

# LA STORIA NON SI RIPETE

I listini hanno reagito con nervosismo all'aumento dei rendimenti negli Stati Uniti, ma è ancora presto per decretare la fine del lungo bull market

“La storia non si ripete ma fa rima”, è probabilmente la frase più conosciuta e citata dello scrittore americano Mark Twain, un successo giustificato dalla sua puntuta efficacia.

La storia è un divenire costante di trasmutazioni e progressi, eppure si possono riconoscere in essa modelli che si ripetono, schemi che nelle manifeste differenze replicano paradigmi uguali a se stessi.

Il governo rivoluzionario nella Francia del 1789 si trovò alle prese con finanze pubbliche alla bancarotta e provò a contrastare la grave situazione debitoria con la stampa di grandi quantità di assegni. Del tutto simili alle moderne banconote, gli “assignats” avrebbero dovuto sostituire le monete d'oro e d'argento ma il loro potere d'acquisto crollò nel giro di pochissimo tempo, si verificò una violenta iperinflazione, venne ripristinata l'antichissima pratica del baratto.

“Il governo è l'unica istituzione che può prendere un prodotto di valore, ad esempio la carta, e renderla del tutto priva di valore mettendoci sopra dell'inchiostro”. Con questo paradosso von Mises liquidava il regime monetario cartaceo, lo schema moderno tanto per capirci, come economicamente dannoso.



Assignat del valore di diecimila franchi (fonte: Studium Magazine)

Le cittadine e i cittadini riempivano con entusiasmo Piazza della Rivoluzione (oggi Place de la Concorde), applaudivano alle nobili teste che rotolavano nelle ceste, ma il portafoglio era tutt'altra cosa, non si fidavano della moneta di carta, non la volevano come mezzo di scambio, tantomeno come riserva di valore. Gli “assignat” giacobini avevano corso legale ma nessun valore intrinseco, si reggevano non su oro o argento ma sull'autorità del governo della Rivoluzione che, da parte sua, giudicava questa diffidenza una vera e propria minaccia al suo potere finanziario.

La reazione del governo fu durissima, la compravendita di monete d'oro o d'argento era punita con la morte, il rifiuto degli assegni o la semplice richiesta di quale forma di pagamento avrebbe regolato un affare erano puniti con la ghigliottina. In nome del popolo rivoluzionario, naturalmente.

L'iperinflazione francese terminò nel 1801, quando Napoleone ristabilì la circolazione di monete dal robusto conio d'oro e d'argento.

Governi sull'orlo del disastro finanziario che promuovano controlli e misure restrittive nei movimenti di denaro, e distribuiscano con generosità carta moneta che nessuno vuole, sono una costante nella storia economica che, appunto, non si ripete ma fa rima.

Non rotolavano teste a Buenos Aires pochi anni fa, eppure la reazione del governo argentino alla grave situazione debitoria non fu nella sostanza diversa da quella dei giacobini di duecento anni prima: vietato l'acquisto di dollari americani mentre le rotative della banca centrale stampavano pesos.



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

Puntualmente, la storia fa rima anche nei casi delle bolle finanziarie. I sistemi finanziari evolvono in complessità ma le reazioni degli uomini si ripetono sempre uguali a se stesse. Il mercato finanziario di oggi è naturalmente più complesso rispetto ai tempi di Newton, quando andò in bancarotta la Compagnia dei Mari del Sud, ma la struttura psicologica degli investitori è sempre la stessa, lo straordinario ingegno non impedì a sir Isaac Newton di cadere vittima delle sue emozioni e di rimanere imprigionato in un costosissimo disastro finanziario (vedi L'Alpha e il Beta del 1.10.2018).

Il paradigma ricorrente nella formazione e dissolvimento delle bolle finanziarie è l'eccesso di ottimismo e la diminuzione dell'avversione al rischio, indispensabile ingrediente di mercati in equilibrio.

Neppure in questi giorni la storia si ripete ma sembra far rima con quanto abbiamo visto a febbraio di quest'anno, quando il Treasury prossimo al 3% aveva innescato nervosismo e il ritorno di volatilità.

Pochi giorni fa il rendimento del Treasury decennale ha superato ampiamente la soglia del 3% toccando livelli non visti da otto anni. Tra l'altro, anche in febbraio la correzione si verificò in concomitanza con il convegno Consulentia degli amici di ANASF, due fenomeni, ça va sans dire, del tutto estranei che confermano che "correlazione non vuol dire causazione"!

