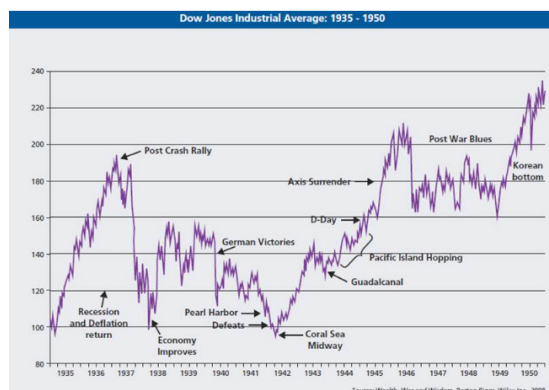


RACCONTO DI UN ANNO DI GUERRA

Una guerra strana quella in cui si ha paura della sconfitta dell'avversario. A un anno dall'inizio di una guerra insensata le cose sono andate diversamente dal previsto, sul terreno militare come su quello economico: non c'è stata la "guerra lampo", l'economia russa non è crollata sotto il peso delle sanzioni. L'Alpha e il Beta ricorda l'anniversario della tragedia in Ucraina con il racconto di un anno drammatico.

"Non siamo all'inizio della fine, ma forse questa è la fine dell'inizio".

Sono le parole che Winston Churchill pronunciò nel novembre 1942, dopo oltre tre anni di guerra e dopo le prime vittorie degli Alleati nel Nord Africa. Pochi mesi prima, all'indomani delle vittorie americane nelle battaglie di Midway e del Mar dei Coralli, la borsa americana aveva interrotto la discesa e imboccato una decisa fase di crescita che sarebbe durata oltre la fine della guerra.



"Poi, nel maggio del 1942, poco prima che le fortune militari degli Stati Uniti nel Pacifico migliorassero, in mezzo al buio e alle occasioni e nel punto di massimo ribasso, il mercato azionario statunitense toccò il fondo". Fonte: Barton Biggs "Wealth, War & Wisdom", 2008; investmentoffice.com.

Tra pochi giorni segneremo sul calendario un anno dall'inizio della guerra in Ucraina. In realtà la guerra era stata avviata dalla Russia nel 2014 ma il 24 febbraio del 2022 la finzione venne abbandonata, la guerra entrò nella fase più tragica e sanguinosa.

Avrebbe dovuto essere una "strafexepiditon" risolutiva, una questione di pochi giorni per costringere il mondo a prendere atto del nuovo assetto dei confini russi. Come spesso accade nelle guerre, le cose non sono andate secondo i piani, dopo un anno di distruzioni e perdite di vite umane indicibili non sappiamo se siamo all'inizio della fine, come ci auguriamo, o soltanto alla fine dell'inizio.

Se torniamo con la memoria a un anno fa, ai giorni immediatamente successivi all'invasione, la nebbia politica avvolgeva le prospettive economiche, lo scenario finanziario era catturato e alterato dallo specchio deformante della nuova intensità assunta dal rischio geo-politico. Le ampie escursioni tra aperture e chiusure nel reddito fisso non erano spiegate da ragioni economiche, il prezzo del greggio era ostaggio delle notizie politiche, le borse erano parimenti suscettibili al prezzo del petrolio e alla politica. Le società presenti in Russia decidevano di abbandonare il paese e di dismettere gli asset russi sulla base di motivazioni valoriali, non economiche.



