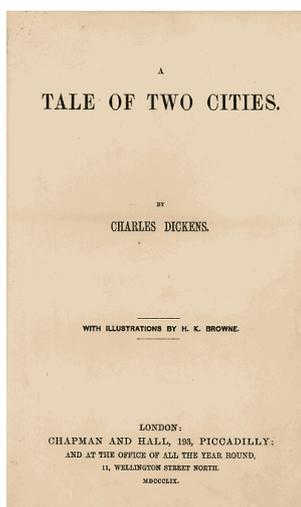


INFLAZIONE, IL RACCONTO DI DUE CITTÀ

Il dato di inflazione negli Stati Uniti ha sorpreso negativamente e la reazione dei mercati è stata violenta. Mentre il picco dell'inflazione USA è ancora quello di giugno, l'aumento dei prezzi divide quelli che perdono da quelli che vincono, mentre la Banca Mondiale mette in guardia dai rischi di un "eccesso di reazione" dei banchieri centrali

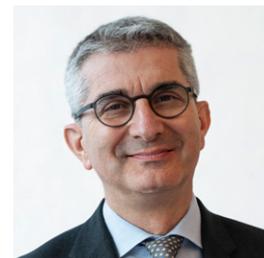
"Era il tempo migliore e il tempo peggiore, la stagione della saggezza e la stagione della follia, l'epoca della fede e l'epoca dell'incredulità, il periodo della luce e il periodo delle tenebre, la primavera della speranza e l'inverno della disperazione".

Le parole con cui Charles Dickens comincia "Il Racconto di due città" sembrano cogliere con precisione l'essenza di questo nostro tempo di contraddizioni. Negli ultimi due anni si sono succeduti eventi straordinari che hanno sconvolto le vite di milioni di persone e messo a dura prova governi e sistemi economici. In questo tragico tempo di guerra si alternano "la primavera della speranza e l'inverno della disperazione", dalla pandemia in avanti gli shock che si sono susseguiti si sono stratificati, le catene delle forniture e il sistema delle imprese sono stati fortemente danneggiati e oggi, dopo "il terremoto, la tremenda inondazione e le cavallette", sono alle prese con l'ultima piaga, l'inflazione che flirta con valori non visti da quarant'anni.



Frontespizio dell'edizione originale di "Tale of Two Cities" di C. Dickens. 1859, fonte Wikipedia.

Come Londra e Parigi, le due città del racconto di Dickens, l'inflazione divide la città dove vivono i benestanti e la città dei meno abbienti, in altre parole divide coloro che riescono a sopportare meglio l'aumento dei prezzi e coloro invece che pagano un conto più caro. L'inflazione divide anche due altre città, quella dove l'aumento dei prezzi riguarda tutti i settori (gli Stati Uniti) e quella dove si manifesta soprattutto nei costi energetici (l'Europa).



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

L'inflazione fa male a tutti ma a qualcuno fa più male che ad altri. Per questo Luigi Einaudi definiva l'inflazione la più iniqua delle tasse: chi ha poco avrà ancora meno denaro a disposizione o, meglio, potrà acquistare meno cose. Come nella Fattoria degli Animali, l'erosione del potere d'acquisto del denaro è uguale per tutti ma le conseguenze sono più dolorose per i ceti più bassi perché spendono in consumi una porzione percentualmente maggiore rispetto ai ceti agiati.

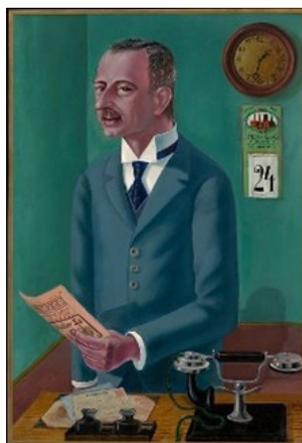
I governi europei stanno adottando misure per alleviare il peso del rincaro stellare delle bollette su imprese e famiglie, gli Stati Uniti hanno promosso l'"Inflation Reduction Act", ma il rincaro dei prezzi fa sentire tutta la sua iniquità soprattutto in America Latina, la regione con le disuguaglianze economiche e sociali tra le più ampie al mondo dove l'aumento dei prezzi amplia ulteriormente il divario tra ricchi e poveri.

