – FEBBRAIO 2025

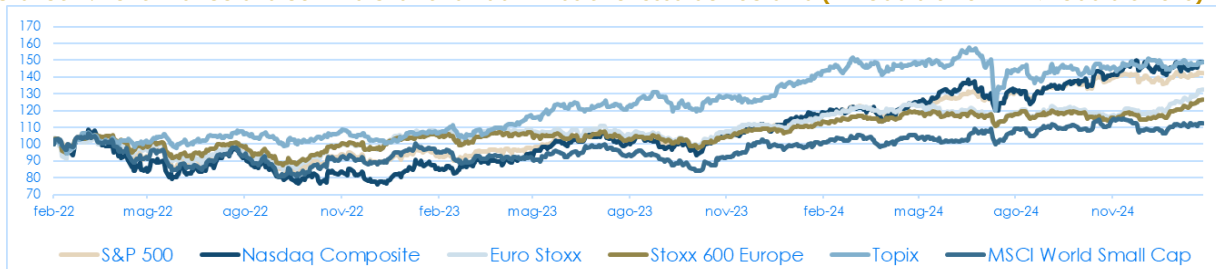
stadio successivo, nel quale le misure fossero davvero introdotte con intento punitivo e mirassero con precisione a industrie con una forte vocazione al commercio estero in economie molto aperte – e Trump ha dimostrato di sapere dove rivolgere l'attenzione in questo senso – si potrebbe materializzare uno scenario meno favorevole per l'economia, del quale i mercati finanziari difficilmente potrebbero non tenere conto. Inoltre poiché, come si sta già vedendo, imporre dazi contro un paese provoca quasi inevitabilmente una reazione, l'incertezza creata dal passaggio da schermaglie e dichiarazioni a effetto all'avvio di una guerra commerciale vera e propria potrebbe protrarsi per un certo periodo, e altro tempo sarebbe richiesto agli investitori per valutare l'impatto sull'economia e sull'attività delle diverse aziende. Ciò potrebbe incidere anche sullo stato psicologico degli investitori, che potrebbero impaurirsi, diventare più scettici e meno propensi ad assumersi dei rischi. Uno scenario non particolarmente attraente, con molti mercati azionari vicini ai massimi storici.

Nei prezzi oppure no?

Proprio quest'ultimo punto rappresenta uno degli interrogativi principali della situazione attuale. Assumendo che gli investitori diano per scontato che alcune delle iniziative annunciate ripetutamente nei mesi scorsi possano, presto o tardi, vedere la luce, bisogna domandarsi quanta parte dei possibili effetti distorsivi o negativi, per l'economia e l'andamento di ricavi e utili aziendali, sia già riflesso nelle valutazioni. Una risposta possibile è che si tratti di una parte limitata. L'incertezza è ancora troppo alta sui possibili contorni delle misure, per una quantificazione attendibile. D'altra parte, da dicembre in poi, quando anche la Federal Reserve ha cominciato a includere nelle proprie proiezioni macroeconomiche aggiornate alcune stime sui possibili impatti delle politiche del presidente Trump, il tema non può ragionevolmente essere rimasto ignorato dagli investitori.

La stagione dei risultati aziendali USA in corso, ancora una volta molto forte – e più dal punto di vista della crescita che da quello della dimensione delle sorprese positive – potrebbe fornire una chiave di lettura del futuro. A fronte di utili in crescita notevole, l'indice S&P 500 è rimasto sostanzialmente stabile. Intorno ai massimi storici, ma stabile. Quindi la vigorosa dinamica degli utili, già anticipata dai rialzi borsistici e dalla precedente espansione dei multipli, può fornire elementi di sostegno ai mercati azionari e alla qualità del credito delle società e contribuisce a ridimensionare in modo virtuoso le valutazioni (virtuoso perché aumentano gli utili e non perché diminuiscono i prezzi dei titoli, come accadrebbe in una pur fisiologica correzione).

Grafico 4: Performance di alcuni indici azionari dall'invasione russa dell'Ucraina (24 febbraio 2022 – 17 febbraio 2025)⁵



Il 2025 potrebbe verosimilmente attraversare periodi di volatilità legati anche a questi elementi di incertezza, che dal mondo della (geo)politica potrebbero influire, più direttamente che in altri casi, sull'economia. Tuttavia, come si accennava in precedenza, molti temi sono già noti, perché abbondantemente menzionati, quando non addirittura annunciati con grande enfasi, nei mesi scorsi.

