

# KEEP CALM AND STAY INVESTED

I fatti e le notizie della guerra in Ucraina si susseguono rapidamente e tragicamente, gli esiti sono molteplici, alcuni augurabili, altri insopportabili, nessuno prevedibile. I momenti di alta volatilità escludono gli esercizi previsivi, esigono semmai una più rigorosa fedeltà ai principi della diversificazione e della flessibilità. Il tempo, non il "timing", è l'ingrediente del successo

Le parole più sagge le ha pronunciate l'ambasciatore del Kenya alle Nazioni Unite.

Martin Kimani ha ricordato come i paesi africani abbiano ereditato confini tracciati dalle potenze coloniali, linee di separazione artificiali, irraguardose della storia delle popolazioni locali. Quegli innaturali confini separano milioni di persone che condividono la stessa lingua e religione, uniti da antichi vincoli tribali e culturali.

Se, una volta ottenuta l'indipendenza, avessimo scelto di riconfigurare gli stati in base alle omogeneità etniche o religiose, ha detto l'ambasciatore, saremmo ancora invischiati in conflitti sanguinosi. Invece, "anziché guardare indietro con pericolosa nostalgia, abbiamo scelto di guardare avanti, verso una grandezza che nessuna delle nostre molte nazioni ha mai conosciuto". Questi confini non soddisfano, ma "volevamo qualcosa di più grande", nella pace".

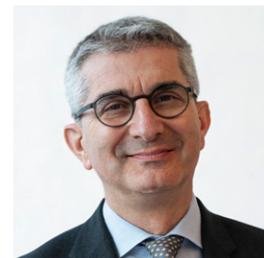
Pochi giorni prima dell'atto di guerra russo in Ucraina, a Bruxelles il vertice tra l'Unione Europea e l'Unione Africana approvava un piano di lungo termine di 150 miliardi destinati a investimenti in infrastrutture stradali, ferroviarie, sanitarie, scolastiche. Una iniziativa importante per "uscire dall'epoca del paternalismo ed entrare in quella del partenariato" ha detto un funzionario comunitario. La cooperazione economica e la generazione di benessere sono generatrici di concordia, dove passano le merci non passano gli eserciti, diceva Frédéric Bastiat.

Vale però anche il suo opposto, se passano i carri armati non passano le merci e l'impoverimento è assicurato. Le implicazioni dell'aggressione russa all'Ucraina sono molteplici e complesse, proviamo a individuare, senza pretese, almeno tre livelli nei quali scomporre il ragionamento.

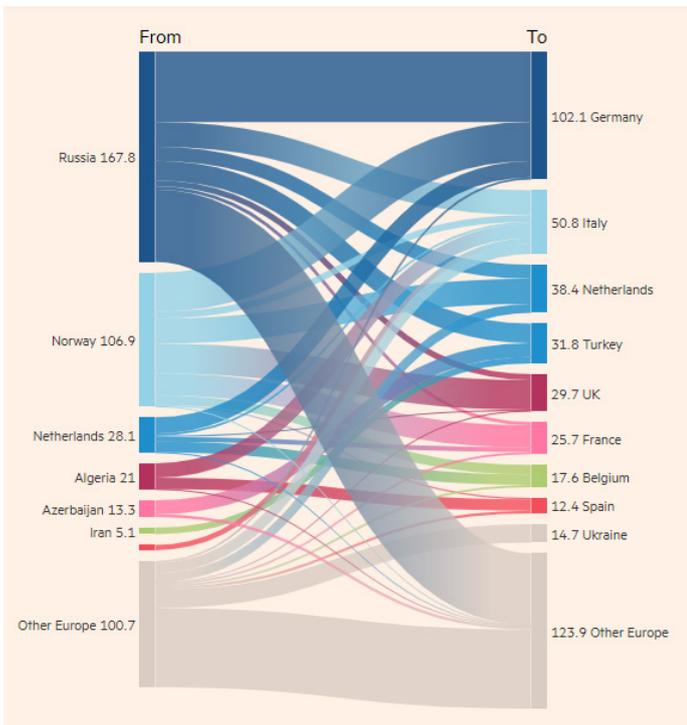
Il primo livello è **politico**.