L'inflazione è il convitato di pietra nelle elezioni presidenziali del Brasile, tra poche settimane. La classe media che si è sviluppata in questi decenni e che aspira allo status di classe dominante vede compromesse le sue prospettive di benessere, i più poveri sono alle prese con i prezzi insopportabili dei beni alimentari e dei carburanti. Una condizione che sembra favorire l'ex presidente Lula da Silva mentre il presidente Jair Bolsonaro paga nei sondaggi il ritardo nella reazione alla crisi dei prezzi e, prima ancora, la maldestra gestione della pandemia.

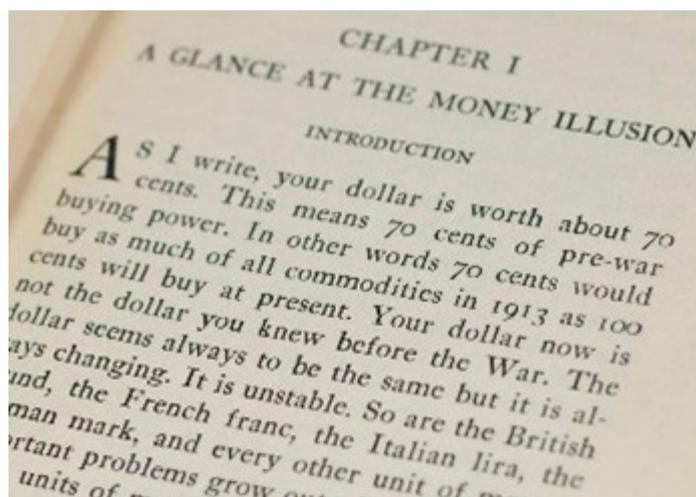
Non solo in Brasile, l'inflazione rischia di essere l'innescò di un'esplosione sociale in molti paesi dell'America Latina dove si stima che un terzo della popolazione rientri nei criteri internazionali della povertà, 1,90 dollari al giorno. Le due parole che caratterizzano l'aumento dei prezzi sono iniquità e illusione monetaria, l'errore di valutazione che prende in considerazione il valore nominale del denaro e non la sua capacità di acquisto dei beni.

In un paper pubblicato poche settimane fa, sette economisti della Banca di Spagna e dell'Eurosistema hanno studiato i tre maggiori effetti provocati dall'aumento dei prezzi¹.

Il primo è l'"effetto Fisher", così definito in omaggio all'economista che per primo formalizzò la relazione tra tassi reali e nominali. L'effetto Fisher descrive la redistribuzione della ricchezza reale: l'aumento dei prezzi è anche una diminuzione del valore del denaro che, di conseguenza, significa diminuzione del valore reale dei debiti. Per i debitori la perdita di valore del denaro è un vero e proprio sconto sul valore reale del debito; l'inflazione soccorre i debiti pubblici perché fa crescere i valori nominali del PIL e del gettito fiscale. In assenza di nuovo debito il rapporto debito/PIL migliorerebbe. L'effetto Fisher spiega la tradizionale avversione tedesca all'inflazione, dovuta quanto perché l'inflazione è acido che corrode il valore reale dei crediti che la Germania vanta con il resto del mondo.



Otto Dix (1891-1969) "L'uomo d'affari Max Roesberg", 1922 (Met Museum, New York)



Il termine illusione monetaria è stato utilizzato e divulgato da John Maynard Keynes ma venne coniato da Irving Fisher nel 1928, nel libro "The Money Illusion"

Il secondo effetto è quello del "canale del reddito nominale". L'inflazione riduce il valore reale di stipendi, salari, pensioni, sussidi che sono soggetti a variazioni periodiche, annuali o anche meno frequenti; i prezzi crescono più velocemente dei salari, in questo caso vincono coloro che possono traslare sui prezzi finali l'aumento dei costi.

