

L'ALPHA E IL BETA

5 giugno 2017

Considerazioni finali

L'anniversario dei dieci anni esatti dall'inizio della crisi finanziaria offre l'occasione di ragionare sul ruolo dei banchieri centrali, sui tassi e su come adattare la parte obbligazionaria dei portafogli

Il 31 maggio 1990, Carlo Azeglio Ciampi cominciava la lettura del suo intervento all'Assemblea annuale della Banca d'Italia con il ricordo commosso di Paolo Baffi, scomparso il 4 agosto dell'anno precedente.

Economista rigoroso e sincero servitore dello Stato, Baffi fu un grande governatore. "L'attività professionale di Paolo Baffi coincide con una vita dedicata al Paese" scandiva Ciampi nelle sue Considerazioni Finali, "... si identifica con la storia della Banca d'Italia, a cui ha dato apporti preziosi di idee e di azioni per più di mezzo secolo. La Sua opera fu decisiva nell'affermare un metodo di lavoro: quello che nel rigore dell'analisi e nell'indipendenza del giudizio vede innanzitutto un dovere, uno dei modi attraverso i quali si estrinseca la funzione della Banca, al servizio della collettività ... in lui era vivo l'impegno di servire, con l'azione, il bene comune".



Paolo Baffi (1911 – 1989) fu Governatore della Banca d'Italia dal 1975 al 1979, si dimise per tutelare la Banca dalle possibili ripercussioni della sua vicenda giudiziaria

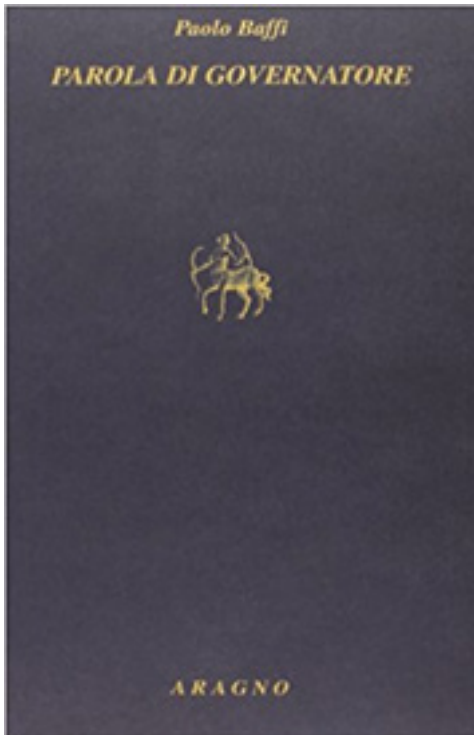
Gli anni del Governatorato, il "quinquennio di fuoco" lo definì lo stesso Baffi, cominciarono nel 1975, alle prese con una condizione economica complicatissima, con gli effetti recessivi dell'aumento dei prezzi del petrolio e il caos monetario globale innescato dallo sganciamento dell'oro dal dollaro. Il "miracolo economico" del dopoguerra finiva proprio quell'anno, quando per prima volta dal 1946 il reddito nazionale era diminuito. La prova più dura Baffi dovette sopportarla nel 1979, coinvolto con il vice direttore generale Mario Sarcinelli in una torbida vicenda giudiziaria che, sappiamo oggi, fu ordita da personaggi e magistrati legati agli ambienti della loggia massonica P2.

"E 'l modo ancor m'offende": Baffi patì una vera e propria umiliazione, il ritiro del passaporto non gli consentiva di recarsi a Basilea alle periodiche riunioni dei banchieri centrali. "L'amarezza, indicibile per lui, venne condivisa dall'intero Istituto, la dignità di cui Paolo Baffi diede esempio ne ha innalzato la figura", furono le parole di Ciampi nel 1990.