È stata superata una linea rossa, ancora una volta ha prevalso la logica di potenza nel conseguimento di obiettivi. Negli anni sono stati ignorati, o almeno sottovalutati, i comportamenti di Putin e la sua visione del mondo, dalla Georgia nel 2008 fino alla Crimea e al Donbass nel 2014, lo ha spiegato bene Attilio Geroni sul Sole 24 Ore di venerdì scorso. Nel fumo delle esplosioni accelera la definizione del nuovo ordine globale, l'intesa con la Cina, più necessitata che naturale, complica l'equazione con la variabile di Taiwan.

Ma nelle anse della storia si insinua l'eterogeneità dei fini, la violenta accelerazione della crisi voluta da Mosca ha restituito senso all'alleanza NATO, che sembrava anacronistico lascito della guerra fredda, ha ricompattato l'Unione Europea in una inedita, robusta posizione comune estesa al Regno Unito e ai paesi dell'Est, "ha fatto fare una spettacolare inversione a U alla politica estera tedesca in quarant'otto ore" scrive sempre Geroni "voleva dividere, lui, invece ha unito, speriamo non sia troppo tardi".



**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.



La Russia ha la maggiore quota delle forniture di gas verso l'Europa, il grafico mostra le forniture di gas attraverso le pipeline nel 2020, in miliardi di metri cubi. Fonte: FT, BP Statistical Review of World Energy, FT graphic: Chris Campbell.

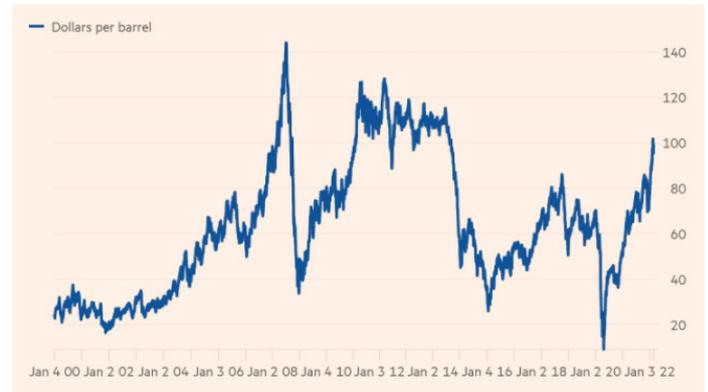
L'evoluzione della crisi è drammaticamente veloce e sta accelerando anche la Storia, nelle ultime ore si sono succedute molte prime volte: in Germania si parla apertamente di aumentare le spese militari, l'Unione Europea finanzia l'acquisto di armi per un paese in guerra, si avvertono sinistri, obliqui riferimenti all'impiego di armi nucleari, la Svezia invia armi ai resistenti ucraini, la Svizzera incrina la sua tradizionale neutralità. Le iniziative che isolano la Russia dal resto del mondo si moltiplicano, la Cina avverte la difficoltà del sostegno a un governo amico che sta diventando il paria del mondo.

Al livello politico si affianca il livello **economico**.

Le sanzioni fanno male a chi le subisce e a chi le infligge, ma si può negoziare sui valori, quelli che si tende a dare per scontati e che evidentemente scontati non sono, la democrazia, la libertà, la tolleranza, il rifiuto della logica di potenza?

Dopo qualche iniziale esitazione, l'intensità delle sanzioni al governo di Mosca è aumentata. La Russia ha spalle robuste, ovvero conti in ordine: il debito pubblico è attorno al 17% del PIL, la bilancia dei pagamenti in surplus, le riserve valutarie sono le più ingenti tra i paesi emergenti. Tim Love e Paul McNamara di GAM Investments mettono in evidenza come la solidità finanziaria metta al riparo la Russia dalla dipendenza dai flussi di capitali stranieri. Dallo scorso marzo la banca centrale russa ha via via aumentato i tassi nel contrasto all'inflazione, nella notte di mercoledì ha immesso liquidità per oltre undici miliardi di dollari.

