

## FLATUS VOCIS

---

### Una disputa ontologica divide i mercati

---



*Duns Scotus*

Vediamo i gatti randagi per strada. Conosciamo il gatto Felix dei cartoni animati e il gatto Mirtillo dei vicini di pianerottolo. In più, abbiamo tutti un'idea generale di che cosa sia un gatto, tanto che potremmo disegnarne uno, magari stilizzato.

Le difficoltà cominciano quando cerchiamo di stabilire che rapporto c'è tra i singoli gatti che abbiamo visto nella vita e l'idea di gatto che ci ritroviamo in testa. L'idea di gatto è innata, dicono alcuni, e i singoli gatti sono solo pallide copie imperfette del Gatto ideale, eterno e perfetto nel suo splendore. Non diciamo sciocchezze, rispondono altri, esistono veramente solo Mirtillo, Fritz e Birillo, i gatti singoli. Il Gatto con la maiuscola che piace ai platonici non esiste sul serio, dicono Roscellino e Occam, è solo un concetto di comodo che ci formiamo nella testa e che è utile per comunicare. Aristotele, uomo di compromessi, sceglie una posizione intermedia e sostiene che i singoli gatti si portano dentro il Gatto universale come essenza reale.

Su questa delicata questione, ancora oggi dibattuta nella filosofia analitica, sono stati scritti non scaffali ma biblioteche intere di libri. L'universale è ante rem, in re o post rem? Precede la singola cosa, è connaturato in questa o è un semplice soffio di voce, un flatus vocis?

E poiché la metafisica, anche quando la cacciamo dalla porta, rientra sempre dalla finestra, ecco che nei mercati finanziari in questi giorni non si fa altro che discutere di una questione squisitamente ontologica. Esiste l'Inflazione con la maiuscola o esistono solo le inflazioni con la minuscola, quelle delle singole cose?

Chi ha paura o vuole mettere paura insiste sull'Inflazione con la maiuscola, il mostro che evoca ricordi infausti in chi l'ha vissuta negli anni Settanta e fantasmi ancora più temibili, in quanto misteriosi e mai vissuti, nei più giovani, che l'hanno solo studiata sui libri. Le politiche fiscali e monetarie ultraespansive, dice chi teorizza la partenza di un lungo ciclo di inflazione, sono qui per restare per tutto il decennio e non si fermeranno se non quando sarà troppo tardi, quando cioè l'inflazione sarà diventata strutturale.

Chi vuole invece tranquillizzare sottolinea che sì, d'accordo, c'è l'inflazione del petrolio, quella del legname e del rame, quella degli alimentari, quella dei semiconduttori ormai introvabili per le automobili, quella di una bella parte degli asset finanziari, quella delle case (14 per cento in America), quella dell'acciaio, quella delle retribuzioni minime orarie a 15 dollari e si potrebbe continuare a lungo. Tuttavia 1) il resto è tranquillo 2) le singole inflazioni sono circoscritte e 3) sono probabilmente temporanee 4) non c'è l'inflazione più temibile, quella salariale, perché la curva di Phillips è morta 5) non c'è quindi nessuna inflazione strutturale e in più 6) se anche ci fosse sarebbe benvenuta perché ci aiuta a smaltire i debiti, in particolare quelli pubblici che si sono gonfiati durante la pandemia e 7) l'inflazione disturba la borsa solo se fa salire i tassi, ma questa volta le banche centrali faranno controllo di curva e non lasceranno salire il Treasury decennale sopra il 2 per cento.



Guglielmo di Occam

Tra i nominalisti (quelli che si oppongono all'idea di Inflazione con la maiuscola) è schierato Powell, sia per convinzione (è stato il primo banchiere centrale a mandare in soffitta la curva di Phillips) sia, forse, per non essere sostituito l'anno prossimo alla testa della Fed da un'ultracolomba, come potrebbe essere la Brainard. La disoccupazione, sottolinea la Brainard, non è al 6.4 per cento come ci dice l'Employment Report, ma intorno al 10 se teniamo conto dei milioni di persone che hanno lasciato la forza lavoro (che hanno cioè rinunciato a cercare un impiego), in particolare le donne che hanno deciso di rimanere a casa a seguire i figli piccoli o in età scolare che si trovano asili e scuole chiusi. Con un 10 per cento di disoccupazione effettiva, continua la Brainard, è ben difficile che l'inflazione salariale salga seriamente per ancora molto tempo. Se l'inflazione salariale appare oggi alta è solo perché la riduzione degli occupati si è concentrata in questi mesi nella parte meno pagata della forza lavoro.

Di fronte a queste visioni così contrastanti chi investe deve restare pragmatico e aperto e ricordare alcuni punti.

Il primo è che anche una fiammata temporanea di inflazione può fare dei danni, dai quali alcuni asset, tipicamente quelli reali, si difendono meglio di altri, come le obbligazioni a tasso fisso.