Lasciando da parte le facezie, i listini hanno reagito con nervosismo, soprattutto il settore tecnologico: ha trainato l'indice ai record, ha parimenti guidato la discesa ai minimi di otto mesi. Ma la reazione è, a oggi, composta, la notizia della fine di questo lungo bull market è (al momento) fortemente esagerata, per dirla ancora con Mark Twain.

Sono state particolarmente penalizzate le società tecnologiche, il buon tono dell'economia reale invoglierà magari gli investitori verso azioni "value". Il ritorno di un po' di volatilità e di avversione al rischio è una buona notizia, "chi non osa afferrare la spina non dovrebbe desiderare la rosa" scrive Anne Bronte, chi non sopporta le correzioni dei mercati azionari dovrebbe starne alla larga. I rendimenti non sono saliti per i timori di inflazione, ma perché l'economia americana sta andando bene, è un uomo solo al comando e la Fed continuerà a normalizzare i tassi.



Rendimenti reali USA e inflazione (fonte: Haver Analytics, BEA, GAM).

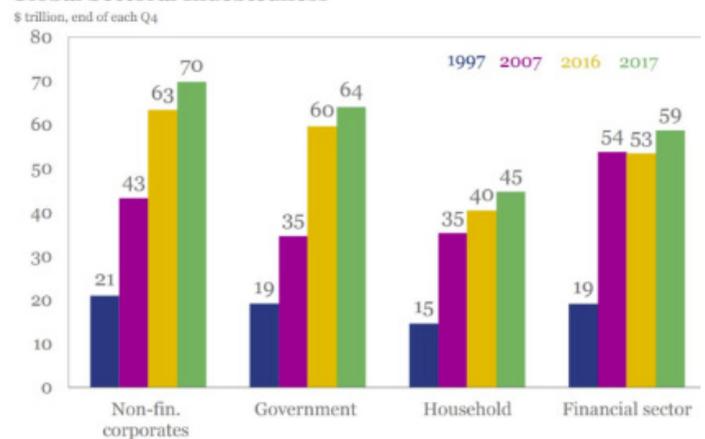
In questi giorni si avvia la pubblicazione degli utili societari del terzo trimestre, i primi rilasciati sono stati positivi e le attese per quelli pubblicati in queste settimane sono favorevoli.

Insomma c'è vita oltre il 3,25%, almeno fino al termine della pubblicazione degli utili e delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti.

Il percorso dell'ultimo trimestre dell'anno sarà accidentato, i portafogli, che in ogni caso si orientano al lungo periodo, devono prepararsi alle incertezze che in Europa legano l'interruzione degli acquisti di titoli da parte della BCE con la questione Brexit, le elezioni europee, i conti pubblici italiani e la scommessa sulla crescita a 1,5%, architrave della manovra del 2019.

Un'altra fonte di incertezza deriva dall'inversione delle politiche monetarie che, con le misure non convenzionali, hanno alterato la percezione del rischio incoraggiando gli investitori a cercare rendimento in asset più rischiosi: le obbligazioni a più alto rischio sono arrivate a differenziali di rendimento inferiori ai 300 punti con i titoli governativi. Il livello del debito globale è molto più alto rispetto al 2007.

### Global Sectoral Indebtedness



(fonte: IIF Global Data Monitor, www.diacalle.com)

I mercati emergenti sono messi sotto pressione dal dollaro forte. Nelle fasi di difficoltà diventa ancora più chiaro il valore della gestione attiva che, ad esempio, evita le economie più vulnerabili e conferma l'esposizione a quelle con migliori credenziali (ad esempio Indonesia e Sudafrica).

Alcune situazioni particolari, i rischi del secondo ordine di cui si parlava la settimana scorsa, hanno portato a eccessi di reazione; le vendite sul Messico nei mesi precedenti le elezioni sono state probabilmente eccessive. Eppure il Messico, e parimenti il Brasile, offrono occasioni di investimento a buon prezzo.

Nell'itinerario accidentato che probabilmente segnerà i prossimi mesi, i portafogli orientati al lungo periodo conservano la diversificazione in azioni e obbligazioni emergenti, in strategie flessibili multi-asset orientate alla prudenza, in temi di investimento pluriennali.

L'aumento dei rendimenti obbligazionari provocherà volatilità e, probabilmente, rotazioni settoriali: vigiliamo senza far salire l'ansia; del resto, come dice il nostro Mark Twain, "ho speso gran parte della vita a preoccuparmi di cose che non sono mai accadute".

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