Nonostante le difficoltà concrete che si incontrano qualora ci si accinga a una valutazione con un minimo di accuratezza dei possibili impatti di una guerra commerciale sullo scenario, sembrerebbe ancora poco probabile che effetti non legati prevalentemente alla sfera della psicologia degli operatori di mercato possano manifestarsi prima del secondo trimestre o della seconda metà del 2025, o addirittura del 2026. Anche la loro inclusione nelle aspettative potrebbe richiedere mesi. Nel frattempo, anche se l'incertezza e vari mercati azionari non distanti dai massimi storici (grafico 4) potrebbero indurre alcuni investitori a prendere profitto e portare a qualche pausa e correzione – forse anche fisiologica dopo una lunga corsa al rialzo delle borse – gli elementi di solidità fondamentale delle aziende e un quadro macroeconomico che appare tendenzialmente più a sostegno che a detrimento delle attività rischiose, quotate o nei mercati privati, potrebbero continuare o ritornare a prevalere. L'attenzione a questi elementi è un fenomeno che in generale tende a verificarsi nel medio-lungo periodo, ma in più di un'occasione si è osservato anche su orizzonti temporali meno estesi.

A cura di Luca Tobagi, CFA - Head of Investment Strategy

T con Zero

La seconda generazione

N. 33 – FEBBRAIO 2025

Note e riferimenti

1: La citazione è tratta dal noto *Dialogo dei Melii e degli Ateniesi*, parte dell'opera dello storico greco Tucidide (460-404 a.C. circa) *La guerra del Peloponneso*. Il passo completo (libro V, 89), in cui gli ambasciatori di Atene si rivolgono agli oligarchi (non al popolo, che non decideva in un'oligarchia) dell'isola di Melo in posizione di debolezza, è il seguente: "Quindi noi né vi offriremo un lungo discorso infido con argomenti belli, cioè che noi esercitiamo il potere giustamente perché abbiamo abbattuto i Persiani o che ora siamo giunti contro di voi perché abbiamo subito ingiustizia, né riteniamo giusto che voi pensiate di convincerci dicendo che non avete combattuto con noi perché siete coloni degli Spartani o che non avete commesso ingiustizia nei nostri confronti; ma riteniamo giusto che sia fatto il possibile a partire da ciò che ciascuno di noi due pensa veramente, del tutto convinti in aggiunta a voi, che invece lo sapete solo in teoria, che le azioni giuste sono scelte nel ragionare umano a partire da una necessità uguale, e che al contrario chi è superiore esige quanto è possibile e i deboli cedono."

Va sottolineato come nel passo riportato si ritiene che abbia senso parlare di "giusto" solo se i rapporti di forza fra le parti sono equilibrati e nessuna delle due può prevalere sull'altra. In questo caso è opportuno trovare un modo di vivere condiviso, che funzionerà solo finché la situazione di parità durerà. Altrimenti, se si assume il punto di vista dell'"utile", non ha più senso riferirsi al concetto di "giusto", poiché basta la forza a risolvere i conflitti. Anche per il debole è "utile" cedere, perché la decisione di sottomettersi può evitare guai peggiori. In questo dialogo, Ateniesi e Melii potevano comprendersi senza fraintendimenti sui termini morali del discorso, perché condividevano lo stesso concetto di "utile" e di "giusto".

2: Dati dalla data di inizio di ciascuna guerra per gli Stati Uniti, dividendi esclusi, in valuta locale.

3: Fonti: *Is the US energy independent?*, in <https://usafacts.org/articles/is-the-us-energy-independent/> e US Energy Information Administration

4: Database sul commercio internazionale della *World Bank*, dati 2023. Per ciascun paese si sommano i pesi di esportazioni e importazioni in percentuale del PIL.

5: Per facilitare la lettura del grafico, sono stati esclusi indici importanti, che però non avrebbero fornito informazioni aggiuntive: ad esempio gli indici globali e il MSCI Emerging Markets, uno dei pochi in negativo sul periodo, che può avere probabilmente risentito, tra le altre cose, del rafforzamento del Dollaro e di tassi di riferimento e rendimenti obbligazionari elevati in USA.

Come sempre, ulteriori informazioni e i dati dettagliati delle analisi possono essere resi disponibili su richiesta.

Le elaborazioni di tutti i dati e dei grafici sono di Mediobanca Private Banking su dati di fonti ritenute attendibili (ad esempio Bloomberg, Preajin, World Bank, FAO, OCSE, Fondo Monetario Internazionale, banche centrali, governi o altre fonti analoghe). A seconda della disponibilità delle serie storiche, i dati utilizzati vanno dal 31 dicembre 1998 al 31 dicembre 2024 incluso.

Perché T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t con zero* devo stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero*; per stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero* devo spostarmi in *t con 1*; per spostarmi in *t con 1* devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il documento è stato redatto a puro scopo informativo. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta della Banca. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, Mediobanca non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente



T con Zero

La seconda generazione

N. 33 – FEBBRAIO 2025

Documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca.