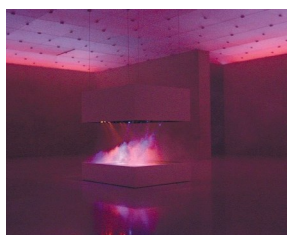


IL SENTIERO STRETTO

Per sopravvivere si deve vivere sopra le righe, ma non troppo



Pierre Huyghe.
Unfilled. 2002

Questo è un mondo che vuole vivere sopra le righe, ma sa bene che non può esagerare. Nel decennio scorso, soprattutto nella prima parte, si scelse tutti quanti di andare piano, di guarire lentamente dal trauma del 2008. Anche i mercati furono stoicamente austeri e accettarono senza fiatare rendimenti reali negativi, anno dopo anno. Fu un'austerità dimezzata, a ben vedere, perché solo nei casi più seri (Grecia, Italia, Portogallo, paesi baltici) si scelse di ridimensionare lo stato sociale per accompagnare la svalutazione interna. Nel resto del mondo non ci fu lo stomaco per attaccare il welfare, ma se non altro si arrestò la sua espansione inerziale.

La Cina non faceva ancora paura e l'opinione pubblica occidentale sembrava accettare docilmente la riduzione della quota di Pil che remunerava il lavoro. Già nella seconda parte del decennio, tuttavia, si vide che questi due fattori stavano cambiando di segno. La Cina iniziò a fare paura e la Brexit e Trump mostrarono che il malessere di ampi strati della popolazione cominciava a tradursi in dissenso politico.

Il Covid fu il pretesto per cambiare radicalmente rotta e tentare di recuperare l'egemonia globale e il consenso interno. Lo si fece con politiche ultraespansive che ripresero ad allargare il welfare. Arrivarono poi le guerre e il riarmo ad alimentare ulteriormente la spesa pubblica.

L'elemento che è mancato e che continua a mancare in questo decennio è quello che generalmente accompagna la seconda parte dei grandi cicli espansivi e li porta alla conclusione, ovvero l'inflazione salariale. Il malcontento del decennio scorso è rimasto confinato alla sfera elettorale e non si è in alcun modo tradotto in tentativi di riorganizzare le lotte sociali o di recuperare quote di reddito.

La globalizzazione (che continua imperterrita, come è confermato dalla costante crescita dell'interscambio commerciale rispetto al Pil globale), l'invecchiamento della popolazione, l'atomizzazione del lavoro (accelerata dal Covid) e l'immigrazione sono i grandi fattori che hanno indebolito strutturalmente il lavoro. Per non parlare dell'AI, che finora ha avuto un impatto effettivo contenuto sull'occupazione, ma che con la narrazione

martellante dei vuoti che creerà nel mercato del lavoro contribuisce a gelare qualsiasi rivendicazione salariale.

Il sentiero stretto in cui si muove l'inflazione in questa fase storica è deciso dal rapporto di forza tra Polemos, la guerra, e Penìa, il bisogno. La guerra è intrinsecamente inflazionistica, il bisogno, con la pace salariale che ne consegue, è disinflazionistico, almeno fino a quando non raggiunge livelli tali da determinare un'esplosione sociale.



Pierre Huyghe. 2004

A ben vedere, così come i fiumi d'inchiostro sulla deglobalizzazione e sul protezionismo non hanno portato a una contrazione inflazionistica degli scambi globali, la costante attenzione al riarmo non ha prodotto in questi anni tutto quell'aumento di spese militari che ci si sarebbe potuto aspettare. Secondo l'Istituto per le ricerche sulla pace di Stoccolma (SIPRI) queste spese erano pari al 2.4 per cento del Pil globale nel 2020 e al 2.5 nel 2025. Il riarmo e la guerra in senso proprio producono certamente fiammate inflazionistiche (reversibili) sulle materie prime, oggi ben visibili, ma non stanno causando un'esplosione dei disavanzi pubblici. Anche in Europa, solo Germania e Polonia hanno programmi seri di aumento delle spese militari.

Quelle che crescono sono le spese dual use, civile e militare, prima tra tutte l'AI. Ma l'AI è anche disinflazionistica. Oggi lo è, come abbiamo visto, per i timori che crea nel mondo del lavoro a tutti i livelli. Domani lo sarà, probabilmente, quando gli investimenti in AI inizieranno a decelerare e quando si vedranno i miglioramenti di produttività di cui tanto si parla.

Tirando le somme, Polemos ci consegna per ora un'inflazione circoscritta alle materie prime, mentre Penìa ci dà una completa assenza di inflazione salariale.

Il tutto si traduce in un'inflazione complessiva che, almeno negli ultimi mesi, continua a decelerare. Come nota David Rosenberg, la PCE annualizzata headline (che include tutto) è stata negli ultimi 3 mesi in America dell'1.0 per cento contro il 2.6 di un anno fa. E David Zervos, ora



Pierre Huyghe.
Sun Rise Sun Set. 2021

consulente di Bessent, non ha poi tutti i torti quando fa notare che un mese prima delle elezioni del 2024 la Fed tagliò di 50 punti base quando il core CPI era al 3.3 anno su anno, mentre quest'anno, a un mese dal voto di midterm, alza di 25 punti base (e promette altrettanto) con un core CPI anno su anno del 2.4. In Europa, naturalmente, l'inflazione sta salendo, ma quasi esclusivamente per effetto dei costi dell'energia.

C'è dunque qualche forzatura nello stato di quasi panico in cui in certi momenti sembra versare il mercato obbligazionario e c'è quindi un'opportunità di trading sulla parte lunga della curva.

Questo non significa che sia arrivato il momento, come alcuni sostengono, di chiudere strutturalmente le posizioni sull'azionario e mettersi sui bond

lunghe. Il sentiero che passa tra inflazione seria e disinflazione è infatti stretto e coperto di nebbia. In un mondo geopoliticamente instabile pesare troppo i bond lunghi è molto rischioso.

Quanto all'altra questione del momento, sul perché l'azionario tenga così bene pur con i tassi in forte tensione, la risposta va cercata nei profitti. Sotto un mercato che è praticamente stabile (almeno come indice) dall'inizio di giugno, ci sono profitti che continuano a crescere mese dopo mese. In pratica, l'effetto tassi viene assorbito attraverso il multiplo, che si contrae come da manuale ed è sceso da 23 a 19.



Pierre Huyghe.
Border Deep

Anche in Europa sta succedendo qualcosa di analogo. Nel 2025 le borse principali salirono con utili piatti, quest'anno restano piatte con utili in crescita.

Alessandro Fugnoli
Strategist

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com



Disclaimer

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.