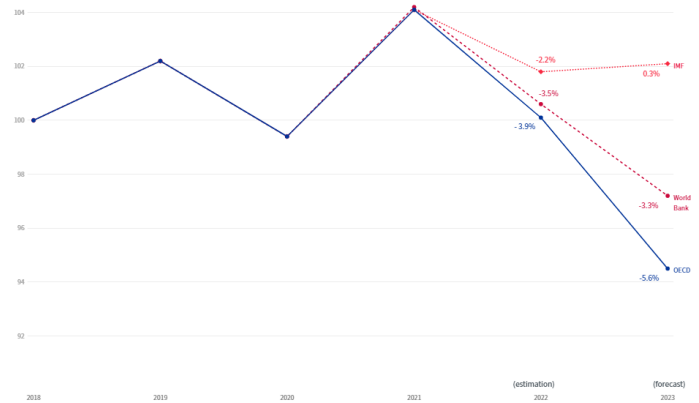
Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Dal canto suo il governo russo aveva irrobustito i conti per resistere alla prevedibile salva di sanzioni economiche che sarebbero state applicate come nel 2014, dopo l'annessione della Crimea: il debito pubblico era attorno al 17% del PIL, la bilancia dei pagamenti in surplus, le riserve valutarie imponenti erano considerate il bastione che avrebbe retto le nuove sanzioni. Che nel 2022 furono però molto più dure rispetto al 2014. La linea fortificata delle riserve valutarie si rivelò fragile come la Maginot, l'impossibilità ad accedervi aveva inibito alla banca centrale l'efficacia della difesa della valuta, il rublo crollò e la banca centrale alzò i tassi al 20%.



La narrativa russa della guerra come "liberazione" trova una forte analogia nella guerra russo turca del 1877-1878, raccontata come guerra di liberazione dei popoli slavi dall'Impero Ottomano. Putin non vi fa riferimento probabilmente perché la Turchia mantiene il dialogo con Mosca. Fonte: Wikipedia.

Le cose non sono andate secondo i piani anche sul fronte economico. Un anno fa l'economia russa era data per spacciata, le previsioni stimavano che le sanzioni avrebbero fatto crollare il Pil fino al 15%. Il crollo non c'è stato e ora, con i dati economici secretati, sono possibili solo delle stime: secondo le maggiori istituzioni finanziarie mondiali, nel 2022 il Pil russo è diminuito di poco più del 2% nello scenario migliore e poco meno del 4% in quello peggiore. La contrazione economica è destinata a proseguire nel 2023 con un calo del Pil stimato al 5,6% nello scenario dell'OCSE, del 3,3% secondo la Banca Mondiale.



Il Pil russo dal 2018 al 2023. Fonte Consiglio dell'Unione Europea.

Non sono crollate soprattutto le vendite di petrolio e gas e non si sono interrotti i flussi finanziari che hanno consentito il finanziamento della guerra. Secondo i ricercatori di Bruegel, think tank con sede a Bruxelles, sono almeno tre le ragioni che spiegano la resistenza dell'economia russa:

1. troppo dipendente dal gas di Mosca, l'Europa non ha applicato le sanzioni all'export energetico: nel corso del 2022 è stato sottoposto a sanzioni solo l'8% del valore delle esportazioni di petrolio e gas russi, "i proventi del petrolio e del gas hanno rappresentato il 45% del bilancio russo";
2. né più né meno come i governi europei, anche il governo russo è intervenuto pesantemente a sostegno dell'economia: circa il 3% del Pil è andato in sussidi sociali, agevolazioni fiscali e aumento dei salari minimi. La banca centrale ha stabilizzato il tasso di cambio e dato liquidità al sistema;
3. la terza ragione della resistenza dell'economia russa è dovuta all'isolamento solo parziale del paese, tutto sommato solo Stati Uniti ed Europa hanno condannato con fermezza l'aggressione all'Ucraina, molti altri paesi hanno mantenuto atteggiamenti neutrali o di esplicito appoggio. La neutralità politica genera conseguenze economiche, i rapporti commerciali e finanziari non si interrompono, la Russia è meno isolata di quanto si riteneva un anno fa.

Questo però non significa che le sanzioni non facciano male.

Lo slogan del Partito in 1984 di Orwell era che "chi controlla il presente controlla il passato e chi controlla il passato controlla il futuro". Il governo russo riscrive la storia mistificandola ad uso della pubblica opinione interna ma la brava Elvira Nabiullina, a capo della banca centrale, non si lascia irretire dalla propaganda e parla un linguaggio di verità. Nel novembre del 2022 presentò ai parlamentari della Duma le reali condizioni dell'economia, spiegò le difficoltà e i contraccolpi generati dalle sanzioni. Un conto è sostituire con "Zio Vanja" gli hamburger e le patatine nei punti vendita abbandonati da McDonald's, altra storia è far fronte alle necessità di software, microchip o cloud-computing che le grandi società tecnologiche americane hanno smesso di fornire.