Il "crash test" sarà lunedì 28, quando usciranno queste note: nel momento in cui vengono scritte arrivano dalle città russe le immagini di lunghe file ai bancomat, l'inquietudine aggredisce anche la pubblica opinione russa, i giorni a venire saranno probabilmente drammatici per il rublo e gli asset russi. È pur vero che la pressione delle difficoltà interne accelererà pericolosamente il movimento della pallina sul piano inclinato.



Prezzo del petrolio Brent. Fonte: FT, US Energy Information Administration.

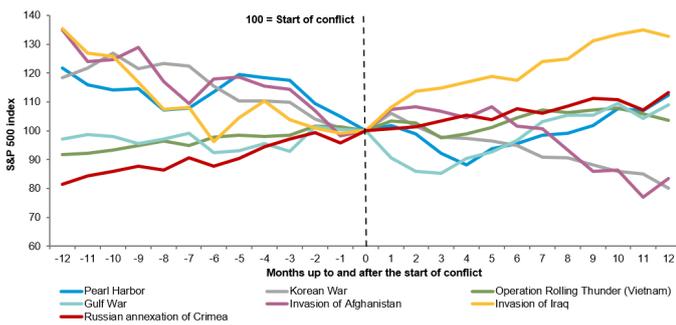
Il prezzo del petrolio oltre i cento dollari allunga ombre sinistre sulla qualità della ripresa in Europa, la vulnerabilità energetica è il suo punto debole. Il prezzo del petrolio condiziona le prospettive economiche anche dei paesi emergenti, ne beneficiano ovviamente i paesi esportatori ma i cento dollari a barile sono un pesante pedaggio per importatori come Cina, Taiwan, Corea, India. "Le sanzioni alla Russia" scrive Tim Love di GAM Investments "provocheranno un aumento dei prezzi del petrolio e a un aumento generale dei premi al rischio delle azioni dei mercati emergenti". Quanto più si allontana nel tempo la de-escalation della crisi tanto più si allontana la stabilizzazione dell'inflazione, si deteriora la fiducia di famiglie e imprese, si complica l'esercizio delle banche centrali, strette tra prezzi crescenti e il rischio di conculcare l'attività economica.

Il terzo livello è quello **finanziario**.

Le giornate di borsa di giovedì e venerdì scorso sono state quasi da manuale.

Sono stati da manuale i crolli del rublo e della borsa di Mosca, era altrettanto prevedibile l'impennata dei prezzi dell'oro e delle materie prime, gas naturale, petrolio, metalli industriali, cereali. Sono tornati gli acquisti massivi sui tradizionali porti sicuri del Treasury, del dollaro, dello yen.

Ma non è stata "da manuale" la giornata delle borse. I cali tra il 4 e il 5 per cento in Europa, la chiusura positiva di Wall Street giovedì 24 febbraio mal si acconciano con le notizie di carri armati e combattimenti per le strade. Cali considerevoli ma ancora molto lontani dai crolli a doppia cifra del 12 marzo 2020 e certamente incongruenti con le notizie drammatiche dei combattimenti.



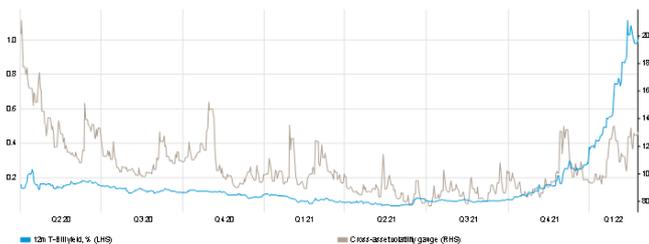
Fonte: GAM Investments, Bloomberg

I confronti con il passato sono poco affidabili per le molte differenze normative, regolamentari, di liquidità, per l'interdipendenza dei mercati, per l'avvento dei sistemi di high frequency trading. Pur con queste avvertenze, nelle analoghe crisi del passato le borse hanno sempre scontato gli esiti di lungo termine.

