

## TORNERÀ?

### L'inflazione, quando e quanto



Saldi in Scozia. 1950.

Non ci risulta che sia già calcolata ufficialmente l'inflazione del confinato, calcolata sul paniere di beni di consumo che tutto il mondo costretto a casa sta comprando davvero da quasi due mesi e che continuerà a comprare nelle prossime settimane. Tale paniere, calcolato all'americana, dovrebbe includere solo l'affitto (o l'equivalente in caso di casa in proprietà), le bollette, il cibo, le mascherine e i guanti, le medicine per il nonno, gli articoli da disegno per i figli piccoli, il costo della connessione alla rete e l'abbonamento a Netflix. Sappiamo che il costo delle mascherine è decuplicato e che c'è qua e là qualche tensione sugli alimentari freschi. È quindi possibile che l'inflazione del confinato sia in crescita.

L'inflazione ufficiale, tuttavia, continua a essere calcolata anche su quei beni e servizi che si compravano una volta, come benzina, mezzi di trasporto, pranzi e cene fuori, viaggi, alberghi, voli, crociere, parrucchieri e tintorie, cinema e teatro, esami medici, scarpe e vestiti, mobili, cellulari, lavatrici e rate del nido. Bene, questa inflazione (che include quella del confinato) è in rapida discesa in Cina e sta cominciando a uscire negativa negli Stati Uniti.

L'indice PCE ex food ex energy è uscito in marzo a  $-0.1$  per cento. È la prima volta che esce negativo dal 1983, quando l'inflazione americana aveva appena iniziato il suo quarantennale percorso di ritorno verso zero dopo le due pesanti recessioni provocate in rapida sequenza dalla Fed di Paul Volcker. Si noti che questo indice esclude per costruzione la benzina, scesa dall'inizio dell'anno da 77 a 58 centesimi al litro.

Certo, è vero che ogni giorno si inceppa una nuova filiera produttiva (ultima, in America, quella della carne) perché il personale si ammala o perché il fornitore ha chiuso o ha la merce bloccata al confine, ma questo non ha provocato, almeno finora, quel rialzo dei prezzi finali paventato da Kenneth Rogoff all'inizio della crisi. Insomma, per quanto l'offerta di prodotti e servizi si contragga (per chiusura temporanea o definitiva dell'attività o per minore produzione), la domanda si contrae ancora più

velocemente. Gli aerei volano sempre meno, ma quei pochi che volano sono quasi vuoti ed è difficile pensare che le compagnie alzino i prezzi in questo contesto. È anzi probabile che i prossimi dodici mesi saranno il paradiso del compratore di tutti i beni discrezionali, dalle auto di lusso ai viaggi, anche perché chi potrà ancora permetterseli non sarà nello spirito di acquistarli, mentre chi li venderà sarà divorato dai costi fissi e dalla cassa che brucia e praticherà sconti profondi come male minore.



*Discount store. Long Island. 1960.*

Deflazione, quindi, o inflazione quasi invisibile per il resto di quest'anno e buona parte del prossimo. Se così sarà, con i tassi già a zero e con i tassi negativi da tempo usciti dall'orizzonte delle banche centrali per i loro comprovati effetti distorsivi e depressivi, i tassi reali rischieranno di salire proprio nel momento meno indicato. Le banche centrali ricorreranno allora a un Quantitative easing ancora più aggressivo e i governi si sentiranno giustificati a fare piovere altri trilioni su un mondo ancora fragile.

A un certo punto, tuttavia, l'epidemia si fermerà, o perché l'angelo sterminatore non troverà più nessuno nelle fasce d'età da lui preferite o perché avremo trovato farmaci e vaccini o perché avremo sviluppato l'immunità di gregge psicologica all'epidemia e avremo imparato a considerarla alla stregua degli incidenti stradali e delle altre malattie.

Quel momento troverà un mondo più pronto all'inflazione di quello che è venuto dopo la Grande Recessione del 2008-2009. Per dirne una, il decennio passato ha visto l'esplosione della base monetaria, la moneta creata dalle banche centrali, ma l'offerta di moneta, il denaro creato dalle banche commerciali, è cresciuta molto lentamente. Le banche, deboli e represses dalle nuove regole, hanno prestato poco. Prestare poco porta a una crescita bassa e questa, a sua volta, deprime l'inflazione.

