

## UNA BOCCATA DI OSSIGENO

### L'inflazione inizia a scendere sul serio



È arrivata la felicità.  
Film 1936

L'inflazione si sgonfia, almeno negli Stati Uniti. Un singolo dato va sempre preso con prudenza, ma anche il prossimo che uscirà in dicembre potrebbe indicare un'inflazione annualizzata che si sta muovendo tra il 3 e il 4 per cento. Nel decennio scorso un tale livello avrebbe fatto gridare allo scandalo, ma in questi anni Venti è probabilmente la nuova normalità ed è infinitamente meglio del 10 annualizzato che abbiamo visto per alcuni mesi. Insistiamo sui dati annualizzati perché sono gli unici che hanno senso nei momenti di inversione di tendenza. Attardarsi sul dato anno su anno, che indica ancora un 7.7 per cento di aumento dei prezzi, significa guidare guardando lo specchietto retrovisore e cogliere quello che è accaduto e non quello che sta accadendo.

È significativo che l'inflazione stia scendendo su tutta la linea, non più quindi solo nei beni materiali ma anche nei servizi. La decelerazione comincia a coinvolgere perfino il dato che più preoccupava, visto il peso di più di un terzo che ha nel paniere complessivo, ovvero quello degli affitti delle case.

Adesso l'incognita da tenere d'occhio è quella del prezzo dell'energia. Per ora è relativamente stabile (parliamo sempre degli Stati Uniti), ma per il petrolio si profilano due sfide impegnative. La prima è la fine delle vendite dalle riserve strategiche americane, che finora hanno molto contribuito a calmierare i prezzi. La seconda è l'entrata in vigore, in dicembre, delle nuove sanzioni europee contro la Russia. Queste prevedono un tetto al prezzo del greggio russo importato che non è stato ancora fissato ma che sarà certamente più basso del prezzo attuale. Sulla carta questo dovrebbe fare scendere il prezzo, ma nei fatti rischia di farlo salire se la Russia, come ha già detto, risponderà producendo di meno.

Andrà anche seguito il prezzo di alcune materie prime, in particolare quello dei metalli industriali. Non ci sono le condizioni, ancora per qualche mese, per un recupero della domanda finale, ancora frenata dal rallentamento dell'economia globale. Un riprezzamento generale degli asset verso l'alto ha però già iniziato a coinvolgere il comparto grazie alla componente

speculativa, che per mesi è stata posizionata al ribasso e che ora si inverte di segno.

Volendo continuare a guardare al nuovo quadro di disinflazione anche nei suoi aspetti critici, più con spirito di verifica che di contestazione del suo senso decisamente positivo, la discesa dell'inflazione finale può avere qualche ripercussione sui margini di profitto delle imprese. Si prenda per esempio la discesa dello 0.7 per cento dei prezzi nell'abbigliamento in ottobre. Visto dalle imprese del settore è un dato che solo in parte può essere compensato dall'aumento delle vendite che i prezzi più bassi dovrebbero portare con sé.



*The Inn Of The Sixth Happiness. Film 1958*

Pur con tutti questi caveat i mercati obbligazionari e azionari, giustamente, recuperano. Al momento in cui scriviamo la borsa inglese è invariata dall'inizio dell'anno. Stiamo parlando del paese che per tutto il 2022 ha fatto parlare di sé in una luce decisamente negativa. La borsa tedesca, ovvero del paese continentale più colpito (insieme all'Italia) dalla crisi energetica e dalla rottura dei rapporti con la Russia, perde dall'inizio dell'anno solo l'11 per cento, una normalissima correzione dopo un 2021 di forti rialzi. La borsa francese, grazie al nucleare che limita i danni della crisi, perde solo l'8 per cento.

Si tratta per di più di numeri che, da qui alla fine dell'anno possono ancora migliorare, soprattutto se il prossimo dato sull'inflazione confermerà la tendenza al raffreddamento dei prezzi.

