

INFLAZIONE

Sta arrivando. Stare calmi, ma non troppo



Roy Lichtenstein. *Drowning Girl*. 1963

Studi della Banca dei Regolamenti Internazionali e del Fondo Monetario condotti negli ultimi anni sono arrivati alla conclusione che è interessante e promettente l'idea di seguire quante volte il termine "inflazione" viene cercato su Google per capire lo stato di preoccupazione del pubblico sull'andamento dei prezzi.

Dal nostro osservatorio constatiamo una progressione continua, a partire dall'inizio dell'anno, di commenti e studi di mercato su questo tema e tutto fa pensare che, nei prossimi due mesi, l'inflazione contenderà alla pandemia il primo posto nell'attenzione degli investitori. Tempo due mesi, infatti, e l'inflazione americana anno su anno potrebbe superare il tre per cento, mentre non manca chi ipotizza addirittura che ci si possa avvicinare al quattro. E non si tratta di un fenomeno circoscritto agli Stati Uniti se il governatore della Bundesbank Jens Weidmann ci avverte che l'inflazione tedesca, alla fine del 2021, sarà sopra il tre per cento. Solo la Cina, al momento, sembra andare controcorrente e ha l'inflazione a zero per effetto della deflazione nei servizi e della fine del grande rialzo degli alimentari dovuto alla peste suina degli anni scorsi.

Se fossimo negli anni Novanta o Duemila una ripresa dell'inflazione dopo una recessione apparirebbe scontata. Altrettanto scontato apparirebbe l'avvio di una normalizzazione monetaria entro sei-nove mesi dal punto più basso del ciclo economico. Siamo però negli anni Venti e da molti anni ci siamo dimenticati dell'inflazione come problema, non l'abbiamo più guardata e, soprattutto, non l'abbiamo più inclusa nei calcoli di performance reale dei nostri portafogli. Abbiamo insomma perso l'abitudine di calcolare tutto due volte, la prima a livello nominale e la seconda a livello reale, cosa invece normale in tutti i paesi e in tutte le epoche che sperimentano prezzi in movimento e in cui, proprio per questo, tutti imparano a fare di conto molto velocemente, sviluppano una cultura finanziaria più sofisticata (ragionando spesso in due valute, quella locale e il dollaro) e compensano l'ansia da complessità con un minore rischio di Alzheimer perché devono fare conti dalla mattina alla sera.

Noi ci siamo intorpiditi, prima grazie alla Grande Moderazione degli anni Duemila e poi per effetto della disinflazione dello scorso decennio. Negli ultimi tempi ci siamo anche abituati ai tassi negativi e non protestiamo più quando un conto rende zero o poco più perché è tanta grazia se non ci viene chiesto di essere noi a pagare un interesse.

Ecco perché rialzi d'inflazione che vent'anni fa non avrebbero stupito nessuno potrebbero cogliere impreparata una parte del mercato, in particolare quella che si è spinta su scadenze obbligazionarie molto lunghe e quella che è investita aggressivamente in tecnologia, l'equivalente azionario della lunga duration nei bond. Se ci sarà una correzione nelle prossime settimane, questa partirà dal Nasdaq, si estenderà attenuata ai titoli sensibili ai tassi come le utilities ad alto dividendo e troverà una diga protettiva nei titoli finanziari.

La correzione, se avverrà, avrà intorno un contesto di crescita americana particolarmente robusta e con prospettive di miglioramento ulteriore nei prossimi mesi. L'inflazione, dal canto suo, avrà alcune componenti una tantum, come il ripristino delle aliquote Iva in Germania, e le banche centrali si sgoleranno per dirci che l'inflazione sarà temporanea e in ogni caso bellissima, perché segno di salute e perché aiuterà i debitori grandi e piccoli. Tutto vero, ma ci sarà comunque un effetto ottico negativo a vedere il Treasury all'1.30 (il rendimento di oggi) e l'inflazione ad almeno il doppio. E sarà ancora meno bello vedere il Bund a 0.35 negativo quando l'inflazione tedesca corre verso il tre. In questi casi il mercato non può fare finta di niente.

La paura dell'inflazione è un classico della prima fase dei cicli economici positivi e si accompagna di solito, come abbiamo visto, alla paura di un rialzo dei tassi. Questa seconda paura, questa volta, non avrà ragion d'essere per almeno tre anni, visto l'impegno in questo senso di tutte le maggiori banche centrali. Poiché le borse si confrontano con i tassi molto più che con l'inflazione (alla quale sono relativamente indifferenti) l'orizzonte di medio termine dell'azionario rimarrà positivo, visti anche gli utili eccellenti (soprattutto in America) che nel tempo compenseranno ampiamente l'erosione dei multipli.



Andy Warhol. Mao Zedong. 1972



*Robert Rauschenberg.
Canyon. 1959*

Detto questo, la parte più facile del rialzo azionario sta per concludersi e gli investitori dovranno accettare nella prossima fase una certa volatilità. Dopo l'inflazione, del resto, sarà la volta dell'aumento della tassazione sui capital gain (nonché, a monte, sugli utili societari) a partire dall'America di Biden.

Negli anni Settanta occorsero ai mercati due anni per capire che l'inflazione stava crescendo in modo strutturale. Al contrario, nei decenni più recenti, i mercati si sono spaventati molte volte per un'inflazione che alla fine ha continuato solo a scendere. Su quello che accadrà questa volta suggeriamo di mantenersi cauti e mentalmente aperti.

In pratica, la prima parte del decennio avrà probabilmente un andamento da anni Sessanta, con inflazione crescente ma non alta da una parte ed economia e borse brillanti dall'altra. In questa fase i bond governativi lunghi andranno ridotti nelle fasi tranquille e comperati come copertura nei momenti di eccessivo ottimismo azionario.

La seconda metà del decennio, come scriviamo da tempo, avrà qualche rischio in più di ripetere l'esperienza degli anni Settanta, ma è ancora decisamente troppo presto per prendere posizioni in questa direzione.

Come ha scritto Vitor Constâncio, già vice di Draghi in Bce, ci sarà in Europa un po' di inflazione strutturale in più nei prossimi anni. I tassi a lungo saliranno, ma meno dell'inflazione. Ci sarà quindi un'ulteriore aumento della repressione finanziaria attraverso tassi reali ancora più negativi. Ma alla fine non ci sarà molta inflazione, perché non ci sarà molta crescita.

Nel breve, suggeriamo qualche presa di profitto nella tecnologia, in attesa di ricomprarla fra qualche settimana. Tenere il resto.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



Tom Wesselmann. Still Life 20.
1962

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.