

# L'ALPHA E IL BETA

16 gennaio 2018

## Non si comanda al mare

**Non si comanda al mare ... ma si può provare a conoscerlo. Il calcolo delle maree fu una delle variabili cruciali che favorì il successo del D-Day, lo sbarco degli Alleati in Normandia. L'inedito ritiro di liquidità che le banche centrali hanno già avviato assomiglia a una gigantesca onda di riflusso che non sarà priva di conseguenze.**

“Passeggiando vicino al mare Canuto Re d’Inghilterra, i suoi l’acclamarono Re dei Re, Signore del mare e della terra. Li volle disingannare Canuto, e mettendosi alla riva del mare disse: ‘onde! lo vi comando che non mi tocchiate. Le onde lo bagnarono da capo a piedi, allora, voltandosi ai suoi vassalli gli parlò così: ‘provate ora a chiamarmi il più potente degli uomini, e padrone del mare, quando vedete che con tutto il mio impero non posso ritenere un poco d’acqua”.

Edificante e falsissimo apologo, scritto da un gesuita spagnolo nel XVII secolo in un manuale di comportamento indirizzato a re e regnanti europei, intitolato “Il Principe Perfetto”. Al gesuita faceva buon gioco raccontare di un re devoto che riconosceva la grandezza del Signore e infatti concludeva che “Niun mortale è degno di tal nome, al solo Iddio ubbidisce tutto l’universo”.

Non si può comandare il mare. Ma si può cercare di conoscerlo, come cercarono di fare i discendenti di Re Canuto circa mille anni dopo, alle prese con la complessità dei piani per lo sbarco in Normandia.



Soldati canadesi della 9ª Brigata sbarcano sulla spiaggia "Juno", il 6 giugno 1944. Fonte:STF/AFP/Getty Images

Nella pianificazione del D-Day, l’orario di attacco e le condizioni meteorologiche erano determinanti, c’era discussione aspra tra le diverse Forza Armate: l’aviazione aveva bisogno di luce lunare per identificare i luoghi dove lanciare le truppe aviotrasportate, la marina voleva bassa marea per togliere efficacia agli ostacoli posti in mare dalla difesa tedesca, l’esercito al contrario voleva alta marea per velocizzare le operazioni di sbarco.

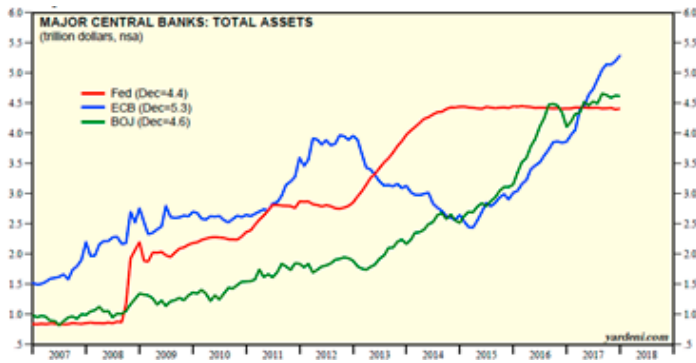
Il compromesso raggiunto fu che lo sbarco sarebbe cominciato da una a tre ore dopo la bassa marea. In quella primavera del 1944 le condizioni desiderate di luce lunare, marea e meteo si sarebbero verificate nei giorni 5, 6 e 7 giugno. Lo sbarco che avrebbe accelerato la fine della guerra avvenne il 6 giugno e il calcolo delle maree fu una delle variabili cruciali per il successo di quella storica operazione.

Il calcolo corretto del riflusso della marea finanziaria si rivelerà altrettanto cruciale per le sorti dei portafogli di investimento.

Con tempi e modalità diverse, le principali banche centrali hanno avviato la riduzione dello stimolo monetario. Il riflusso della marea si verificherà con il tradizionale aumento dei tassi, come già avvenuto negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, e con il riavvolgimento dei piani non convenzionali, in Europa e in Giappone.

In Giappone il tapering ha assunto una forma originale, la banca centrale è passata dal quantitative easing al controllo dei rendimenti dei titoli di stato, in questo modo acquista di fatto meno titoli, da 80 mila miliardi di yen al mese a 60 mila miliardi.

La Banca Centrale Europea dimezza da gennaio gli acquisti mensili a 30 miliardi di euro fino a settembre e, a seguire, gestirà il graduale azzeramento. Anche la Federal Reserve ha dato avvio al suo piano di riduzione del bilancio che nel prossimo ottobre sarà arrivato a 50 miliardi al mese, o 600 miliardi all’anno. Un inedito “unconventional tightening” su una imponente massa di denaro, un fenomeno mai sperimentato prima, simmetrico e opposto alla liquidità immessa nei mercati dal 2009.