La scorsa settimana il Governatore Ignazio Visco ha cominciato la lettura delle Considerazioni Finali ricordando a sua volta la figura di Carlo Azeglio Ciampi, scomparso lo scorso 16 settembre. Ciampi fu il Governatore che nel 1979 raccolse l'eredità di Baffi e anche Ciampi ha lasciato una impronta profonda nella storia della banca.

Portò a compimento il progetto di autonomia dal Ministero del Tesoro, in collaborazione con Beniamino Andreatta, e si adoperò per porre "le condizioni per il rientro dall'alta inflazione". In realtà Visco ha ricordato indirettamente anche lo stesso Baffi, quando ha letto alcuni fogli di appunti estranei al testo ufficiale, in difesa dell'attività di vigilanza operata dall'Istituto.

Federico Fubini ha ricordato che anche Paolo Baffi, nella lettura delle Considerazioni Finali nel 1979, lesse fogli liberi con frasi del tutto personali relative all'operato suo e della banca, a pochi mesi dall'iniziativa giudiziaria che costò l'infamia del carcere a Sarcinelli. "Ai detrattori della Banca auguro che nel morso della coscienza trovino riscatto dal male compiuto", sono alcune delle parole di Baffi ricordate da Fubini sul Corriere della Sera. Paolo Baffi e Carlo Azeglio Ciampi, due figure che, con Guido Carli, appartengono al ristretto novero dei grandi governatori nella storia della Banca d'Italia.



Un documentato approfondimento della figura di Paolo Baffi è il testo "Parola di Governatore" curato da S. Gerbi e B. Piccone e, di quest'ultimo, "Anni dei disincanto" (Nino Aragno Editore)

Dagli "anni del disincanto" di Baffi agli anni del protagonismo riluttante delle banche centrali.

Cominciarono esattamente dieci anni fa, nella primavera del 2007 ci furono i primi scricchiolii nella enorme impalcatura delle cartolarizzazioni immobiliari. Due grandi hedge fund dichiararono il dissesto, avevano bisogno di almeno quattro miliardi di dollari per coprire le perdite. Nessuno comprese le implicazioni di quell'episodio. Gli stessi che avevano messo in guardia dagli eccessi del mercato immobiliare non poterono prevedere la portata del disastro. C'era troppa leva, troppa sicurezza (l'hybris che offende gli dei), troppo appetito per il rischio, neppure adeguatamente valutato.

"Non ci sono effetti sul mercato dei titoli societari o sulle azioni, non c'è bisogno di correre a fare scorte di cibo, acqua e munizioni" diceva un analista nel giugno 2007. Sappiamo come è andata, ci sarebbe davvero stato bisogno "di scorte d'acqua e di cibo" per affrontare la più grave crisi economica degli ultimi settant'anni.

In questi dieci anni le banche centrali sono state al centro della scena, protagoniste riluttanti, costrette a smentire l'opinione di Mervin King, ex capo della Banca d'Inghilterra, secondo il quale il mestiere del banchiere centrale deve essere noioso. Costretti a intervenire per evitare il collasso del sistema finanziario, una volta toccato il limite dei tassi a zero i banchieri centrali hanno dimostrato creatività tirando fuori dal cilindro i piani di "alleggerimento quantitativo" per assicurare liquidità al sistema.

Philipp Hildebrand, in quegli anni a capo della Banca Nazionale Svizzera, scrisse che "se i banchieri centrali non fossero riusciti a superare la loro innata predisposizione al grigiore, le conseguenze globali sarebbero state disperate nel migliore dei casi, catastrofiche nel peggiore".

Tassi a zero e acquisti straordinari hanno salvato il sistema economico e aumentato a dismisura i bilanci delle principali banche centrali. A dieci anni esatti è tempo di invertire la rotta, di normalizzare tassi e bilanci, per gli investitori è tempo di realizzare che c'è vita anche fuori dai Quantitative Easing.