Il terzo effetto è quello del "canale del consumo relativo". L'inflazione ha effetti diversi sui vari prezzi: alcuni beni o servizi aumentano più di altri. Gli individui "consumano panieri diversi di beni e servizi, un aumento dei prezzi distribuito in modo eterogeneo tra questi beni avrà un impatto diverso sui consumatori, scrivono gli autori dello studio. Quest'ultimo effetto incide molto meno rispetto agli altri due, il "canale del reddito" danneggia tutte le famiglie ma quelle indebitate beneficiano dell'"effetto Fischer" sui debiti.

¹ M. Cardoso, C. Ferreira, J.M. Leiva, G. Nuno, A.Ortiz, T. Rodrigo, S. Vazquez "The Heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets, June 2022

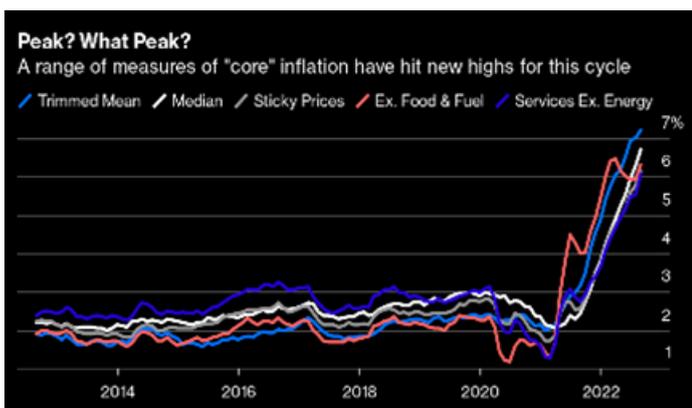
Gli effetti dell'inflazione sono importanti perché aiutano a individuare le risposte più efficaci: quando l'aumento dei prezzi è causato dal surriscaldamento della domanda la reazione deve essere monetaria con la leva dei tassi. Se invece l'aumento dei prezzi riguarda principalmente un settore, ad esempio l'energia, in questo caso la politica monetaria può cercare di curvare le aspettative sull'inflazione futura ma sono decisive le risposte politiche tese ad alleviare le difficoltà di famiglie e imprese.

La correttezza della risposta delle politiche monetarie è stato il maggior motivo di inquietudine dei mercati finanziari nell'ultimo anno, una preoccupazione condivisa dalla Banca Mondiale che teme il rischio di un "eccesso di reazione" dei banchieri centrali che potrebbe innescare nel corso del 2023 una recessione definita, senza troppi giri di parole, "devastante". La Banca Mondiale si riferisce alla città dove vivono coloro che perdono e dove i prezzi crescono non per l'eccesso di domanda ma per il maggior costo della bolletta energetica, il suo avvertimento è indirizzato ai governi affinché intervengano con misure specifiche rivolte alla "città dei perdenti", che non lascino tutto il lavoro sulle spalle dei banchieri centrali.

Tra i perdenti ci sono anche i mercati finanziari.

La settimana scorsa è stata una delle peggiori degli ultimi mesi, il -4% della borsa americana il 13 settembre scorso ha ricordato il -4,7% del 15 settembre di quattordici anni fa.

La storia non si ripete, e la storia di oggi è molto diversa da quella del 2008, ma spesso fa rima. Il dato di inflazione di agosto è stato acqua sul fuoco dell'entusiasmo e ha spazzato via l'idea che la Fed possa sollevare, sia pure di poco, il piede dall'acceleratore. Adesso non si esclude un incremento di 100 punti percentuali nella riunione di questa settimana, i futures sui fondi federali prezzano un incremento del tasso di riferimento a 4,4% entro il prossimo marzo.