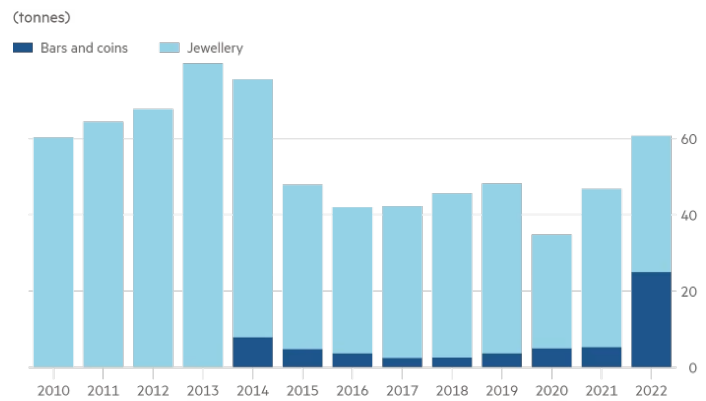
In gennaio la governatrice della banca centrale ha ribadito le difficoltà dell'economia russa e ha chiesto pubblicità e trasparenza dei dati: "dobbiamo tornare a una corretta divulgazione, con alcune eccezioni, in modo che gli investitori possano investire in titoli ... dovremmo tornare all'apertura dei dati, la mancanza di statistiche disponibili al pubblico influisce sulla qualità del lavoro di analisti e ricercatori".

Le prospettive dell'economia russa non sono favorevoli: la conseguenza della fallita strafespedizione putiniana è stata l'accelerazione verso forme di energia alternative, un errore strategico per un paese dipendente quasi del tutto dall'export di fonti energetiche fossili. Nel 2023 le sanzioni saranno applicate anche al petrolio, circa il 40% del valore delle esportazioni di energia. Non saranno applicate al gas ma nel frattempo l'Europa ha diversificato le fonti di approvvigionamento energetico, la dipendenza dal gas russo è sensibilmente diminuita, nelle prime settimane del 2023 l'Unione Europea ha importato meno del 20% rispetto ai valori di dodici mesi prima. Per il nuovo gasdotto verso la Cina ci vorranno almeno cinque anni e sostanziosi investimenti.

Come reggerà un'economia così poco diversificata come quella russa quando la domanda di energia fossile sarà crollata? Dal crollo dell'Unione Sovietica non è emersa un'economia di mercato ma un regime cleptocratico che prospera sulle materie prime, non ha favorito la diversificazione dell'economia né la formazione di una estesa classe media i cui consumi sono essi stessi generatori di ricchezza.

La pesantezza della condizione economica è avvertita anche dai cittadini russi che hanno cominciato ad accumulare oro. Come è sempre accaduto nel passato, quando si perde la fiducia nella stabilità delle istituzioni finanziarie e politiche il bene rifugio che protegge dall'incertezza sistemica è il metallo giallo. Nel corso del 2022 la domanda di lingotti e monete d'oro in Russia è stata di quasi cinque volte superiore a quella dell'anno precedente, in parte dovuta anche alla scarsità delle alternative, la possibilità di acquistare dollari o euro.

Russian consumer demand for gold bars and coins soared in 2022



Source: World Gold Council © FT

Nel 2022 è aumentata in Russia la domanda di lingotti e monete d'oro. Fonte Financial Times.

In questi dodici mesi le cose sono cambiate anche per l'Europa. Il primo, grande effetto economico della guerra fu quello di scardinare il mercato dell'energia, per buona parte del 2022 il Vecchio Continente, così dipendente dalle forniture russe, ha pagato le conseguenze più dure.

L'Europa entra però nel 2023 con prospettive decisamente migliori rispetto a quanto si pensasse nell'autunno. La diversificazione delle fonti di approvvigionamento e il clima mite hanno lasciato gli stoccaggi di gas al di sopra della media stagionale, sono così migliorate le prospettive economiche e il sentiment del mercato, sono tornati i flussi di investimento.

