

ALLA CANNA DEL GAS

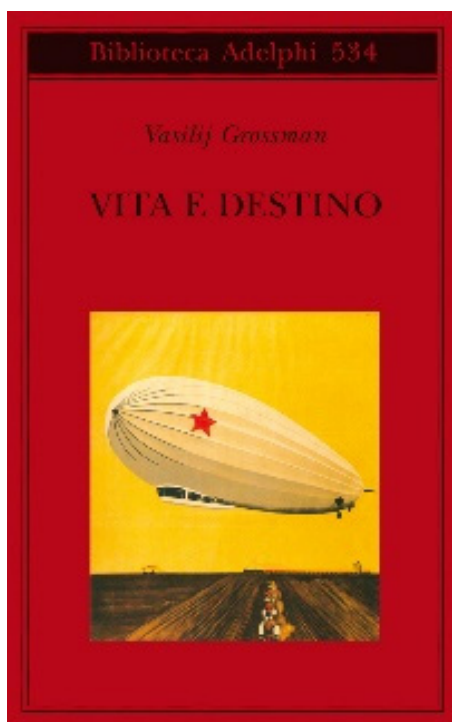
Stare alla canna del gas è diventata roba da ricchi: i rincari nelle bollette energetiche costringono a ripensare l'indipendenza energetica europea mentre l'inflazione aumenta l'entropia rendendo più probabile un errore di policy da parte delle banche centrali

I possibili esiti della guerra in Ucraina sono tre: un conflitto prolungato, un accordo di pace, un rovesciamento di governo al Cremlino.

Le probabilità attribuibili ai tre scenari sono decrescenti, spiega Gideon Rachman sul Financial Times di qualche giorno fa, un cambio di governo al Cremlino è molto meno probabile rispetto al proseguimento della guerra per settimane o mesi e, avverte, sarà meglio "prepararsi per la prima ipotesi, lavorare alla seconda, sperare nella terza".

Al termine del primo mese di guerra le prospettive sono più cupe di quanto sembrasse all'inizio. Le sanzioni economiche pesano sull'economia russa e, come il contraccolpo di un'arma maneggiata male, danneggiano anche i paesi europei. Quanto più si prolunga il conflitto, l'escalation del linguaggio non aiuta, tanto più a lungo le sue scorie tossiche resteranno nell'organismo economico.

Si dice che la prima vittima di ogni guerra sia la verità. In questa guerra, così tragica nel suo anacronismo, oltre ai soldati e alla popolazione civile ci sono altre tre grandi vittime: il dividendo economico della pace, la cooperazione internazionale, l'emergenza climatica.



"Ci sono sempre buone ragioni per leggere Grossman, ma pochi momenti sono significativi come questi. Orgoglioso figlio dell'Ucraina, immerso nella cultura russa, Vasilij Grossman è stato cronista delle più grandi vittorie dell'Unione Sovietica e investigatore dall'occhio limpido di alcuni dei suoi crimini più oscuri" (John Thornhill Financial Times 26/3/2022)

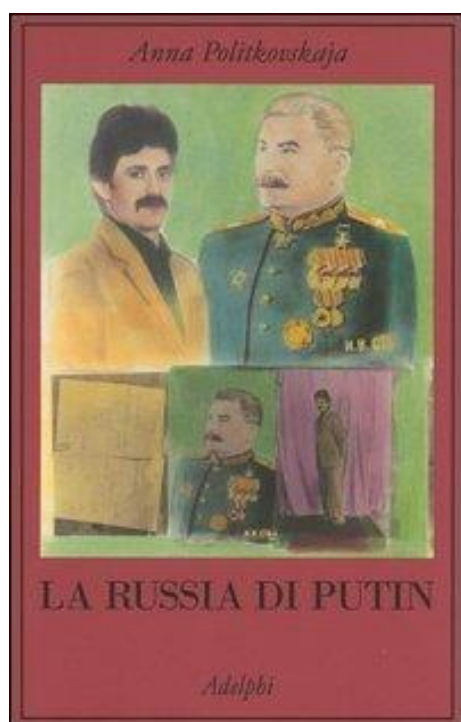


Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Dalla dissoluzione dell'Unione Sovietica i governi occidentali hanno beneficiato di risorse "liberate" dalle minori spese in armamenti, un vero e proprio "dividendo di pace" costituito da risorse economiche che potevano essere impiegate in altre voci di bilancio. Negli anni della Guerra Fredda e della guerra in Vietnam, il bilancio della difesa negli Stati Uniti ammontava a oltre l'11% del Pil, era sceso sotto il 7% nel 1989, oggi è attorno al 3,5% del Pil del paese.

