



A cura di **Mario Cribari**
Head of Investment Strategy and Research, Partner



Enola Gay

Molto ci sarebbe da dire su quanto successo negli ultimi giorni, soprattutto sulla pessima informazione che ci stanno propinando riguardo alle ragioni, alla cronaca e agli sviluppi di questa crisi. La guerra è cominciata nel 2014, non oggi. E chi poteva fermarla non lo ha fatto, anzi. Esistono certamente i buoni e i cattivi, ma anche buona e cattiva informazione. I film western per anni ci hanno fatto credere che i cattivi fossero gli indiani. Ma una guerra non è una partita di calcio dove si fa il tifo per l'una o per l'altra squadra, l'unico legittimo pensiero è verso gli innocenti che loro malgrado subiscono la situazione. A loro vanno i nostri pensieri e la nostra più sincera solidarietà. Avremmo voluto vedere però tale partecipazione emotiva e politica anche in occasione di altre guerre, in Iraq, Afghanistan, Libia, Siria. Perché non esistono guerre giuste o sbagliate, guerre lampo o guerre "gentili" senza vittime civili. La guerra è brutale per sua natura. Non lo scopriamo oggi grazie alle dirette della Rai.



Alfine di essere concreti, ci limiteremo all'essenziale e all'operativo:

Fino a quando continuerà il linciaggio internazionale contro la Russia e i russi, Putin non arretrerà di un millimetro. Anzi il contrario. Chi non lo capisce o è stolto o è in mala fede. Il prossimo passo è l'esecuzione in pubblica piazza degli oligarchi russi per arringare le folle, come ai tempi della rivoluzione francese. Risulta per lo meno contraddittorio chiedere la pace mentre si mandano armi a una delle parti. L'ultima volta che è successo si è creata ed armata l'ISIS (e questa è storia, non un'opinione). Finché non ci si sforza di capire perché davvero la guerra è cominciata e chi l'ha voluta davvero non si capirà come farla finire. Se non si conosce (con occhio critico) la storia è molto difficile capire il presente e prevedere il futuro. Finché si considererà Putin come un pazzo, un malato, un nostalgico sovietico non vi saranno chance di veri ed efficaci colloqui di pace. La guerra era facilmente evitabile, ci avrebbero guadagnato tutti, eccetto uno. Il risultato delle sanzioni e dell'ostracismo nei confronti della Russia rischia di avere l'effetto opposto a quanto sperato, oltre a scatenare un micidiale "effetto boomerang" che colpirà anche noi. "Difendere i nostri valori non è gratis", dice Draghi. Peccato però che non è gratis per tutti, tranne che per uno. E un qualunque tipo di vero armistizio non potrà in ogni caso avvenire fino a che al tavolo non siederà, direttamente o indirettamente tramite Zelensky, il vero mandante occulto di questa crisi. Da questo punto di vista quindi siamo scettici e molto preoccupati. Temiamo che andrà peggio prima di andare meglio.

Più i giorni passano più aumenta la probabilità di uno "scenario Armageddon", di un confronto militare globale con rischi nucleari. Riteniamo che non siamo mai stati tanto vicini a questo scenario dalla crisi dei missili cubani del 1962. Non c'è nulla di più pericoloso di mettere un russo (per loro natura non certo i più mansueti, diplomatici e ragionevoli) in un angolo senza via d'uscita. Putin potrebbe ritenere che se lui non ha più un futuro, nessun altro dovrebbe averlo. Tuttavia un gestore professionale dovrebbe saper distinguere tra preoccupazione personale, rischio esistenziale e rischio di mercato. Siamo tutti preoccupati per noi e per le nostre famiglie ma scommettere sulla fine del mondo, dal punto di vista finanziario, non ha alcun senso perché tanto in ogni caso la fine del mondo avverrà una volta sola.

La situazione ci ricorda molto quanto successo a marzo del 2020, all'inizio della pandemia, nel culmine del panico più nero. Sappiamo tutti come è poi andata a finire a livello borsistico. Mettiamo pure sul piatto il fatto che la storia ci insegna che ogni crisi geopolitica è stata abbastanza velocemente digerita dal mercato. Non possiamo affatto escludere quindi che siamo vicini ad una "capitulation" di mercato (nel giro dei prossimi giorni) con un possibile forte trading rally almeno di breve termine.



Chi si illude tuttavia che dopo si tornerà a vivere come prima si sbaglia di grosso. A livello politico, geopolitico, economico e finanziario siamo alle soglie di un cambiamento strutturale di lungo termine di cui noi gestori non possiamo non tenere conto. Fermarsi a guardare e sperare in maniera compiacente che tanto tutto passa pensando di investire e ragionare come prima del 2020 sarebbe un grave errore. Il goldilocks è morto! L'era della globalizzazione e della conseguente deflazione è finita. Ne eravamo convinti già molto prima della guerra, quanto successo resterà nei libri di storia e rafforza la nostra convinzione.

