

# L'ALPHA E IL BETA

19 giugno 2017

## I giocatori

**Le banche centrali muovono i loro pezzi sulla scacchiera ma i mercati non le assecondano, torna il confronto tra reflazionisti e deflazionisti. L'investitore obbligazionario non è però costretto a scommettere tra le due possibili opzioni**

L'unico libro che aveva per combattere la solitudine della prigionia era un manuale di scacchi. Ne aveva mandato a memoria tutte le centocinquanta partite descritte, poi aveva cominciato a crearne di nuove nella sua mente, fino all'impazzimento. Guarito nell'ospedale psichiatrico, ne esce con la promessa di non avvicinarsi mai più a una scacchiera.

E' la storia del signor B. uno dei protagonisti della Novella degli scacchi, l'ultimo scritto di Stefan Zweig prima del suicidio nel 1942.

Il signor B. riesce a stare lontano dal gioco fino all'incontro con un campione, e all'irresistibile invito a battersi con lui. La partita riaccende le ossessioni sopite, durante le pause dell'avversario la mente corre avanti, immagina molteplici soluzioni di gioco finché, madido e alterato dall'eccitazione, il signor B. commette un errore grossolano e perde.

Anche il Mattia Pascal di Pirandello si inebria al gioco, lui è ammaliato dal moto circolare della roulette, dai suoi numeri, dai colori. Mattia Pascal gioca in modo frenetico, convinto di possedere, nell'opuscolo ben custodito in tasca, il metodo per vincere infallibilmente.



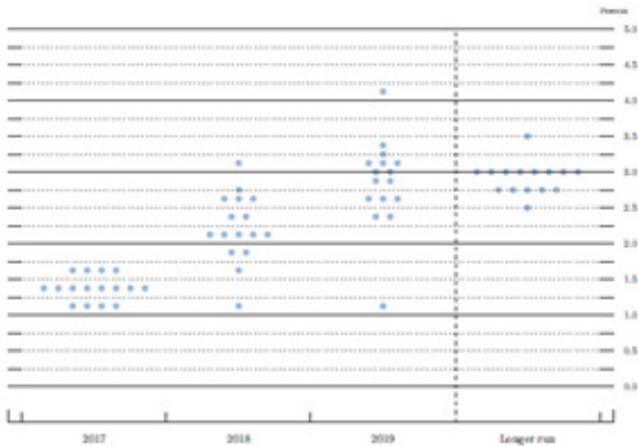
I giocatori di carte di Paul Cézanne (Museo d'Orsay, Parigi)

Il denaro facile del gioco d'azzardo è un motivo ricorrente nella letteratura, forse perché molti scrittori hanno dovuto fare i conti con la mancanza di denaro (Foscolo, Poe, Wilde, Bulgakov) o con montagne di debiti e creditori furibondi (Balzac, Baudelaire, Dostoevskij).

Il gioco sta prendendo la mano anche ai banchieri centrali, un gioco dalla posta altissima, la stabilità finanziaria globale. Negli ultimi anni i banchieri hanno mosso, sulla scacchiera dell'economia globale, la forward guidance, le indicazioni prospettiche delle mosse future, nel frattempo divenuta un pezzo altrettanto potente dei più tradizionali pezzi dei tassi e degli acquisti sui mercati. Un pezzo però da usare con cautela: alle prime incongruenze tra le dichiarazioni pronunciate e le azioni successive, la credibilità dell'istituzione ne verrebbe gravemente compromessa.

Non sempre in passato i mercati sono stati teneri con i banchieri centrali, la stessa Federal Reserve non è sempre stata attendibile nelle previsioni dei tassi. La scorsa settimana la banca centrale americana ha alzato i tassi, mossa ampiamente anticipata, senza modificare le previsioni.

La simmetria delle opinioni tra i membri del Comitato è perfetta: in otto pensano a un ulteriore aumento entro l'anno, quattro ne prevedono due, quattro nessuno.



Il grafico a punti che esprime le proiezioni dei membri del FOMC. Fonte Federal Reserve, giugno 2017

La Yellen ha ripetuto il consueto mantra delle scelte “data-driven”, orientate cioè dalla concretezza dei dati economici, ma il recente ritracciamento dell’inflazione, il declino nelle vendite retail e il rallentamento della crescita salariale indeboliscono le previsioni della Fed.

Dati che Janet Yellen ha derubricato a “rumore”, nel convincimento che le dinamiche del mercato del lavoro, la disoccupazione è a 4,3%, fanno presagire prossime le pressioni sui prezzi. Oltre alle considerazioni sull’inflazione, anche i banchieri centrali si stanno convincendo che i benefici delle politiche ultra accomodanti stiano per essere sopravanzati dai loro costi. E’ un fatto che i tassi di interesse negativi abbiano alterato la percezione del rischio, allontanano i mercati dal loro punto di equilibrio. E’ un ulteriore tassello al mosaico del punto di flessione delle politiche monetarie.