Sono cinici i mercati? Il cinismo, ovvero il disprezzo di norme e convenzioni, comporta il loro riconoscimento. Anche il cinismo esige una qualche forma di grandezza, per calpestarli, le norme e i principi vanno prima riconosciuti. I mercati invece sono più elementari, seguono regole primarie. Grazie al vecchio Hegel, che fu il primo a fare la distinzione tra etica e morale, credo che si possa convenire che i mercati sono etici, nel senso che agiscono nel rispetto di regole, leggi, convenzioni, ma non sono morali.

Sono semmai "pre-morali", restando la morale confinata ai singoli individui e alle singole società. Il recupero dei listini non è stato cinismo ma, più prosaicamente, una valutazione dei possibili esiti della crisi nel medio periodo.

Nell'immediato futuro saranno le notizie sulla auspicata de-escalation o sulla recrudescenza degli scontri a dare il tono alle singole giornate, la volatilità continuerà a essere protagonista, non sarà semplice identificare con sicurezza affidabili driver di mercato.



Aumenta la volatilità. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

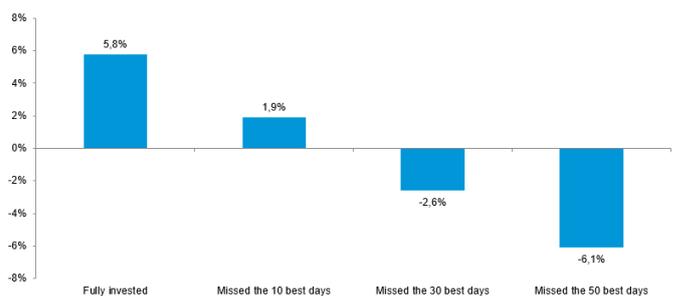
La Teoria del Prospetto ha dimostrato che il dispiacere della perdita è molto superiore al piacere del guadagno, la paura di perdere muove al gesto naturale di allontanare la causa della paura, dunque vendere le attività rischiose.

L'esperienza anche recente mostra quanto siano rischiose le vendite suggerite dall'ansia: non fu saggio vendere nel 2016, dopo la sorpresa della Brexit e dopo l'elezione contro ogni aspettativa di Donald Trump. Non sarebbe stato saggio vendere neppure nelle settimane drammatiche del febbraio 2020 alle quali fecero seguito, nonostante i disastri nella vita sociale e nell'attività economica, nuovi record di borsa. I mercati non sono né cinici né amorali, dicevamo sopra, gli studi della psicologia cognitiva e le Lezioni settimanali del professor Legrenzi da anni pubblicate sul sito di GAM Italia spiegano come essi si muovano su grammatiche controintuitive.

Oltre alla tentazione di vendere per paura esiste il rischio dell'illusione di abilità, il tentativo di "giocare" il mercato nella sicurezza di saper cogliere il miglior momento in cui acquistare o vendere. I molti risparmiatori che hanno parcheggiato così tanta liquidità sui conti correnti come valutano oggi lo scenario di mercato? Ritengono che sia inesplicabile groviglio dal quale è meglio restare fuori, o una occasione per "entrare", come avrebbe raccomandato il Barone Rotschild con la celebre frase che oggi, dove sulle strade ucraine si muore davvero, suona intollerabile?

La storia dei mercati è lì a dimostrare che il lungo periodo premia e le serie degli indici mostrano con altrettanta evidenza che tentare di saperla più lunga è costoso, rischia di compromettere radicalmente il risultato. La pazienza di coloro che fossero rimasti investiti nell'indice della borsa americana tra il 1993 e il 2003 sarebbe stata premiata. Ma se a quei vent'anni togliamo i dieci giorni migliori, il risultato si dimezza, diventa una perdita se si tolgono gli altri migliori quaranta giorni (vedi L'Alpha e il Beta del 29 giugno 2020).