Per quanto riteniamo quindi che si possa aprire una positiva opportunità di mercato, almeno a breve termine, occorre essere selettivi, critici e agili. Quasi certamente l'Europa sperimenterà un periodo di stagflazione, di conseguenza dobbiamo purtroppo rivedere la nostra aspettativa su una sua out-performance che avevamo fino a tre settimane fa. I perdenti in particolare saranno i paesi dell'Est Europa, la Germania, l'Italia, i paesi nordici. Fino a quando l'Europa non imparerà a fare i PROPRI interessi, come fanno tutti gli altri pur condannoli di tante belle dichiarazioni di principio, sarà destinata alla marginalità. Meno impattato in teoria (CHF a parte) il mercato svizzero anche se occorre far notare come dopo il segreto bancario anche la neutralità svizzera sia ormai defunta. Amen. Gli unici beneficiari, o per lo meno coloro che ci perdono meno, sono gli USA (ma è solo un caso...) e probabilmente alcuni EM (soprattutto gli esportatori di materie prime e i produttori strategici globali) tra cui potenzialmente la Cina. Al momento infatti non vi sono sufficienti elementi per aspettarsi una recessione anche lì. Certo se il petrolio dovesse davvero arrivare a 140-150\$ (qualcuno spara addirittura 180-200\$) allora la recessione globale sarebbe una assoluta certezza e si salvi chi può. Dalle mascherine alle biciclette. Neanche le Tesla ci salveranno...

Anche la nostra precedente aspettativa su una decisa sovra-performance di titoli ciclici e value rischia di perdere vigore, nostro malgrado. Facciamo notare tuttavia che alcuni segmenti di questa categoria hanno già corretto molto in pochi giorni e continuiamo a ritenere che non tutto sia perso. Meglio i discretionary che i finanziari, soprattutto in Europa.

I titoli growth/difensivi potrebbero tornare in discreta out-performance relativa se, come ci si aspetta, le banche centrali ammorbidiranno la propria aggressività sulla politica monetaria. Per la BCE è ormai quasi una certezza, per la FED riteniamo che essa parta in ogni caso secondo i suoi piani (con un paio di rialzi almeno) e poi valuti la situazione di mese in mese. L'inflazione sopra il 4%, tuttavia, non ce la toglie più nessuno quindi occorrerà molta fantasia per giustificare l'inattività sui tassi da parte delle BC! Permettetemi di dire, per inciso, che è per lo meno curioso il fatto che un'altra crisi arriva proprio quando le BC si erano convinte a restringere... Qualcuno comincia a parlare addirittura di un nuovo QE (guarda caso...): non è affatto una possibilità remota ma se ciò avverrà non succederà prima di una recessione globale e di mercati che perdono un altro 20% come minimo.

I veri vincitori saranno quelli della Old School, dei tempi della guerra fredda, di quando era di moda l'eccesso di peluria sul corpo: energetici, minerari, nucleare, carbone, infrastrutture, titoli della difesa (anche europei), sicurezza in senso lato, farmaceutico, titoli ad alto dividendo, inflation winners. Le energie alternative saranno recuperate prima o poi ma rischiano di essere svantaggiate dall'utilizzo di fondi pubblici verso la difesa, i sussidi alle imprese per gli aumenti energetici, il sostegno agli sfortunati profughi ucraini. Insomma dovendo scegliere si sceglierà di far sopravvivere questo mondo prima di quello dei prossimi 50 anni.

La nostra estrema cautela sui prodotti a spread obbligazionari si sta purtroppo avverando. Consigliamo di evitare prodotti, segmenti e società ad alta leva. Continuiamo a ritenere che i Treasury non possano più essere considerati degli hedge di valore mentre la forte correzione dei bond EM sia una opportunità molto interessante (se si esclude lo scenario di una recessione globale). Spiccano i bond governativi cinesi ma per noi non è una novità.

Le materie prime parlano da sole, soprattutto quelle che si mangiano e che "puzzano".

L'oro è un chiaro vincitore di questo scenario anche se ci saremmo aspettati maggiore reattività. Il problema dell'oro è che non è facilmente liquidabile, caratteristica fondamentale nei veri momenti di crisi. Le criptovalute sono assolutamente perdenti perché non si possono sequestrare arbitrariamente (così come abbiamo scoperto essere possibile con le legittime riserve di valuta estera della banca centrale russa), motivo per il quale saranno prima o poi bandite dal sistema internazionale. Quanto subito dalla banca centrale russa (che ci sforziamo per pudore di non commentare ulteriormente) getta un'ombra sinistra sul futuro del dollaro, soprattutto da parte di quei paesi meno ricattabili o meno vicini all' "alleanza" atlantica, e che potrebbero temere di trovarsi dalla parte sbagliata del tavolo prima o poi, loro malgrado. Il futuro del dollaro quale riserva di valuta globale è ancora più a rischio (nel lungo termine). Le alleanze finanziarie da parte dei EM per uscire da Swift o dalla dipendenza delle riserve in dollari aumenteranno e favoriranno il RMB quale suo primo antagonista. Quando la Cina rivendicherà Taiwan vorrà essere sicura di non poter essere finanziariamente indebolita da chi giudicherà, per essa, quella mossa strategicamente svantaggiosa...

Il nostro consiglio dunque è quello di una profonda revisione di portafoglio, non tanto sulla quota azionaria (che in questo momento consiglieremmo intorno al neutrale o poco sotto e pronta per un aumento) ma sulla sua composizione geografica, settoriale, di segmento. Il consiglio è di vendere o ridurre ciò che nel nuovo scenario risulterà perdente ed approfittare della situazione per incrementare o per entrare, almeno parzialmente, sui nuovi vincitori della nuova epoca. Inutile dire che sul nostro fondo Absolute stiamo operando così come indicato giorno per giorno, ora per ora, e che fortunatamente partivamo già da una buona base, cosa che ci ha permesso per ora di difendere discretamente bene la performance.

Un vecchio detto russo recita: se qualcuno è destinato a morire impiccato, è difficile che muoia annegato...