Questa volta, però, la strategia è cambiata. Garantendo completamente una parte cospicua dei crediti bancari, i governi e le banche centrali inducono le banche commerciali a prestare a rischio zero. Già in queste ultime settimane vediamo quindi una crescita brillante non solo della base monetaria, ma anche dell'offerta di moneta, quella che a un certo punto, una volta esaurito l'output gap, riavvierà l'inflazione.



*Crisi energetica e inflazione. Anni Settanta.*

Ci sono poi altri tre fattori che potrebbero aprire la strada all'inflazione.

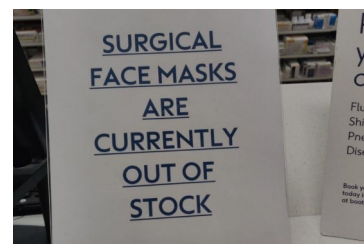
Il primo è costituito dalle politiche fiscali, praticamente assenti nel decennio passato e ora tornate sulla scena con tutta l'intenzione di restarci a lungo. Nel momento in cui il bisogno di reflazione diventa disperato e i cuori e le menti sono già stati conquistati dalla Modern

Monetary Theory che decriminalizza il debito e la moneta considerandoli fungibili con le tasse, i governi sono pronti a spendere senza tassare. Quelli che lo sono meno, come in Europa, dove pure la risposta fiscale a livello nazionale è già robusta in Francia e Germania, lo saranno di più quando il dollaro, fra qualche tempo, comincerà a scendere.

Il secondo fattore è la deglobalizzazione. Tornare a filiere produttive continentali o nazionali in sostituzione della filiera unica globale aumenterà la solidità del mondo ma ne diminuirà l'efficienza, spingendo in alto i costi e quindi i prezzi finali.

Il terzo fattore è un corollario del secondo. Il mondo che si chiude e ripristina i confini riduce l'immigrazione, ripristina i dazi, torna a pagare il lavoro locale, che costa di più di quello delocalizzato. Si noti la differenza rispetto al 2009, che accelerò le delocalizzazioni, quando già oggi un governo come quello giapponese finanzia il ritorno a casa delle imprese che si erano spostate in Cina. O si veda come l'Unione Europea, costruita sulla concorrenza fin dai tempi del carbone e dell'acciaio, riscopre i campioni nazionali, ovvero i monopoli, e i dazi verdi. Non c'è solo Trump. Trump è stato solo il primo.

Se tornerà, l'inflazione arriverà lentamente, come avvenne a cavallo tra la fine degli anni Sessanta e gli anni Settanta. Se tornerà, a metà o alla fine del decennio, non verrà riconosciuta subito dal mercato, che la considererà temporanea, come successe fino a metà degli anni Settanta. Ma questa volta non si tratterà solo di un mancato riconoscimento, ma anche di un'attiva difesa dei corsi da parte delle banche centrali, che cercheranno di sopprimere i rendimenti con acquisti diretti. L'obbligazionista a tasso fisso perderà comunque, o perché i suoi bond scenderanno di prezzo o perché, anche non scendendo, avranno un potere d'acquisto eroso dall'inflazione.



*Decuplicati i prezzi delle mascherine. 2020.*

Comprendiamo bene lo scetticismo sull'inflazione da parte di chi fa notare altri fattori strutturali, in questo caso di deflazione, come l'invecchiamento della popolazione (virus permettendo), la tecnologia e il serbatoio di immigrazione da cui un giorno si potrebbe riprendere ad attingere. Ma mentre nel decennio passato l'inflazione ha perso su tutta la linea, nel prossimo la battaglia sarà ad armi pari quel tanto che basta a fare preferire una quota di indicizzati nel portafoglio obbligazionario e una presenza non simbolica dell'oro.

Venendo al breve termine, i livelli attuali delle borse, piuttosto generosi, sono giustificabili se si pensa che l'epidemia, a parte un sussulto in giugno quando saremo tornati da due-tre settimane a una vita più normale, si trasformerà in un fenomeno endemico socialmente gestibile. Per giustificare i livelli attuali bisogna anche credere che dai 70 vaccini in preparazione ne esca almeno uno efficace in autunno. Non importa che sia disponibile per tutti, sarà sufficiente sapere che sarà possibile mettersi l'incubo alle spalle in tempi ragionevoli. Con un vaccino o una cura riconosciuta, i mercati potranno essere a fine anno a un

livello più alto dell'attuale. Molte cose possono però andare ancora storte. È per questo che non vediamo motivo per cambiare la raccomandazione di tenere per chi ha (facendo le dovute verifiche sui singoli titoli) e di acquistare gradualmente per chi è liquido.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



**Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (kairos@imagebuilding.it). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.