

La linea d'ombra

Riflessioni di strategia

“Marco Polo”

“Sappiate che in questa città di Cambaluc è la zecca del Gran Signore: ed è organizzata in tal modo che si può dire come il Gran Kan sia davvero un perfetto alchimista. Mi spiego. Egli fa fabbricare la seguente moneta: fa prendere la scorza d'albero o per meglio dire la corteccia di gelso, l'albero di cui mangiano le foglie i bachi da seta; e fa togliere la pellicola sottile che è tra la corteccia e il fusto; quelle pellicole sono tutte nere: le frantumano, le pestano e poi le impastano con la colla in modo che ne risulti una specie di carta bambagina, sottile come quella dei papiri. Quando la carta è pronta la fa tagliare in parti grandi o piccole, foglietti in forma quadrata o più lunghi che larghi. Il foglietto piccolo vale la metà di un tornese; il primo corrisponde a un mezzo grosso d'argento, il secondo a un grosso e intendo un grosso d'argento di Venezia; poi ve ne sono da due grossi, da cinque, da dieci e quelli che valgono un bisonte, o due o tre, fino a dieci. Ogni foglietto porta il sigillo del Gran Signore. E questa moneta è fatta con tanta autorità e solennità come se fosse d'oro e d'argento; in ciascuna moneta alcuni ufficiali preposti a questo lavoro scrivono il loro nome e il loro segno e, quando l'hanno fatto, il capo degli ufficiali nominato dal signore sparge del cinabro su una bolla che gli è

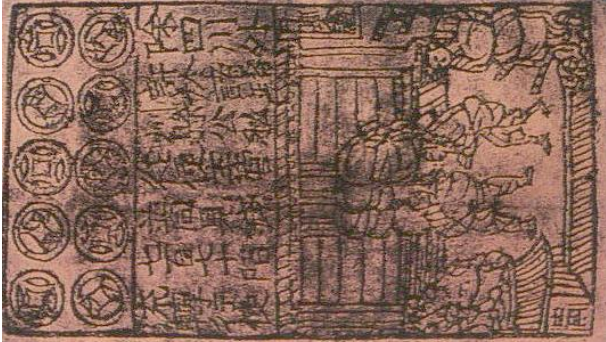
stata concessa e vi passa sopra la moneta, così che la forma della bolla tinta di cinabro rimane impressa sulla moneta e l'autentica.”

Così Marco Polo descriveva ne “Il Milione” la scoperta della carta moneta che rimane tutt'ora la base dell'economia moderna. Secondo l'economista Tim Harford l'invenzione della carta moneta è da annoverare tra le cinquanta cose che hanno fatto l'economia moderna (rif.: *50 Things That Made the Modern Economy* - BBC) e l'opera di Marco Polo oltre alla valenza letteraria e storica, è da considerarsi, da parte di chi scrive, un riferimento importante nella storia delle esplorazioni, ma non solo. “Il Milione” racconta l'epopea di un viaggio, ma fa anche scoprire all'Europa di allora un mondo sconosciuto, l'Oriente, da cui verranno importate diverse innovazioni tra cui la carta moneta come mezzo di pagamento in sostituzione delle monete d'oro e d'argento allora usate. La cosa che colpì maggiormente il mercante veneziano fu vedere come dei fogli creati con la corteccia di gelso potessero avere un valore pari alle monete di metallo prezioso, mentre quest'ultimo rimaneva nelle casse del Gran Khan. Ma l'introduzione della “banconota” in Cina è datata trecento anni prima dell'arrivo di Marco Polo, nella regione dello Sichuan, quando al posto delle monete di ferro (l'uso di quelle d'oro e d'argento era stato proibito per evitare che finissero oltre confine) introdussero lo “jiaozi” (i.e.: *exchange bill*), una specie di cambiale il cui utilizzo iniziò a diffondersi gradualmente. Nel 1311 l'imperatore cinese dichiarò illegale il commercio e l'uso di oro e argento, lasciando così che la carta moneta diventasse l'unica valuta legale. Non solo, il governo creò un vero e proprio “FIAT system”, eliminando anche il concambio finale tra lo “jiaozi” in scadenza e le monete di metallo, sostituendole con una nuova emissione di “banconote”.

Nella metà del XIV secolo un mare di “biglietti di carta” aveva invaso non solo la Cina, ma anche le regioni limitrofe. La mancanza di un controllo nell'emissione



La linea

d'ombra
Riflessioni di strategia

di moneta creò una grave crisi economico-finanziaria. Da allora sino al 1912 nessun imperatore riuscì più a reintrodurre la carta moneta nel proprio paese, a causa delle nefaste pregresse esperienze. Attraverso i secoli si è passati dalla "carta bambagina" cinese all'introduzione nel 1661 della carta moneta in Europa da parte del fondatore della Banca di Stoccolma, per la creazione di un sistema in cui la banconota è stata "generalmente accettata come mezzo di pagamento in quanto dichiarata a corso legale dallo Stato che la emette, indipendentemente dal suo valore intrinseco", passando attraverso il "gold standard" sino agli accordi di Bretton Woods.

