

# L'ALPHA E IL BETA

9 luglio 2018

## Sei personaggi in cerca d'autore

**La “normalizzazione” delle politiche monetarie è in corso ma forse le stesse banche centrali non hanno le idee chiare su quali sia il tasso di interesse naturale da raggiungere**

Manca una manciata di anni al 2021, centesimo anniversario della prima rappresentazione di “Sei personaggi in cerca d'autore”. La prima rappresentazione, nel maggio 1921 al teatro Valle di Roma, fu un disastro, i Sei Personaggi ebbero miglior fortuna negli anni seguenti, con il copione impreziosito da una presentazione dell'Autore. Il dramma pirandelliano resta una prova impegnativa per attori e registi, i colori e l'espressività drammatiche sono portate all'estremo, per l'amico Gabriele Lavia il dramma di Pirandello “è certamente lo spettacolo più difficile che abbia mai fatto, quando ho cominciato a studiarlo ne ho avuto subito la sensazione, poi ho cominciato a farlo e mi sono reso conto che mi è ancora più difficile di quanto mi era parso leggendolo”.

Il dramma si svolge su un palcoscenico, un gruppo di attori è impegnato nelle prove di una commedia di Pirandello, “Il gioco delle parti”. A un certo punto entrano in scena degli sconosciuti, sembrano smarriti, incerti, sono personaggi lasciati incompiuti dal loro autore. I Sei chiedono al capocomico di ascoltarli, di dare loro la possibilità di portare il loro dramma in scena e far conoscere al pubblico la loro storia.



Gabriele Lavia interpreta e dirige Sei personaggi in cerca d'autore, di Luigi Pirandello (Firenze, Teatro La Pergola ottobre 2014, foto di Tommaso La Pera)

I Sei personaggi potrebbero essere le sei banche centrali che hanno tenuto il loro meeting periodico più o meno negli stessi giorni a metà giugno, in quella che Bloomberg ha definito, forse con eccessiva enfasi, “la settimana più importante dell'anno”.

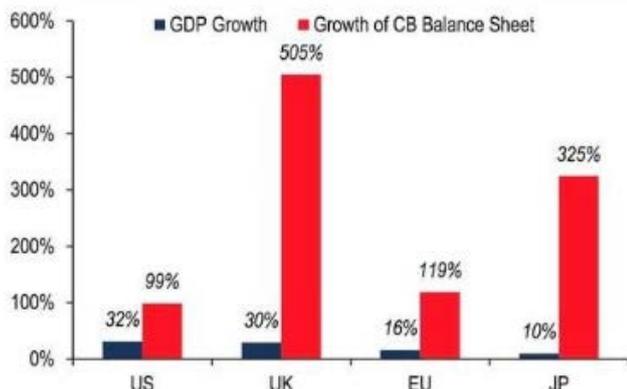
La Federal Reserve, come ampiamente previsto, ha aumentato i tassi di riferimento, la BCE ha annunciato l'esaurimento a fine anno del programma di Quantitative Easing e ha indicato nella fine estate 2019 l'intorno temporale del primo intervento sui tassi. La Bank of Japan e la Banca Nazionale Svizzera hanno confermato i tassi negativi, la Bank of England e la Norges Bank, l'istituto centrale norvegese, hanno confermato il livello di 50 punti base del tasso di riferimento.

Comportamenti e indirizzi monetari tra loro molto diversi, la Fed ha avviato la contrazione del bilancio, l'istituto centrale giapponese conferma un atteggiamento fortemente espansivo, ma tutte le banche centrali hanno in comune il filo rosso della prudenza. E' tutt'altro che scontato che le cose proseguano secondo i programmi individuati dai banchieri centrali, non è quasi mai successo, l'incanaglirsi delle guerre commerciali pone una serissima minaccia all'economia globale.

C'è poi l'altra questione, quella della “ricerca dell'autore”, per rimanere nell'immaginario pirandelliano, perché non è detto che i banchieri centrali abbiano piena contezza di quale sia la nuova parte in commedia a loro assegnata. La responsabilità di assicurare la stabilità monetaria sta allargandosi a quella relativa alla stabilità finanziaria, un lavoro diverso e più complesso, che rende l'operato del banchiere centrale meno neutrale, più discrezionale, prossimo all'ambito delle scelte politiche.

La difficoltà per gli interpreti dei Sei personaggi di Pirandello consiste soprattutto nella distanza tra il testo scritto e la rappresentazione, tra fedeltà al testo e desiderio di sperimentazione, tra l' "arte" degli attori in scena e la "vita" dei Sei personaggi, un'antitesi che è il vero protagonista, il tema dominante del dramma.

Un'antitesi che ricorda quella in cui si muovono le banche centrali, alle prese con la teoria della normalizzazione e la pratica delle condizioni reali dell'economia e del sistema finanziario.

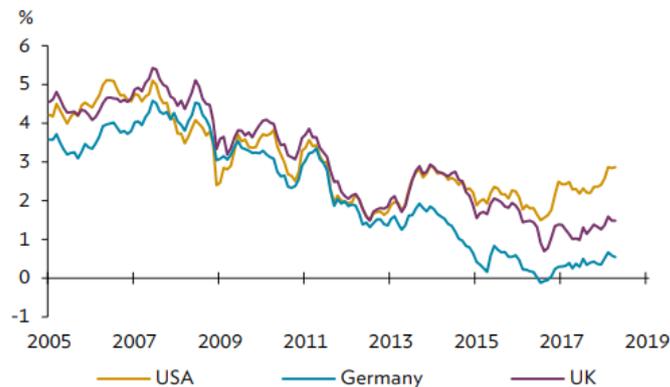


Le banche centrali alle prese con la normalizzazione di politica monetaria e bilanci da una parte e auto sostenibilità della crescita dall'altra. Fonte: BofA Merrill Lynch Global Research, Bloomberg. Dati da fine 2008 a fine 2017.