Ma non ne sono convinti tutti: i prezzi dei contratti future sui Fed Funds esprimono una probabilità di un ulteriore aumento entro l’anno di appena il 50%, il rendimento del Treasury decennale è sceso a 2,10%, valori dello scorso novembre.



Il movimento del Treasury decennale a seguito della decisione della Federal Reserve. Fonte Bloomberg

In una sorta di risveglio disincantato, viene dato sempre meno credito alla capacità di Trump di dare ulteriore impulso all’economia americana con la riforma fiscale.

I mercati non sembrano assecondare le valutazioni della più importante banca centrale, stiamo assistendo a un nuovo episodio del confronto tra reflazionisti e deflazionisti.

I primi mettono l’accento sulla forza dell’economia globale (in effetti ancora robusta), i secondi sono più inclini a credere alla persistenza della “stagnazione secolare”, una fase caratterizzata dalle “quattro B”, bassa crescita, bassa inflazione, bassi tassi di investimento, bassa produttività.

E’ qui che il gioco delle indicazioni prospettiche, della forward guidance, si fa pericoloso.

Le banche centrali non possono permettersi una nuova fase recessiva nell’immediato futuro, i tassi sono ancora troppo bassi, i bilanci troppo tirati (le principali quattro banche centrali delle economie avanzate sommano complessivamente quasi 14 trilioni di dollari), insomma non avrebbero munizioni sufficienti.



Marcel Duchamp, I giocatori di scacchi 1910 (Philadelphia Museum of Art)

I banchieri scommettono sulla reflazione, su crescita e inflazione, indispensabili come la pedalata per il ciclista, senza la quale perderebbe l'equilibrio.

L'inflazione è davvero la Balena Bianca alla quale la Yellen da inutilmente la caccia come il capitano Acab? Oppure la disoccupazione al 4,3% è davvero a livelli tali da innescare pressioni salariali sui prezzi?

Le condizioni economiche non aiutano a scegliere: il dato di maggio della produzione industriale negli Stati Uniti, invariato, non impensierisce ancora, fa seguito al dato molto positivo del mese precedente (1,1%). Alcuni indici anticipatori come l'Empire State e il Philly Fed preavvertono di una probabile accelerazione a breve. Al di là della difformità tra dati "soft" come questi ultimi e i dati "hard", quelli cioè ex post, è indubbio che il settore manifatturiero americano continui a beneficiare del contesto globale positivo e del dollaro debole.

Non c'è solo la normalizzazione dei tassi da tenere d'occhio, ma anche quella del bilancio. La Federal Reserve ha cominciato tre anni fa, la Banca Centrale Europea comincerà a breve. Sarà condotta con estrema gradualità, rallentando via via il reinvestimento dei titoli venuti a scadenza, saggiando la reazione dei mercati in un ambiente di crescita costante.

Come l'Aleksej di Dostoevskij, il Giocatore rapito dal tavolo verde della roulette, l'investitore obbligazionario sembra costretto a scegliere tra il banco, le banche centrali reflazioniste, e gli altri giocatori, gli operatori deflazionisti.

Ma la domanda giusta non è su chi scommettere, ma come evitare di farlo, perché anche al tavolo verde, alla fine, vince davvero chi non gioca. Quando si pensa al futuro come se fosse una prosecuzione aggiornata del passato, si rischiano amare delusioni e, se si tratta di investimenti, dolorosi rimpianti. La storia non si ripete mai, commetterebbe un grave errore di sottovalutazione chi confida nel passato.

Il meccanismo del rendimento ottenuto con l'escalation del rischio (dai titoli pubblici a quelli societari, poi a quelli high yield ...) si fa anacronistico, in definitiva significa scommettere su uno dei due esiti, rosso o nero. Fuori dai bond c'è ancora valore nell'azionario: l'attività economica prosegue sincronica, la crescita dei profitti è robusta e diffusa, la rotazione settoriale premia i titoli di qualità e la selettività.

I timori che un incremento dei tassi e la forza del dollaro avrebbero danneggiato i mercati emergenti si sono attenuati, grazie alla gradualità della Fed, all'efficacia della forward guidance e al dollaro debole, benché non giustificato dai differenziali di rendimento.

E' sempre questione di tempo, di esercizio al pensiero di lungo termine. C'è vita oltre le scommesse sul rosso o sul nero dei reflazionisti e deflazionisti. Per l'investitore non si tratta di aggiungere rischio ma di diversificare tra più rischi, per averne meno.



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

[www.gam.com](http://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.