In Europa le spese militari sono sempre state tradizionalmente più basse, Gran Bretagna e Francia spendono per la difesa circa il 2% del Pil nazionale, ancora meno Italia e Germania la cui spesa militare è attorno a 1,5%. La logica di potenza manifestata dalla Russia cambia le cose: nei giorni immediatamente successivi all'invasione, il cancelliere tedesco Scholz annunciava l'aumento del budget per la difesa a oltre il 2% del Pil, si parla apertamente di difesa europea, la Svezia e la Svizzera stanno riaggiornando le loro storiche politiche di neutralità. L'aumento delle spese militari non sarà indolore, la fine del dividendo della pace avrà conseguenze durature sui debiti pubblici e, soprattutto, sulle politiche di spesa nel welfare e nell'ampiezza delle misure anticicliche quando dovessero servire.

Della fine della cooperazione internazionale abbiamo parlato lunedì scorso. La cooperazione tra paesi è la preconditione indispensabile per modelli produttivi efficienti, se la diffidenza farà premio sulla fiducia, catene di approvvigionamento più corte garantiranno più alti standard di controllo e sicurezza ma anche maggiori costi (L'Alpha e il Beta 21 marzo 2022, "Il nuovo mondo just in case").



Anna Politkovskaja (1958-2006),
La Russia di Putin (Adelphi 2005)

La terza vittima della guerra, prima per rilevanza, è l'emergenza climatica. Il ritorno all'uso massivo delle energie fossili è una follia, ha detto il Segretario Generale dell'ONU, ma intanto si riattivano le centrali a carbone, si intensifica l'estrazione di petrolio e gas da rocce di scisto e sabbie bituminose, si allontanano nel tempo gli obiettivi dei tagli alle emissioni nocive.

I prezzi dell'energia e dei prodotti agricoli sono il canale di trasmissione degli effetti delle vicende politiche nell'economia e nell'inflazione. Le bollette di luce e gas in Italia aumenteranno tra il 40% e il 50%, in base alle tipologie contrattuali; la situazione non è diversa negli altri paesi europei, in Germania gli aumenti saranno attorno al 60%, in Gran Bretagna alcuni operatori sono stati costretti a chiudere.

La Russia non è un partner commerciale rilevante ma è il suo ruolo di principale fornitore di petrolio e gas a fare la differenza, la guerra combattuta in Ucraina continua con altri mezzi lungo le linee dei gasdotti e delle rotte delle navi cisterna che trasportano il gas liquefatto. Il gas è la fonte energetica più efficiente per accompagnare la transizione energetica: è abbondante, meno inquinante, versatile negli impieghi. Il gas è vitale per il funzionamento delle economie europee e per la salute finanziaria della Russia il cui bilancio dipende per circa la metà dall'esportazione di idrocarburi. Oltre la metà del fabbisogno di gas della Germania è coperto dalle forniture russe, l'Italia, povera di rigassificatori e di riserve (sufficienti per soli due mesi se si interrompessero le forniture dall'estero), è alle prese con le conseguenze delle scelte, anzi delle non-scelte, di una politica energetica offuscata da scarsa preveggenza, o dall'eccesso di fiducia sulle fonti rinnovabili o, forse, dalla ricerca di facile consenso.

Nonostante le diverse condizioni di partenza dei paesi dell'Unione (ad esempio la Francia è autonoma per il 75% del suo fabbisogno energetico), l'adozione di una politica energetica comunitaria non è più rinviabile. Il modello attuale è inefficiente, va superata la struttura delle "catene energetiche verticali", organizzate cioè con le varie fonti di energia indirizzate "a monte" verso specifiche destinazioni di impiego finale (ad esempio il petrolio è destinato ai trasporti e all'industria, il carbone e il gas naturale sono impiegati per il riscaldamento e la produzione di elettricità).

Le basi giuridiche per una innovativa, efficiente politica energetica comunitaria sono offerte dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea. L'articolo 170 prevede la "creazione di uno spazio senza frontiere interne" per l'interconnessione delle infrastrutture energetiche; un altro articolo, il 122, richiama lo "spirito di solidarietà tra gli Stati membri" e consente l'approvvigionamento energetico comunitario. In entrambi i casi si avrebbero meno sprechi e più risparmi, si darebbe forma a un modello energetico nuovo e integrato nelle modalità di approvvigionamento e di distribuzione.



Pieter Paul Rubens (1577-1640), Le conseguenze della guerra (1637-1638, Galleria Palatina Firenze)

La persistenza delle tensioni sui prezzi dell'energia e dei prodotti agricoli mette pressione sulle banche centrali. La Fed ha dato corso all'avvio del ciclo di rialzi, in questi mesi la Banca d'Inghilterra ha portato il tasso ufficiale a 0,75% e la Banca Centrale Europea, alle prese con un'inflazione ancora dovuta quasi del tutto ai prezzi dell'energia, accelera la fine del programma straordinario di acquisti.