Severino Boezio

Va poi tenuto presente che l'inflazione più insidiosa, quella che inizialmente viene sottovalutata, inizia lentamente e prende forza solo dopo molti anni, accelerando poi solo in presenza di shock esterni. L'inflazione degli anni Settanta nacque in realtà all'inizio degli anni Sessanta. Fu Kennedy a lanciare il costoso programma Apollo per andare sulla luna e fu il suo successore Johnson a

lanciare la guerra alla povertà con il grande programma della Great Society e, contemporaneamente, a raddoppiare le spese militari per finanziare la guerra in Vietnam.

Le politiche fiscali espansive ebbero inizio in un contesto che era già da anni di piena occupazione in tutto l'Occidente ma, nonostante questo, fu solo alla fine degli anni Sessanta che iniziò la fase delle battaglie sindacali per miglioramenti salariali. Nonostante il surriscaldamento ormai evidente della domanda aggregata (che aveva causato un deterioramento delle partite correnti americane e la svalutazione del dollaro del 1971) fu poi necessario anche uno shock da offerta (l'embargo sul petrolio del 1973) per produrre quella inflazione strutturale perniciosa (con la rincorsa tra prezzi e salari e le indicizzazioni diffuse) che si riuscì poi a fermare solo all'inizio degli anni Ottanta con due recessioni una dopo l'altra e con due decenni di tassi reali positivi.

Questa volta occorreranno almeno due-tre anni per ritornare alla piena occupazione anche se è certo che ci ritorneremo, perché è una priorità assoluta dell'amministrazione Biden. La piena occupazione, come abbiamo visto è condizione necessaria ma non ancora sufficiente perché si formi inflazione salariale. Prima di escludere quest'ultima del tutto dall'orizzonte di breve termine, tuttavia, ricordiamo che il pacchetto fiscale che sta per essere approvato in Congresso porterà da 7.25 a 15 dollari la retribuzione minima oraria, mentre altre norme in preparazione favoriranno la risindacalizzazione delle imprese. Quando saremo in piena occupazione, in altre parole, i sindacati potranno essere più radicati di oggi nel mondo del lavoro.



*Tommaso d'Aquino nel ritratto del Guercino*

Accanto a questo si è partiti con grande slancio sul fronte della reregulation delle attività di impresa, un ulteriore fattore che spinge verso l'alto i costi e quindi i prezzi a valle (o che, in alternativa, comprime gli utili). Un'altra area in cui le politiche liberali e disinflazionistiche dei decenni scorsi vengono capovolte è quella delle filiere produttive globali. Se finora si andava tutti a produrre nel luogo più a buon mercato adesso si scopre che è rischioso produrre le componenti per i farmaci in Cina e i semiconduttori in una Taiwan che l'America si prepara forse ad abbandonare alla Cina entro la fine del decennio. Ora tutti vogliono produrre i semiconduttori in casa, ma una fabbrica costa decine di miliardi e produrrà comunque a costi più elevati di quelli di Taiwan. Passare dall'ottimizzazione alla ridondanza riduce la volatilità strutturale dei prezzi, ma ne aumenta il livello.

Come si vede, è presto per parlare di Inflazione con la maiuscola. Lo stesso rialzo delle materie prime non va enfatizzato più del dovuto. È infatti perfettamente fisiologico che, nella prima metà di un ciclo espansivo, le materie prime accompagnino l'economia e le borse verso l'alto, salvo prodursi in un decoupling e iniziare a scendere verso metà ciclo, mentre le borse continuano a salire.



È però incauto, dall'altro lato, proclamare enfaticamente che i prezzi rimarranno stabili per sempre e non monitorare con attenzione tutti quei mattoni che si stanno accumulando nel cantiere dell'inflazione anche se i lavori di edificazione non sono ancora cominciati.

In pratica, come andiamo ripetendo da tempo, si può adottare una visione benigna dell'inflazione per la prima metà del decennio (tra il 2.5 e il 3.5, con qualche puntata temporanea più in alto ma anche con momenti di pausa), restando aperti alla possibilità che, per la seconda metà, uno shock esterno o il cumularsi degli effetti delle politiche espansive possano creare le condizioni per un'inflazione che metta radici più robuste.

Venendo al breve, è positivo che il mercato abbia iniziato a familiarizzarsi con l'inflazione in arrivo che, a questo punto, non sarà più uno shock. Questo processo di familiarizzazione sta avvenendo in modo relativamente ordinato, con una penalizzazione limitata ai soli settori più speculativi della tecnologia. Per qualche tempo ancora le borse oscilleranno tra l'ansia per i tassi e l'euforia per i bellissimi dati di crescita. Non siamo d'altra parte così lontani da quel livello di 1.50-1.60 sul Treasury che dovrebbe essere per ora sufficiente ad assorbire la carica di inflazione che si è creata finora. Una volta stabilizzatisi i tassi, le borse riprenderanno a crescere verso nuovi massimi.

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 o 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 in dividuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quale la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.