Si può applicare questo esercizio di sottrazione, concetto su cui l'amico Legrenzi sta scrivendo in queste settimane, a qualsiasi intervallo di tempo sufficientemente ampio.



Rendimento annualizzato dello S&P 500 tra il 2000 e il 22.2.2022. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Il rendimento medio annuo dello S&P 500 dal 2000 al febbraio 2022 è stato del 5,8% ma se sottraiamo i migliori dieci giorni del periodo scende a meno del 2%. Il risultato diventa negativo se si tolgono i trenta giorni migliori, pesantemente negativo con la sottrazione dei migliori cinquanta.

Il tempo, non il “timing”, è l'ingrediente del successo nella gestione del risparmio. Il suo alleato è il metodo, prevalente su qualsiasi previsione: le possibili evoluzioni della guerra in Ucraina sono molteplici, alcune augurabili, nessuna prevedibile.

Il porto sicuro, scrivevamo qualche settimana fa, non è tanto una singola classe di attivo, pur sempre vulnerabile ai cambiamenti di scenario, quanto “un metodo che esclude il lancio dei dadi e la divinazione oracolare”. Il porto sicuro è la “mitigazione del rischio” (Mark Spitznagel), la gestione degli investimenti finanziari è “gestione dei rischi” (Benjamin Graham): nei loro libri non si parla di singole asset class ma di approcci ponderati agli investimenti.

Il “porto sicuro” si avvale di due strumenti particolarmente efficaci nei momenti di forte volatilità:

1. la diversificazione tra asset class diverse, tra loro poco correlate, ad esempio l'esposizione alle commodity o a classi di attivo del tutto slegate all'economia russa come il real brasiliano;
2. la capacità di adattarsi rapidamente alle nuove situazioni, ai cambiamenti repentini di direzione, la prontezza di aggiustare i portafogli con flessibilità, riconoscere i segnali, ignorare i rumori.

Diversificazione, gestione attiva e flessibilità permettono di gestire i rischi di breve termine e ricercare la ricompensa, ovvero il rendimento, nel lungo periodo. Il settore energetico, il lusso, i finanziari sono favoriti dal nuovo scenario, anche le piccole e medie capitalizzazioni svizzere sono tornate interessanti dopo la correzione degli ultimi mesi e le buone prospettive degli utili attesi.



Nel 1939, per tenere alto il morale della popolazione, il Ministero dell'Informazione inglese realizzò tre messaggi motivazionali: “Freedom Is In Peril, Defend It With All Your Might”, “Your Courage, Your Cheerfulness, Your Resolution Will Bring Us Victory”, “Keep calm and carry on). Vennero stampati e diffusi i primi due mentre il terzo, diventato iconico, rimase nei magazzini fino alla sua riscoperta e diffusione negli anni 2000

“Keep calm and carry on” era il motto che nelle intenzioni del governo inglese, nel 1939, avrebbe esortato i cittadini a tenere alto il morale e ad andare avanti. I manifesti vennero stampati ma in realtà mai distribuiti, sono diventati iconici solo dopo la riscoperta negli anni 2000.

“Keep calm and stay invested” è invece il motto familiare agli investitori e ai consulenti accorti, consapevoli delle insidie del “timing” e delle virtù lenitive del tempo.

Mentre seguiamo con apprensione le notizie dal fronte ucraino, manteniamo accesa la luce della speranza, auguriamoci che ci sia al più presto una svolta diplomatica che metta fine ai combattimenti, impariamo anche la cultura della pace: “quando si educherà per la cooperazione e per offrirci l'un l'altro solidarietà, quel giorno di starà educando alla pace” (Maria Montessori).

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://GAM.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.