E' probabile che la banca centrale americana alzi i tassi nella riunione di metà giugno. Le condizioni del ciclo e i segnali sempre meno ermetici dei membri del Comitato (l'ultima in ordine di apparizione Lael Brainard) conducono a questa previsione. Non sarà una sorpresa, la questione riguarda la gradualità del procedere, non la direzione, ampiamente comunicata e nota.

Da questa parte dell'Atlantico, Draghi e colleghi sono alle prese con condizioni del tutto diverse.

"È probabile che entro fine anno la FED faccia concreti passi avanti nella normalizzazione del proprio bilancio, facendo sapere come intenderà procedere per ridurre gli asset in bilancio" scrive Larry Hatheway di GAM "è invece dalla BCE che ci aspettiamo la maggiore sorpresa. L'istituto di Francoforte al momento non sta solo realizzando una politica monetaria estremamente accomodante, ma anche una predisposizione agli acquisti che è probabile subisca un cambiamento nel breve periodo".

L'economia europea sta andando bene e l'inflazione non è ancora vicina all'obiettivo di "sotto ma vicino al 2%" della banca centrale. Dal picco di 1,9% di aprile, dovuto a fattori stagionali e volatili, l'inflazione nell'Eurozona è tornata a 1,4%. L'inflazione di base ("core", al netto di energia e alimentari) è tornata a 0,9% dal precedente 1,2%.

Cosa farà Draghi? Da una parte i falchi mettono l'accento sulle distorsioni dei prezzi provocate dal prolungato programma QE e sull'affievolimento del rischio politico, le colombe rispondono che l'inflazione non è ancora una seria minaccia, che non si vedono da nessuna parte i veri segnali di allarme, ovvero gli aumenti salariali (magari, direbbero in molti!). A questa obiezione i falchi contro obietteranno che il tasso di disoccupazione nell'Eurozona è sceso da 9,4% di marzo a 9,3% di aprile, che i salari stanno lentamente aumentando, che è solo questione di tempo e, si sa, chi ha tempo non aspetti tempo.

Falchi e colombe avranno modo di litigare a Tallinn, in Estonia, nella riunione prevista giovedì 8 giugno.

L'attenzione degli analisti sarà (ancora!) rivolta alle sfumature lessicali e alla semantica dei comunicati. Se il comunicato finale escludesse "rischi al ribasso" nell'attuale fase di crescita, ritenuta magari "largamente equilibrata", questa fraseologia potrà essere vista come il primo passo verso il tapering europeo, l'avvio dell'esaurimento del programma QE.

Proprio perché il quadro ha colori così contrastanti, è probabile che la banca centrale faccia sapere, o lasci almeno intravedere, le intenzioni su tassi e QE. Nella seconda metà dell'anno è più probabile che saranno le iniziative della BCE a dettare il ritmo ai mercati piuttosto che quelle della Fed. L'investitore obbligazionario può affrontare la nuova fase delle banche centrali tenendo bassa l'esposizione al rischio duration e dotandosi di strumenti cosiddetti "Fixed Income Replacement": strategie "absolute return", debito subordinato, MBS e mercati emergenti, anche nelle valute locali (selettivamente, ça va sans dire).

Giovedì 8 giugno ci saranno anche le elezioni anticipate in Gran Bretagna. I mercati hanno già decretato l'esito favorevole per Theresa May. La sterlina aveva recuperato sulle attese di una vittoria storica dei Conservatori, è tornata a indebolirsi sul recupero dei laburisti mostrato dai sondaggi. Il rischio è proprio qui, una vittoria con un numero di seggi più basso delle attese sarebbe una delusione per i mercati, la sterlina potrebbe ritracciare il terreno guadagnato nelle ultime settimane. Fuori dal radar dei sondaggi e delle previsioni, l'affermazione a sorpresa di Jeremy Corbyn avrebbe un impatto negativo, almeno inizialmente, su valuta e borsa. Lo scenario per la sterlina resta comunque "gloomy", grigio di Londra, per le pressioni che deriveranno con l'avvio dei negoziati con l'Unione Europea.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.