Come gli interpreti dei "Sei personaggi", i banchieri centrali sembrano stretti nel medesimo scarto tra parola e prassi, tra la teoria e il principio di realtà. La buzzword è "normalizzazione", che per il dizionario significa "ritorno a una situazione considerata normale", ovvero "il carattere, la condizione di ciò che è regolare e consueto, non eccezionale o casuale".

Di ritorno alla normalità si parla da tempo, le misure non convenzionali non sono state prive di controindicazioni: hanno preservato il sistema finanziario dal collasso, hanno restituito crescente fiducia all'economia ma c'è comunque uno scarto tra l'espansione dei bilanci e la crescita economica, è aumentato il debito, gli asset finanziari si sono rivalutati e le disuguaglianze economiche, una delle cause della trasformazione degli assetti politici su entrambe le sponde dell'Atlantico, sono aumentate.

Il punto è quali siano i livelli di "normalità" ai quali ricondurre le politiche monetarie. Tornare alla condizione "di ciò che è regolare e consueto" vorrebbe dire tornare alle condizioni pre-crisi, ma nel frattempo non solo sono cambiate molte cose ma la stessa liquidità immessa dalle banche centrali ha così profondamente alterato il sistema che il ripristino della normalità non può ridursi alla semplice pressione del tasto rewind del Quantitative Easing e avviare uno speculare e opposto Quantitative Tightening.



I rendimenti a 10 anni hanno toccato i minimi nel 2016. Fonte: Datastream, Julius Baer.

Se invece normalità significasse riduzione progressiva dello stimolo monetario, anche in questo caso ci sarebbero problemi: qual è il momento giusto per togliere gli steroidi monetari al corpaccione dell'economia reale? Per quanto riguarda l'Eurozona Draghi ha chiarito che la normalizzazione monetaria deve seguire, non precedere, quella economica. In ogni caso l'escalation ritorsiva delle tariffe rischia di compromettere le prospettive di crescita e alterare il sentiero che i banchieri centrali hanno predefinito. Ufficialmente l'obiettivo da raggiungere restano i livelli di inflazione ma, nel mondo delle global supply chain, delle Amazon e Alibaba, quali sono i tassi naturali di disoccupazione e di inflazione? La Fed dovrà "giudicare in anticipo e senza informazioni complete dove si trovi il tasso naturale di disoccupazione" dice il nostro Larry Hatheway, informazione decisiva per stabilire il livello del tasso di interesse naturale.

"Grande è la confusione sotto il cielo". L'Alpha e il Beta della settimana scorsa terminava con la celebre frase di Mao ma, a differenza di quanto pensasse il dittatore cinese, la situazione è tutt'altro che eccellente. Non è detto che, una volta terminati i programmi straordinari dei QE i rendimenti saliranno in modo automatico. Non ci sono solo le Amazon e le Alibaba con i loro nuovi moduli produttivi a esercitare pressioni verso il basso.

Dietro il rallentamento dell'attività economica ci sono fattori strutturali di lungo termine come la contrazione della forza lavoro, effetto delle dinamiche demografiche, e i deboli avanzamenti nella produttività. I Baby-Boomers, i nati tra il 1946 e il 1964, stanno via via andando in pensione (buon per loro), sostituiti da automazione e coorti di giovani con minore esperienza, minori tutele e meno costosi. L'abbondanza di capitale, il "saving glut" di cui parlava Ben Bernanke, l'eccesso di risparmio sulle intenzioni di investimento, è un ulteriore fattore di pressione verso il basso dei rendimenti.

Nel dramma di Pirandello c'è un settimo personaggio, Madame Pace, che entra in scena a rappresentazione avviata.

Anche nella nostra rappresentazione c'è un settimo personaggio, l'investitore che, se i rendimenti bassi non dipendessero esclusivamente dalle politiche monetarie eccezionali, sarebbe alle prese con le conseguenze sulle scelte allocative. Negli Stati Uniti i rendimenti potrebbero restare più bassi di quanto pensino i banchieri centrali, nell'Eurozona potrebbero restare bassi anche in seguito all'esaurimento dei programmi di QE della Banca Centrale Europea.

Il segno zodiacale del 2018, L'Alpha e il Beta lo ha scritto in passato, è la maggiore volatilità. Il dollaro forte mette in tensione gli asset emergenti, il nervosismo per i rendimenti in salita deprime la domanda di credito e allarga gli spread, le molteplici fonti di incertezza, monetarie, economiche e geopolitiche hanno depresso le performance di molte strategie non direzionali.

Banche centrali in cerca del loro autore, cioè normalizzazione e tassi naturali di interesse, la strategia commerciale di Trump da qui alle elezioni di metà mandato a novembre, l'Eurozona alle prese con Brexit, la gestione del fenomeno migratorio e le politiche centrifughe del Gruppo di Visegrad: molteplici fonti di incertezza dai molteplici possibili esiti suggeriscono di porre maggior enfasi sulla preservazione del capitale.

Le scelte allocative del nostro portafoglio multi-asset sono orientate a moderata esposizione al rischio azionario, molto bassa esposizione al reddito fisso governativo senza rischio di duration, attenta selezione di strategie non direzionali e a bassa correlazione, confermata (ma leggermente ridotta) l'esposizione a strategie ad alto beta in Europa e nei mercati emergenti, prestando estrema attenzione all'evoluzione dello scenario globale.

“Lasciami almeno una lampadina, per vedere dove metto i piedi!” è la battuta finale del dramma di Pirandello, buona anche per tutti noi.



**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.