

Mercati di guerra

- L'assuefazione e forse il ricordo di alcuni precedenti possono avere orientato i mercati.
- Il "sell America trade" si è interrotto, gli Stati Uniti hanno beneficiato della situazione attuale.
- Questi giorni possono offrire opportunità di accumulare, in modo, per il momento, non aggressivo.

L'assuefazione e forse il ricordo di alcuni precedenti possono avere orientato i mercati.

Settimana dopo settimana, commentiamo l'evoluzione, purtroppo sempre più drammatica, dello scenario geopolitico e le reazioni dei mercati e degli investitori a questi eventi, che sono state relativamente contenute. Nel caso dell'attacco di Stati Uniti e Israele all'Iran del 28 febbraio, all'assuefazione menzionata nello scorso *Commento Flash* potrebbe essersi aggiunto un minimo di memoria storica, come vedremo tra poco. Le reazioni iniziali degli investitori sono state, come intuitivo, tendenzialmente negative per le borse. In particolare per quelle che erano andate meglio e potenzialmente più vulnerabili a interruzioni nelle forniture di petrolio e gas naturale dal Medio Oriente: le piazze europee ed asiatiche. La relativa novità, in questo nuovo conflitto, è che lo spostamento dei flussi di capitale alla ricerca di destinazioni più sicure ha, almeno nella fase iniziale, evitato rifugi tradizionali come i titoli di Stato tedeschi o statunitensi o l'oro, dirigendosi solo verso il Dollaro. Possono esserci vari motivi. Innanzitutto i rendimenti governativi erano già scesi molto nelle due-tre settimane precedenti l'attacco all'Iran. Se dovessimo prendere come riferimento l'intervallo di oscillazione degli ultimi trimestri, tra il 4% e il 4.75% per i decennali degli Stati Uniti, ci trovavamo già vicini al limite inferiore prima che le contrattazioni riprendessero lunedì. Violare al ribasso la soglia, anche psicologica, del 4% avrebbe richiesto un grado di convinzione che, almeno per ora, gli investitori hanno dimostrato di non possedere. Una seconda ragione, forse più importante, per la dinamica dei rendimenti governativi di questi giorni è che la guerra all'Iran ha ovviamente generato timori che un'eventuale interruzione delle forniture di petrolio e gas naturale potrebbe avere effetti inflattivi. In quest'ottica, è comprensibile che i rendimenti obbligazionari si siano spostati verso l'alto, su tutte le scadenze, nella maggior parte dei Paesi, e che le aspettative di azioni potenzialmente più accomodanti da parte delle banche centrali nei prossimi mesi si siano raffreddate. Dato che i mercati si attendevano una Federal Reserve potenzialmente molto meno restrittiva nel 2026, la ricalibrazione almeno parziale di queste aspettative è coerente con un rafforzamento del Dollaro.

Il "sell America trade" si è interrotto, gli Stati Uniti hanno beneficiato della situazione attuale.

Negli ultimi giorni è stato messo in discussione il "sell America trade". La rotazione in uscita dagli USA verso l'Europa e l'Asia sembra essersi interrotta, sia per la performance precedente dei mercati, con ampie divergenze che si erano aperte dal 2025, sia per le altre ragioni appena ricordate. Da questo punto di vista, i precedenti storici sono molto netti: per quanto drammatiche siano le vicende attuali e per quanto possa suonare cinico, acquistare azioni degli Stati Uniti quando questi ultimi sono entrati in guerra si è rivelato, in passato, un buon affare. Ci sono stati quattro episodi di rilievo registrati da quando esiste l'S&P 500: la seconda guerra mondiale, la guerra del Vietnam e le due guerre del Golfo. In tutti i casi, acquistare quando gli Stati Uniti sono entrati in guerra si è rivelato proficuo a 1, 2, 3, 5 anni. Il caso peggiore e più volatile è quello del Vietnam, ma è stato comunque positivo. Chi ha deciso di riallocare parte del proprio patrimonio verso gli Stati Uniti può farsi forte di questi precedenti. Peraltro, per l'S&P 500, solo nel caso di seconda guerra mondiale e Vietnam c'è stata una fase iniziale di storno (-17% e -7% rispettivamente) seguita da un rialzo più stabile e duraturo. Nei casi delle due guerre del Golfo, i ribassi del mercato sono avvenuti prima che gli Stati Uniti avviassero il loro intervento militare e, dall'ingresso in guerra, non c'è stato un periodo iniziale di discesa. Come sempre, non è detto che il passato si ripeta, ma fornisce un'indicazione importante e soprattutto contribuisce a restituire un'immagine di relativa affidabilità degli Stati Uniti come destinazione per gli investimenti, che gli avvenimenti del 2025 e dell'inizio del 2026 avevano contribuito a scalfire. Se già prima era arduo ipotizzare che gli investitori potessero "punire" gli Stati Uniti per le decisioni della nuova Amministrazione, disinvestendo massicciamente dalle loro attività finanziarie, i primi giorni di conflitto fanno emergere gli USA come i principali beneficiari di questo scenario. La potenziale interruzione del "sell America trade" può trovare un altro elemento di sostegno nella decisione della Cina di imporre alle proprie raffinerie un blocco delle esportazioni di prodotti petroliferi. Almeno a scopo precauzionale, Pechino, che ha ancora una dipendenza energetica significativa dall'Iran e da altri Paesi, sembra voler costituire all'interno scorte nel caso il conflitto si prolungasse con conseguenze poco desiderabili sui traffici globali di petrolio.

Questi giorni possono offrire opportunità di accumulare, in modo, per il momento, non aggressivo.

In attesa di valutare le conseguenze per il quadro macroeconomico del conflitto in Medio Oriente, ricordiamo che la situazione di partenza appariva in generale favorevole alle attività rischiose e che le tendenze rialziste dei mercati azionari non sono state violate in questi primi giorni di guerra, neanche per le borse che hanno fatto registrare una correzione. Rimaniamo convinti dell'utilità di costruire portafogli strategici ben diversificati, che possano includere anche una componente di *private markets*, e di approfittare delle fasi di debolezza per un'accumulazione graduale di posizioni in attività rischiose. L'indeterminatezza dello scenario attuale suggerisce di non cimentarsi con un esercizio di *market timing* aggressivo, ma un approccio all'accumulazione disciplinato e graduale può permettere di trarre beneficio della maggiore volatilità di questi giorni.

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