La settimana scorsa Powell ha aumentato la severità del registro comunicativo, il mercato del lavoro è "estremamente tirato" e l'inflazione è "troppo alta", ha detto, "c'è l'ovvia necessità di muoversi con rapidità per riportare la politica monetaria a un livello più neutrale e poi di passare a livelli più restrittivi se questo è ciò che è necessario per ripristinare la stabilità dei prezzi".

Le parole di Powell hanno innescato vendite massicce dei titoli governativi, i rendimenti sono nuovamente tornati verso l'alto. Per Larry Summers la lotta all'inflazione dovrebbe costituire la priorità della banca centrale americana, la giustizia sociale e la protezione ambientale "sono obiettivi degni ma non monetari", Powell dovrebbe "fare tutto ciò che è necessario con i tassi di interesse per far scendere l'inflazione, compresi i movimenti di più di un quarto di punto in alcune riunioni".

Il giorno dopo l'intervento di Powell, la Federal Reserve di Dallas avvertiva che senza gli approvvigionamenti energetici russi la recessione globale diventerebbe più probabile: "se per tutto il 2022 il grosso delle esportazioni energetiche russe restasse fuori dal mercato, sembrerebbe inevitabile un rallentamento economico globale" hanno scritto gli economisti Lutz Kilian e Michael Plante "un rallentamento che potrebbe essere più prolungato di quello del 1991".

Recession Alarm?
Oil-price spikes associated with some past downturns



Fonte: ICE Futures Europe Commodities, Bloomberg, 22 mar 2022

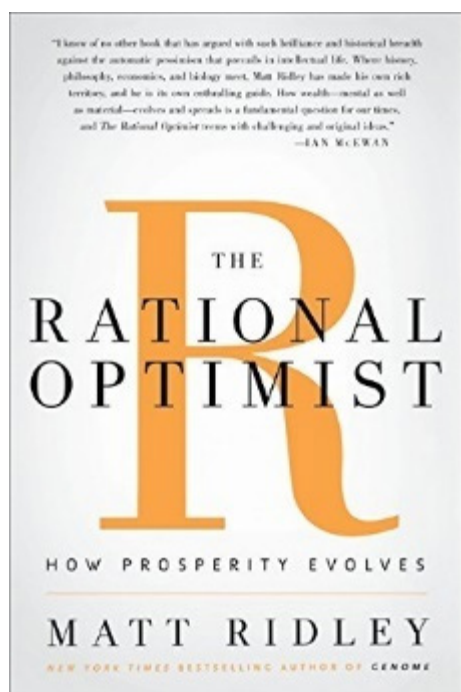
Altri analisti mettono in evidenza come la guerra abbia fatto ri-emergere la natura di "supply-driven" dell'inflazione che richiederebbe una risposta diversa da parte delle banche centrali. Insomma, lo scenario è complesso, le analisi si frastagliano e gli esiti restano molteplici: l'incertezza deforma e ottunde lo scenario economico e salgono le probabilità di errori di policy da parte dei banchieri centrali.

Non sappiamo quali saranno le prossime sorprese, ma sappiamo che ci saranno sorprese e la diversificazione del portafoglio serve proprio ad attenuarne l'impatto, è un esercizio "sottrattivo", spiega nel suo ultimo libro il professor Paolo Legrenzi, si sottrae incertezza aumentando la diversificazione, evitando di concentrare le previsioni positive su pochi strumenti di investimento (P. Legrenzi, "Quando meno diventa più", Raffaello Cortina Editore, 2021).



Giacomo Balla (1871.1958) Pessimismo e Ottimismo (1923) Galleria Nazionale d'Arte Moderna e Contemporanea Roma

La Storia è un dramma, diceva Norberto Bobbio, un dramma senza lieto fine che non autorizza l'ottimismo che "comporta pur sempre una misura di infatuazione" e non si addice all'uomo di ragione che mai dovrebbe essere infatuato. Men che meno deve essere infatuato l'investitore, ma la consapevolezza dell'incertezza immanente non nasconda la memoria del passato: gli esiti delle crisi e degli eventi geopolitici sono sempre stati difficilmente prevedibili ma ha sempre smesso di piovere, investitori e uomini di impresa hanno il dovere dell'ottimismo nel lungo termine. Diversamente, vano sarebbe il loro impegno, vacui i loro sforzi; non si tratta dell'infatuazione nella speranza che le cose si aggiustino, ma della fiducia nella conoscenza come motore di progresso.



Matt Ridley, "The Rational Optimism, How Prosperity Evolves", Harper 2010

Per maggiori informazioni visitate il sito 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.