Colpisce, in questo contesto che, tra i maggiori mercati, quelli rimasti più indietro siano l'America e la Cina. Si tratta di due economie che quest'anno hanno continuato a crescere e che dovrebbero trovarsi più al riparo dalla crisi energetica, la prima perché è perfettamente autosufficiente e la seconda perché le sue fonti energetiche sono ben diversificate. Il malessere delle loro borse ha varie ragioni, ma la principale è il grande bear market della tecnologia, che sulle loro borse pesa molto di più che su quelle europee.

Nel breve termine la tecnologia farà meglio del resto del mercato. Da una parte il posizionamento si è molto alleggerito e dall'altra c'è un automatismo per cui quando il mercato si gira si tende a comprare di più i settori che hanno trainato il bull market precedente. Nel medio termine il discorso si fa più sfumato, perché la sensitività della tecnologia rispetto ai tassi è particolarmente elevata e i tassi, nei prossimi anni, rimarranno comunque su livelli più alti di quelli dello scorso decennio.



*Invitation To Happiness. Film 1939*

Qui entriamo nel cuore della questione, ovvero la funzione di reazione delle banche centrali rispetto alla discesa dell'inflazione. Molti segnali, per il momento, fanno capire che la guardia resterà alta. Certo, il rialzo di 75 punti base in dicembre da parte della Fed è uscito

completamente di scena, ma 50 punti sono ancora probabili. E soprattutto resta credibile l'intenzione, una volta raggiunto il tasso terminale, di mantenerlo per parecchi mesi. Il mercato, dal canto suo, ha invece ripreso a prezzare un ribasso dei tassi di mezzo punto percentuale nella seconda metà del 2023.

È l'idea del pivot che riprende a circolare. Perché il pivot avvenga così presto bisogna però che l'inflazione continui a scendere o che, in alternativa, l'economia rallenti. Sono entrambe ipotesi da non escludere, ma ci sono sull'altro piatto della bilancia alcune buone ragioni che potrebbero spingere la Fed a tenere duro.

La prima, come è noto, è il mercato del lavoro. Alcuni segnali di minore tensione cominciano a comparire, ma è difficile che la Fed li consideri sufficienti. Le tensioni salariali tendono infatti a mantenersi inercialmente per qualche tempo anche se l'inflazione si modera. Chi fa la spesa o fa benzina e vede i prezzi che crescono non corre subito a chiedere un aumento, a meno che non stia cambiando lavoro. La gran parte del lavoro dipendente (in particolare in Europa) rinegozia la retribuzione in occasione dei rinnovi contrattuali o a fine anno.



*Happy Go Lovely. Film 1951*

La seconda ragione, legata alla prima, è che la Fed vuole vedere un serio aumento della produttività delle imprese. Vuole insomma che le imprese reimparino a produrre lo stesso con meno personale o, meglio ancora, che producano di più a organico invariato. Da sempre sappiamo che non c'è migliore stimolo a investire di più in macchinari e software (e a spendere meno in buy-back) che una pressione sui margini (attraverso i tassi) in un contesto non troppo recessivo. Già cominciamo a vedere i giganti della tecnologia che annunciano piani di ristrutturazione, ma il processo richiederà qualche trimestre per completarsi.

La terza ragione è che le politiche fiscali tenderanno ancora a essere espansive (aumento delle spese militari, sussidi sull'energia in Europa) e la politica monetaria dovrà almeno in parte agire da contrappeso se non si vorrà vedere l'inflazione ripartire.

La quarta ragione è che lo shock inflazionistico è stato così forte che un contro-shock dovrà dissipare l'idea che l'inflazione, magari più moderata ma comunque superiore ai target ufficiali, sia qui per restare.

In sintesi, è ancora presto per ipotizzare un nuovo ciclo espansivo di lunga durata. Una prosecuzione del recupero dei mercati di qui a fine anno è però probabile. Il mondo è ancora pieno di problemi, ma il clima è decisamente migliorato.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



**Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazioni senza preavviso né successiva comunicazione. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione non essendo tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web [www.kairospartners.com](http://www.kairospartners.com). La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.