Come sottolinea Tim Harford, dalla crisi cinese del XIV secolo altre nazioni, in epoche molto più recenti, hanno conosciuto ben più gravi esperienze. Basti pensare alla Repubblica di Weimar agli inizi del XX secolo o all'iperinflazione dello Zimbabwe, iniziata alla fine degli anni Novanta; in entrambi i casi l'eccesso di emissione di banconote aveva trascinato l'economia nel caos, in un contesto di instabilità politica che generò dittature o che avvenne sotto un regime dittatoriale.

Il potenziale rischio di un eccesso di liquidità sui mercati, immesso dalle stesse Banche Centrali, e gli eventuali effetti collaterali ad esso connessi, sono diventati temi di discussione anche nell'ultimo decennio. Lo scoppio della grande crisi finanziaria ha visto, infatti, l'adozione diffusa di misure straordinarie e non convenzionali di politica monetaria al fine di sostenere l'intero sistema economico e finanziario. La Federal Reserve americana, ad esempio, ha immesso trilioni di USD nel sistema senza creare, ad oggi, spirali inflative, ed analoghe considerazioni possono essere fatte per altri istituti centrali, in

altri Paesi. Le conseguenze di tale *modus operandi* potrebbero essere, a tendere, sconosciute, visto l'unicità delle dimensioni di quanto accaduto dal 2007 in poi. Quello che è misurabile è che l'economia, a livello globale, continua a crescere ed in modo sincronizzato. Le dinamiche legate all'inflazione tardano a manifestarsi con i tempi che le avevano caratterizzate nel passato, anche se alcuni cambiamenti strutturali all'interno del tessuto economico possano averne modificato la traiettoria e la tempistica.

La turbolenza sui mercati degli inizi di febbraio ha probabilmente segnato la fine di un periodo "dorato" e il ritorno alla normalità, dopo anni di tassi ai minimi, in alcuni casi anche in territorio negativo, e bassa volatilità. La "Goldilocks economy" che, in quanto tale, è caratterizzata da una crescita che non crea inflazione ed è sufficientemente solida da non scivolare in recessione, sta recitando le sue battute finali. Le Banche Centrali stanno abbandonando, anche se con molta gradualità, le misure ultra espansive adottate allo scoppio e durante la crisi economica e finanziaria. La Fed è stata la prima a iniziare questo cammino con più rialzi dei tassi di interesse e il ridimensionamento del proprio bilancio. La BCE la dovrebbe seguire, anche se più in là nel tempo, mentre la BoJ sembra ferma sulle proprie posizioni, anche se ha rivisitato il proprio intervento sui mercati con la decisione di agire sulla curva dei rendimenti dei governativi. L'aumento dei tassi di interesse è il primo segnale che il contesto, che caratterizza la "Goldilocks economy", sta per cambiare. Questo implica che, a tendere, le Banche Centrali non fungeranno più da protezione per i mercati, o non nella modalità a cui gli investitori si sono abituati negli ultimi dieci anni.

Il ritorno alla normalità dovrebbe comportare anche un aumento della volatilità. Agli inizi di febbraio, il *sell off* del mercato era stato caratterizzato da un'impennata di quest'ultima, scatenata da un forte dato sul mercato del lavoro americano di gennaio, sottostimato dagli investitori, che innescava una fase di diminuzione del rischio da parte di coloro che avevano posizioni corte di volatilità e sensibili alle correlazioni tra mercati azionari e obbligazionari. Una correzione decisamente più tecnica che fondamentale, che aveva riguardato in

particolare il mercato dei futures e degli ETP, mentre sul mercato "cash" gli investitori non davano segnali di panico, probabilmente confortati dai segnali positivi dal lato degli utili aziendali. La cosa più curiosa, nei giorni di correzione del mercato azionario e di aumento della volatilità, era stata la calma registrata sul mercato del credito, dove lo spread rimaneva di poco sopra i minimi. Un'indicazione questa che la correzione non era ancora da leggersi come l'inizio di un "bear market", ma che la normalizzazione delle politiche monetarie e l'aumento dei tassi di interesse, in risposta ad una crescita robusta e ad un ritorno dell'inflazione, portavano con sé un aggiustamento delle valutazioni delle singole asset class e, probabilmente, ad un cambiamento delle correlazioni che ne hanno caratterizzato l'andamento negli ultimi anni.

Il vero punto di domanda è se considerare questo tipo di reazione dei mercati finanziari un caso isolato o il segnale di un anno molto più complesso da gestire, da parte degli investitori. Il 2017 ha fatto segnare una crescita del Pil globale sopra le attese, così come le crescite degli utili aziendali nelle diverse aree geografiche. Per il 2018 il Pil globale dovrebbe continuare a rafforzarsi, come gli utili aziendali, ma a tassi più contenuti, se si escludono gli Stati Uniti che, grazie alla riforma fiscale, hanno visto una revisione al rialzo degli utili per azione, tale da portare la percentuale della crescita aggregata sopra quella del 2017. I tassi si sono mossi al rialzo anche se, per il momento, non hanno raggiunto livelli tali da mettere in seria discussione sia il livello degli spread sul mercato del credito che quello delle valutazioni azionarie. Il ritorno dell'inflazione, di per sé, non dovrebbe essere considerato un fattore negativo, soprattutto perché comunque i livelli rimangono contenuti (vedi USA) e le dinamiche del mondo del lavoro, per quanto da monitorare, non sono tali da far ipotizzare un aumento dei salari fuori controllo.