Anche la rilevanza nelle strategie di investimento di questa guerra insensata è fortemente diminuita, in Ucraina si continua a combattere e a morire ma non è più una questione che preoccupa i mercati. Non si tratta di cinismo, le logiche dei mercati sono elementari e il cinismo esige una qualche forma di grandezza, per poterli irridere i principi vanno prima riconosciuti. I mercati sono invece basici, seguono regole primarie. Sono probabilmente etici, in quanto agiscono nel rispetto di leggi e convenzioni, ma non sono morali, semmai sono "pre-morali", restando la morale confinata ai comportamenti dei singoli individui e alle decisioni delle singole società.

Daron Acemoglu, James Robinson
Perché le nazioni falliscono



D. Acemoglu, J. Robinson "Perché le nazioni falliscono", Il Saggiatore 2013. La tesi dei due autori è che istituzioni politiche e sistemi economici "inclusivi" favoriscono la partecipazione dei cittadini all'attività economica; i caratteri distintivi delle istituzioni inclusive sono l'ordinamento liberal-democratico e la superiorità della legge, la tutela della proprietà privata, un sistema giuridico libero, la tutela dei diritti individuali. Al contrario, le istituzioni "estrazive" poggiano sullo sfruttamento delle risorse e sulla creazione di monopoli. Il risultato è la riduzione degli incentivi e dell'iniziativa economica individuale.

Per il momento il rischio geo-politico è meno rilevante (non scomparso però, soprattutto nel Pacifico), le catene della fornitura sono tornate a funzionare, la Cina riapre al mondo, l'inflazione non corre più, il dollaro debole favorisce l'appetito per il rischio e aiuta le economie emergenti. Il prezzo del gas è tornato ai livelli del 2021 e le variabili da tenere d'occhio sono quelle tradizionali, l'inflazione, il mercato del lavoro negli Stati Uniti, la Cina.



Adolphe Yvon (1817-1893) "Battaglia per il Bastione di Malachov" (1856-1859. Fonte: Wikipedia). Negli anni della guerra di Crimea il governo inglese continuò a pagare i debiti contratti con lo Zar che, a sua volta, non smise di onorare i pagamenti agli inglesi che detenevano debito russo, perché "è ovvio che tra nazioni civili i debiti vengano onorati a un nemico con cui si è in guerra"

Nell'Alpha e il Beta della settimana scorsa ricordavamo come le scelte allocative riflettano un maggior appetito per il rischio nonostante l'ostinata inversione della curva dei rendimenti divida il mercato obbligazionario da quello azionario. È "il mercato toro più odiato di tutti i tempi" ha commentato un analista ma, per il momento, è un mercato assecondato dagli operatori.

Anche noi guardiamo con cauto favore alle azioni, la cautela è dovuta a due ragioni, una di natura macro e una di natura micro:

1. la questione macroeconomica è nel mercato del lavoro USA: 517.000 nuovi posti di lavoro in gennaio, disoccupazione al 3,4%, mai vista dal 1969. Il mercato del lavoro e le dinamiche salariali sono la cartina di tornasole del successo di una stretta creditizia e, al momento, il mercato del lavoro americano non sembra impensierito dalla stretta monetaria;
2. la questione micro riguarda invece le valutazioni, il premio al rischio si è abbassato e, semplicemente, non paga in modo adeguato le aree di incertezza che pure permangono, il sentiment prevalente sembra incongruo con le condizioni di incertezza

Le vicende dei mercati sono effimere, i guadagni delle borse sono "il tesoro dei folletti, ora rugiada dell'aurora, ora lacrime", la storia delle borse passa come l'acqua di un fiume.

Ma nel grande libro della Storia la guerra in Ucraina resterà un capitolo importante, trasformativo della storia di questo secolo. È una guerra strana quella in cui si ha paura della sconfitta dell'avversario, ci vorrà molto tempo per superare l'isolamento della Russia, i cardini su cui si comporranno i nuovi equilibri globali saranno la questione energetica e il nuovo ordine monetario, i protagonisti saranno gli Stati Uniti e la Cina, l'Europa sarà della partita solo accelerando la costruzione di una "even closer union", indispensabile per reggere le sfide di questo secolo.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.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.