I mercati si sono allarmati per una serie di metriche derivate dall'inflazione "headline": nel grafico, il valore "trimmed mean" calcolato dalla Fed di Cleveland che esclude i settori ai massimi e ai minimi e tiene conto della media degli altri, il valore "mediano" che rappresenta il tasso mediano di tutte le componenti dell'indice dei prezzi al consumo, il tasso d'inflazione calcolato dalla Fed di Atlanta relativo ai prezzi "sticky", appiccicosi, cioè i prezzi di quei beni e servizi che non possono essere facilmente modificati, l'inflazione "core" al netto di alimentari ed energia, l'inflazione del settore dei servizi al netto dell'energia. Fonte Bloomberg, @johnnauthers.

Eppure, per quanto sia stato allarmante il dato di agosto, il picco dell'inflazione americana è ancora quello di giugno, è presto per il segnale "Ok, Panic".

Le lancette dei mercati sono tornate al 2020 solo per poche ore. Il giorno seguente i listini avevano già digerito il boccone dell'inflazione "core" al 6,3% ed erano di nuovo alla ricerca di nuovi spunti, gli acquisti cercavano di consolidare nuove basi su cui ricostruire.

A proposito di storia che non si ripete, ci sono enormi differenze tra il contesto inflazionistico degli anni Ottanta e quello di oggi, tempo di tassi storicamente bassi e di attese di bassa inflazione futura. I dati dell'inflazione americana non riflettono, come negli anni Ottanta, contrazioni nell'offerta di lavoro o tensioni salariali, i mercati sono estremamente attenti ma non ancora spaventati da un cambiamento di regime sui prezzi, i tassi swap a cinque anni scontano un'inflazione di poco superiore al 2%.



Tasso di interesse reale a 10 anni. Fonte: Federal Reserve Bank of Cleveland, fred.stlouisfed.org.

Nel lungo termine, storicamente, il rendimento reale è difeso dall'investimento azionario. Nel suo "Stocks for the Long Run" Jeremy Siegel dimostrò la superiorità delle azioni sulle altre classi di attivo, una "costante" di rendimento reale tra il 6,6% e il 7%. I dati di Siegel, soprattutto quelli relativi al XIX secolo, sono stati rivisti e confutati; nel luglio 2012 Bill Gross consegnò la costante di Siegel alla storia passata, "il culto delle azioni è morto" dichiarò il leggendario gestore obbligazionario.

Per quanto formalmente non impeccabile, la tesi di Siegel della superiorità del rendimento reale delle azioni nel lungo periodo è stata confermata da altri ricercatori. Uno studio del 2015, "The Rate of Return on Everything", colloca il rendimento azionario a lungo termine al di sopra del rendimento immobiliare e delle obbligazioni. Le criptovalute sono troppo recenti per consentire confronti statisticamente significativi ma la loro volatilità e il comportamento direzionale ne ha scosso la presunta infallibilità.

La settimana scorsa scrivevamo della difficoltà a difendere il rendimento reale a breve. È improbabile riuscire a individuare in anticipo i massimi e i minimi, chi ha pazienza e nervi saldi può cominciare a guardare ai governativi e ai titoli Investment Grade americani. Anche i BTP a dieci anni, con un rendimento nominale arrivato attorno al 4%, offrono un rendimento reale di circa il 2%.



Quando sembra che “la stagione della follia” prevalga su quella della saggezza, è impervio ragionare sul lungo periodo, ciò nondimeno gli investitori devono sforzarsi a non lasciarsi sopraffare dall’emotività causata dai bruschi movimenti del breve termine. Ricordiamo che il mercato azionario è, fondamentalmente, il luogo del finanziamento delle aziende che a loro volta sono il motore della creazione della ricchezza che, nel lungo periodo, cresce costantemente.

In questo tempo di contraddizioni la stagione della saggezza e la stagione della follia di Dickens si mescolano costantemente (anche nelle vicende della politica nostrana, diciamo), i mercati finanziari si trovano in contesto completamente nuovo, i risparmiatori dovrebbero condurre non una “spending” ma una “investing review” del loro portafoglio e verificare, magari con l’aiuto di un esperto di fiducia, la coerenza dei loro investimenti con il nuovo contesto di mercato.



Una donna usa le banconote per avviare il fuoco della stufa, Berlino 1923.
Fonte: <https://rarehistoricalphotos.com>.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.