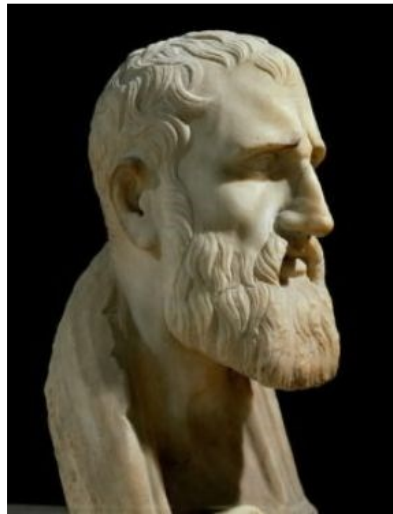


STOICISMI

I mercati non battono ciglio di fronte all'inflazione



Zenone di Cizio, fondatore della Stoà

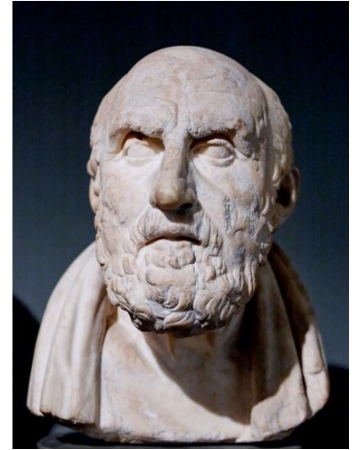
Ogni giorno si scambiano nel mondo titoli fisici del Tesoro americano per più di mezzo trilione di dollari. Se si includono nel conto i derivati che hanno come sottostante questi titoli la quantità scambiata va naturalmente moltiplicata. In una sola settimana del marzo 2020, calcolando solo i titoli medio-lunghi, è stato scambiato, includendo i derivati, un controvalore di 12.5 trilioni.

Nei sei mesi che vanno dall'inizio di aprile alla fine di settembre del 2020, il rendimento del decennale americano ha oscillato tra lo 0.50 e lo 0.60 per cento. Trilioni di dollari di titoli decennali sono stati quindi comprati per sei mesi sapendo che si sarebbe ottenuto, dal 2020 al 2030, un flusso cedolare complessivo compreso tra il 5 e il 6 per cento, più qualche briciola per gli interessi composti e meno le tasse.

È bastato un anno di inflazione (al 5.0 per cento dal maggio 2020 al maggio 2021) per vedersi portare via dieci anni di cedole. Ora ne restano altri nove. Con l'inflazione a zero per nove anni si andrà in pari, ma con l'inflazione sopra il due per cento (che la Fed dichiara di volere nella prossima fase storica e che la Bce si prepara ad annunciare come obiettivo non appena sarà terminata la sua revisione strategica) gli sfortunati compratori di Treasuries del 2020 si troveranno nel 2030 con una perdita di potere d'acquisto, come minimo, del 18 per cento. E questo sul risk free per antonomasia.

In vista del dato sull'inflazione americana, previsto in ulteriore peggioramento rispetto a quello del mese scorso, si erano viste, per la prima volta da qualche tempo, un po' di posizioni al ribasso sui Treasuries e, ancora più notevole, sulla borsa americana. Erano posizioni timide ma autorevoli. Ma erano posizioni così controvento che sono state chiuse in perdita ancora prima della pubblicazione del dato. E bene hanno fatto a essere chiuse, perché, a 5 per cento pubblicato (peggio delle peggiori aspettative), i Treasuries, come dicevano le nonne quando a scuola si studiava il francese, non hanno fatto un plissé, mentre la borsa americana, confortata dallo stoicismo dei bond, si è subito lanciata verso nuovi massimi storici.

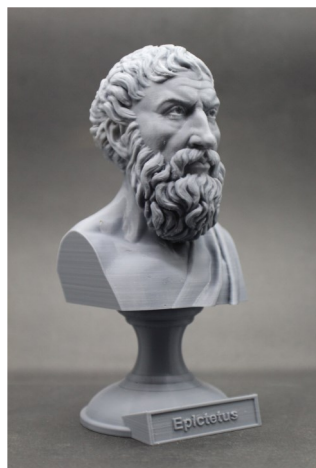
Questo esito è bizzarro solo in apparenza. Chi compra governativi all'1.50 con l'inflazione al 5 lo fa per precise ragioni. Il più grande compratore è la Fed, che continua a divorare 120 miliardi al mese di titoli e lo fa per motivi di policy. Ci sono poi le banche centrali del resto del mondo, che si vedono arrivare ogni mese una quantità crescente di dollari per effetto del disavanzo delle partite correnti americane tornato ai livelli record degli anni 2000. Abbiamo poi le assicurazioni vita di tutto il mondo, dal Giappone in giù, che sono obbligate dai loro regolatori a comprare grandi quantità di titoli risk free (cosiddetti). Senza contare le banche (più in Europa che in America), che parcheggiano in governativi una parte della liquidità ottenuta a tassi di favore dalle banche centrali.

*Crisippo di Soli*

Ancora meno bizzarro è il comportamento delle borse, che non hanno motivo di temere l'inflazione finché i tassi vengono mantenuti immobili e straordinariamente bassi. Tassi immobili e inflazione crescente sono anzi positivi per l'azionario, perché significano tassi reali sempre più profondamente negativi e quindi multipli più alti.

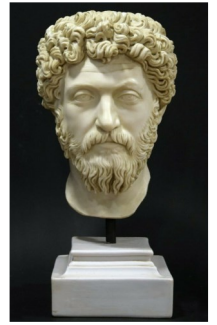
Quanto potrà durare questa situazione? Come minimo qualche mese e come massimo qualche anno. Per qualche mese saremo infatti ancora nella logica dell'emergenza, da trascinare il più possibile a ridosso delle elezioni americane di mid term dell'anno prossimo e, in Europa, delle elezioni francesi di marzo. Se l'inflazione transitoria si protrarrà, come è probabile, nel secondo semestre 2021 si troverà comunque conforto nella altrettanto probabile decelerazione. Una volta visto il 5 di inflazione, infatti, il 4 e il 3 appariranno molto belli e più che degni di essere festeggiati dai mercati.

E quando l'inflazione transitoria lascerà il campo all'inflazione strutturale (all'inizio dell'anno prossimo, quando l'output gap comincerà a essere colmato in un numero crescente di paesi), quest'ultima partirà in sordina e ci apparirà per qualche tempo, forse fino a metà decennio, piuttosto mite.

*Epitteto*

La repressione finanziaria, positiva per le borse e neutrale per il corso nominale dei bond, potrà poi durare anni se la Fed manterrà come faro della sua azione non più il tasso di disoccupazione (il rapporto tra disoccupati e forza lavoro) ma l'Epop (il rapporto tra occupati e totale della popolazione). Questa metrica promuoverà a risorsa inutilizzata (e quindi non inflazionistica se utilizzata) milioni di persone che ora stanno a casa anche per loro scelta. Il paradosso è che una parte di queste risorse, per scegliere di impiegarsi, avrà bisogno dello stimolo (inflazionistico) di una retribuzione più alta.

In conclusione, appare sempre più chiaro che la prima parte del decennio sarà quella più favorevole, sia per l'economia sia per chi investe, e che a un certo punto gli effetti collaterali delle nuove politiche si faranno sentire attraverso una crescente volatilità del ciclo economico e dei mercati. Se le cose staranno in questi termini, un'importante presenza azionaria nei portafogli potrà più che compensare, ancora per qualche tempo non necessariamente breve, quell'erosione di potere d'acquisto che la componente obbligazionaria governativa potrà solo subire.



Marco Aurelio

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.