

La guerra è un passo sulla strada del ritorno agli anni Settanta

DI PASCAL BLANQUÉ*

Nella storia recente, le crisi geopolitiche sono state tendenzialmente di breve durata e, dopo un iniziale sell-off, offrono opportunità di investimento per gli investitori. Si è tentati dal vedere uno schema simile nel conflitto Russia-Ucraina, il che spiegherebbe perché i mercati hanno attraversato le montagne russe, con una veloce ripresa attesa a fronte di ogni sviluppo positivo percepito, dopo lo shock negativo iniziale. Tuttavia, ora non è il momento di acquisire esposizioni sulla base di notizie di breve termine, fino a quando il quadro non diventerà più chiaro. Soprattutto, gli investitori dovrebbero tenere a mente che non stiamo attraversando tempi normali. Siamo nel bel mezzo di un cambiamento di regime caratterizzato da forze inflazionistiche senza precedenti, mai viste negli ultimi cinque decenni. Il regime in cui ci stiamo muovendo, che chiamo «Road back to 70s», non è solo inflazionistico. Come ho sostenuto negli ultimi due anni, si arriverà a un forte aggiustamento dell'ordine geopolitico (che implica una maggiore frammentazione), con la fine della globalizzazione e l'emergere della regionalizzazione incentrata su nuove potenze globali. Tra i vincitori ci sarà la Cina, il cui ciclo economico sta guadagnando l'indipendenza dagli Stati Uniti e che vede un ruolo crescente per il renminbi cinese come valuta di scambio nella regione. Il conflitto Russia-Ucraina si aggiunge a questo scenario, con l'inflazione che è un elemento certo di questo nuovo regime e la stagflazione che è il suo rischio principale, l'Europa è l'area più impattata. Il conflitto Russia-Ucraina apre diversi scenari su come potrebbe evolvere la crisi geopolitica. I tempi della crisi e la sua progressione sono elementi critici da monitorare. Più a lungo prosegue il disordi-

ne, più alto è il rischio che si diffonda a livello globale. Questo suggerisce che nel breve termine c'è una «cinica» finestra di allentamento della tensione sul mercato, guidata da ogni notizia che rafforza la narrativa di un conflitto di breve termine. I mercati stanno guadagnando tempo prima che siano in grado di valutare tutte le implicazioni di questo evento. Dovremo quindi affrontare un periodo iniziale caratterizzato da mercati guidati da notizie di breve termine, seguito da un secondo periodo di aggiustamenti di mercato che terrà in considerazione il cambiamento di regime di lungo termine. Per gli investitori, ciò significa che qualsiasi tentazione di cercare «punti di ingresso» dovrebbe considerare il target di equilibrio per i premi al rischio nell'ambito del nuovo regime. Ad oggi, siamo ancora lontani in molti segmenti di mercato, poiché il repricing e gli aggiustamenti devono ancora proseguire. Al momento le probabilità sono per un'evoluzione più lunga, piuttosto che più breve. Uno scenario di progressiva concretizzazione delle caratteristiche di lungo termine sarebbe caratterizzato da problemi di sicurezza perduranti in Europa, con un coinvolgimento di fatto degli Stati Uniti, con una popolazione ucraina pro-Ue instabile e una coesistenza insostenibile di due modelli socio-politici. A meno che la Russia non sia alla fine trasformata in una sorta di satellite occidentale (per esempio nel caso di un colpo di stato interno contro Putin), qualcosa dovrebbe cedere. La funzione di reazione geopolitica occidentale sarebbe fortemente incerta e frammentata con forze interne divergenti, sia all'interno dell'Europa che degli Stati Uniti. I Paesi oc-

cidentali sarebbero guidati da interessi economici (nella misura di sanzioni parzialmente limitate o inefficaci), la Russia da una logica di equilibrio di potere. Il rischio è che il nuovo regime macrofinanziario sia la stagflazione. In questo scenario, la Russia farebbe da acceleratore del cambio di regime, con ragioni fondate o meno. La Cina sarebbe il vincitore geopolitico oggettivo. La crisi favorirebbe ulteriormente il ruolo del renminbi cinese come valuta di scambio nella regione e come riserva di valore per gli investitori. Questo rafforzerebbe la tesi degli asset cinesi come uno strumento di diversificazione globale come un'oasi di rendimenti positivi. Con il passare del tempo, le banche centrali continuerebbero a mantenere un atteggiamento di compiacenza benigno, con un bias asimmetrico a favore della crescita rispetto alle pressioni inflattive. Questo determinerebbe un proseguimento del quadro attuale delle politiche fiscali e regolatorie dei mercati. Quindi, aspettatevi più e non meno accomodamento. Lo stesso vale per l'orientamento di politica di bilancio. Questo scenario potrebbe giustificare un premio geopolitico sugli asset europei e una view di asset allocation che favorirebbe gli asset statunitensi e cinesi. Tutto sommato, anche se nel breve termine si otterrebbe un contenimento, la Russia occuperebbe un'importanza più che proporzionale nei mercati, perché i premi al rischio sono molto stretti e forniscono poche assicurazioni per compensare praticamente tutto ciò che potrebbe accadere. Ciò avverrebbe nel momento in cui si dispiegherebbero le forze fondamentali del repricing del «cambio di regime», aggiungendo ulteriore volatilità sul mercato. (riproduzione riservata)

*chairman Amundi Institute