Cos'è quindi che potrebbe creare turbolenza sui mercati?

L'indice di volatilità VIX è in ascesa da gennaio e, da un punto di vista tecnico, ogni evento che potrebbe provocare un aumento porterebbe a degli aggiustamenti all'interno di portafogli che usano questa metrica nella loro gestione del



Negozi e bancarelle del mercato cinese. Dettaglio del primo piano da un lungo dipinto a mano di Zhang Zeduan (1085-1145)

rischio e creare delle ripercussioni sui mercati. Fattori tecnici? Sì, ma che non possono essere ignorati nel momento in cui alcune scelte di investimento sono guidate da diverse tecniche e con l'utilizzo di strumenti di investimento che, anche per l'effetto leva, possono amplificare il loro impatto sui movimenti di mercato e generare spirali ribassiste. In tali situazioni basterebbe veramente poco per innescare reazioni più violente dei corsi di mercato.

L'aumento dei tassi in USA non ha generato particolari tensioni sul mercato del credito, ma se l'economia dovesse rivelarsi più forte delle attese, grazie alle misure pro-cicliche adottate dall'amministrazione Trump, allora sarebbe ipotizzabile un allargamento degli "spread" dovuto ad una politica monetaria più restrittiva che peserebbe su un universo di aziende che negli ultimi anni ha visto un aumento del livello di indebitamento, e le cui obbligazioni trattano su un mercato che, in passato, ha già mostrato problemi di liquidità (e.g.: l'aumento dello spread tra il 2015 e il 2016 legato soprattutto alla discesa del prezzo del petrolio). In Europa è ancora prematuro parlare di cambiamenti di politica monetaria, oltre a quelli già annunciati. Le condizioni finanziarie rimangono accomodanti, la volatilità bassa e i flussi continuano ad essere in entrata: tra condizioni che mantengono lo "spread" ridotto. E' pur vero che la diminuzione degli acquisti di titoli sul mercato da parte della Banca Centrale Europea sono in diminuzione e andranno ad azzerarsi, creando comunque, a tendere, una diminuzione della liquidità.

La linea d'ombra

Riflessioni di strategia

Le valutazioni delle diverse asset class non mostrano particolari livelli di sottovalutazione e, dato il contesto generale, diventa più difficile pensare che si possa assistere, ad esempio, a dei corsi al rialzo della componente azionaria che sia guidata dall'espansione dei multipli.

Infine, rimane l'incertezza sulla politica commerciale americana che potrebbe essere più invasiva per la crescita globale di quanto, al momento, non si possa immaginare. Nel 2018, negli Stati Uniti, ci saranno le elezioni di metà mandato e sarà interessante vedere quali saranno le decisioni che permetteranno o meno ai repubblicani di mantenere il controllo di Capitol Hill.

La crisi finanziaria globale è stata superata soprattutto grazie alla cospicua immissione di liquidità sui mercati da parte delle Banche Centrali, dal 2007 a oggi, praticamente senza creare inflazione. Tim Harford, nella sua riflessione, sottolinea come questa creazione di



danaro sia stata il prodotto di stampanti metaforiche: la pressione di alcuni tasti di un computer. Un Marco Polo a bocca aperta avrebbe così descritto quanto avveniva sotto i suoi occhi "la grande Banca Centrale genera delle cifre sullo schermo di un computer, che poi vengono trasformate in fogli di calcolo, per poi diventare soldi"

E chissà come, lo stesso Marco Polo, avrebbe commentato se non con una espressione di "maraviglia" la nascita delle cripto valute, in cui la Banca Centrale scompare; sarebbe rimasto strabiliato da questo evento così come avrebbe potuto gridare alla "maraviglia" di fronte alla nascita delle valute virtuali, senza quella "bolla tinta di cinabro" che ne garantisce l'autenticità.

Pinuccia Parini
Financial Communication and Advisory Manager
Aletti Gestielle SGR S.p.A.

Milano, 1 marzo 2018

Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Aletti Gestielle SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Aletti Gestielle SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Aletti Gestielle SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento nè nei confronti di persone residenti in Italia nè di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Aletti Gestielle SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Anima Holding S.p.A. potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione non può essere riprodotta se non previo espresso consenso scritto di Aletti Gestielle SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Aletti Gestielle SGR e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Aletti Gestielle SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. In nessun caso e per nessuna ragione, le opinioni riportate nella presente comunicazione possono ritenersi vincolanti per Aletti Gestielle SGR nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione.

I dati citati nella presente pubblicazione sono di pubblico dominio e/o reperiti su fonti accessibili (stampa, televisione, internet) o tali da non precludere la diffusione al pubblico.

Aletti Gestielle SGR SpA. - Via Tortona 35, Milano.