I bilanci delle principali banche centrali. Fonte: Yardeni Research Jan 2018, Haver Analytics

“Non avendo mai assistito a una simile normalizzazione monetaria, se gli operatori male interpretassero le intenzioni dei banchieri centrali, potrebbero finire per replicare il crac obbligazionario del 1994” scrive Alex Friedman, CEO di GAM.

La convinzione diffusa che le obbligazioni siano meno rischiose delle azioni va probabilmente aggiornata. Se al reflusso della marea si aggiungesse il ritorno dell’inflazione, la volatilità potrebbe aumentare bruscamente rendendo il profilo rischio/rendimento dei bond ancor meno attraente.

Decisamente poco attraenti, da tempo, sono i titoli governativi: il decennale giapponese è attorno allo 0,06%, il Bund a 0,56%, il Guilt anche dopo l’aumento dei tassi è fermo a 1,30%, il decennale italiano è a 1,95%, quello americano al 2,5%.

Dagli anni '80 i rendimenti dei bond sono scesi, è noto, soprattutto per la storica lotta all’inflazione. I rendimenti bassi comportano minor costo del denaro, minor rendimento delle azioni (che spinge in alto i prezzi) e vita più dura agli investitori istituzionali come assicurazioni e fondi pensione.

Ora il riflusso della marea potrebbe cambiare questo stato di cose. Se fosse veloce, se cioè i rendimenti salissero rapidamente, si potrebbe innescare un incontrollabile effetto domino nel sistema finanziario. “Con l’economia mondiale in così buona forma, si tratta di gran lunga del maggiore rischio all’orizzonte” scrive il FT.

L’inflazione resta la principale variabile che determinerà l’ampiezza dell’onda di marea.

L’inflazione di base negli Stati Uniti è salita a dicembre a 1,8% da 1,7% del mese precedente. Bill Dudley, presidente della Fed di New York, non ha usato mezze parole giovedì scorso: la Fed dovrà tener conto del rischio di “surriscaldamento dell’economia”, ha detto, e se il Comitato Federale fosse lento nel serrare la politica monetaria, potrebbe poi trovarsi costretto a schiacciare sui freni rischiando una recessione.

Sull’inflazione e sulle vendite al dettaglio riviste al rialzo, il rendimento del Treasury a due anni ha superato il 2% per la prima volta dal 2008, il titolo a dieci anni è arrivato a 2,58%.

Le attese dell’inflazione futura non sono superiori al 2% ma sono derivate dal mercato obbligazionario, un corto circuito autoreferente che non ha forse ancora scontato nei prezzi la lunga corsa del mercato del lavoro, la crescita ancora robusta, il taglio delle tasse che darà origine a maggiore capacità di spesa.



Il fenomeno della bassa marea a Saint Malo, Bretagna

Come dice Tim Haywood di GAM, la cosa positiva di uno scenario che presenta così tante incognite e caratteristiche finanziarie diverse è che si trovano opportunità trasversali in tutti i mercati obbligazionari, un ambiente buono per strategie flessibili e “unconstrained”, cioè slegate da indici. La bassa volatilità rende economico l’acquisto di strumenti per proteggere i portafogli da improvvisi aumenti della volatilità stessa.

Non è più tempo di soluzioni passive, lo strumento per contrastare il riflusso dell’onda di marea è la gestione attiva, dinamica.

Aree dove trovare ancora un po’ di valore sono il debito subordinato europeo, un segmento interessante e che esige estrema selettività, e i mercati emergenti, che conservano potenzialità nei tassi e nelle valute.

Il calcolo preciso delle maree nell’alba del D-Day fu tra i fattori di successo dello sbarco ma i comandi sapevano che un errore sarebbe stato drammatico.

Mesi prima, nel fronte del Pacifico, il calcolo approssimativo delle maree trasformò l’assalto anfibio all’atollo di Tarawa in un disastro. I mezzi arrivarono in prossimità della spiaggia con la bassa marea, le truppe da sbarco furono costrette a guardare un’esteso tratto di mare esposte al fuoco della resistenza giapponese. Tutta l’operazione fu compromessa, la battaglia durò tre giorni e costò un elevato tributo di vite umane.

Per colpa di un calcolo sbagliato della marea.

**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. 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.