

# IL NEMICO ALLE PORTE

Dopo oltre dieci anni di attesa, l'inflazione sembra tornata ma non è ancora possibile stabilire con sicurezza se si tratta di fenomeno transitorio o persistente. Si scalda il tiro alla fune tra mercati e Fed: la banca centrale continua a vedere il primo aumento dei tassi nel 2023, i mercati non le credono e tirano la corda verso metà 2022.

Per oltre un decennio i banchieri centrali sono stati sugli spalti della Fortezza Bastiani.

Per oltre dieci anni hanno scrutato l'orizzonte in attesa della battaglia, con quelle politiche così anticonvenzionali e ultra-espansive sarebbe stata solo questione di tempo, prima o poi il Nemico si sarebbe presentato. Per oltre dieci anni abbiamo sperimentato bassa crescita e bassa inflazione, l'ex capo della Banca d'Inghilterra lo ha definito "nice period", un gradevole tempo di espansione non inflazionistica.

Il tenente Drogo consumò la sua esistenza alla Fortezza Bastiani, ultimo avamposto ai confini settentrionali del Regno, in attesa con tutta la guarnigione del momento eroico della battaglia contro i Tartari. In questi anni, nell'attesa di una minaccia che non si manifestava, sugli spalti della fortezza della Federal Reserve si sono dati il cambio tre comandanti, Ben Bernanke, Janet Yellen e Jerome Powell.

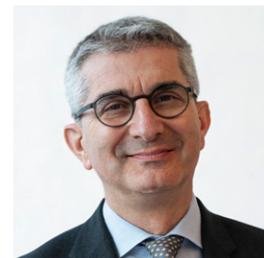
A dispetto dei tassi negativi e degli imponenti programmi di Quantitative Easing, i prezzi al consumo non hanno mai costituito un serio motivo di preoccupazione: la disoccupazione calava eppure non c'erano segnali di surriscaldamento dei prezzi, il livello di "piena occupazione" è stato via via rivisto al ribasso e la relazione tra occupazione e inflazione descritta dalla curva di Phillips è stata al centro di discussioni tra economisti. Powell, notano con malizia gli operatori, quando parla dell'obiettivo della piena occupazione evita i passi falsi dei predecessori e si guarda bene dallo specificarne il livello.



Dino Buzzati autore del Deserto dei Tartari si intrattiene con una fioraia in via Solferino. Fonte: Città 1999, Panorama.

L'attesa del Nemico sembra essersi interrotta la settimana scorsa, quando la rilevazione dei prezzi al consumo di aprile negli Stati Uniti ha mostrato il balzo di +4,2% rispetto all'anno precedente, molto superiore alle previsioni di un già largo +3,6%.

Il riflesso pavloviano dei mercati è stato il nervosismo, le borse hanno ceduto sulla paura che la Fed si trovi costretta a togliere gli alcolici e metter fine alla festa prima che si scaldi troppo, come diceva William McChesney Martin. La scorsa settimana è stata per i listini la peggiore degli ultimi tre mesi.



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

La ripresa economica e i massicci stimoli governativi fanno temere che l'inflazione possa sfuggire di mano: sono aumentate le materie prime, i costi dello shipping, i costi dei servizi. Le attese di inflazione sono ai livelli più alti da 15 anni, il tasso di breakeven del titolo americano a 5 anni, buon indicatore delle attese di mercato, ha superato 2,7%, il livello più alto dal 2006.

I mercati sono un eco-sistema complesso, adattivo, popolato da specie, generi e famiglie di operatori tra loro diversi e che diversamente reagiscono alle medesime notizie. Alla reazione nervosa per la paura della possibile frenata della Fed ha fatto seguito il ragionamento: possibile che dopo oltre dieci anni di prezzi sostanzialmente stabili si verifichi un cambio di scenario così brusco e un'inflazione improvvisamente fuori controllo?

Per la Fed non c'è ragione di preoccuparsi, il dato di inflazione è transitorio e la roadmap sembra segnata: l'avanzamento nelle vaccinazioni sconfiggerà il virus e sarà così eliminata la principale fonte di incertezza; a questo punto le aspettative di imprese e famiglie torneranno positive con effetti su investimenti e consumi e, di conseguenza, sull'occupazione anche delle minoranze etniche, particolarmente colpite dagli effetti delle chiusure.

I movimenti anomali dei prezzi nella scorsa primavera alterano la misurazione, dicono alla Fed, è il cosiddetto "effetto base" che, beninteso, è sempre presente ma questa volta l'eccezionalità delle circostanze ne amplifica la rilevanza.

Weak Inflation in Spring 2020 Distorts 12-Month Inflation Rates in 2021



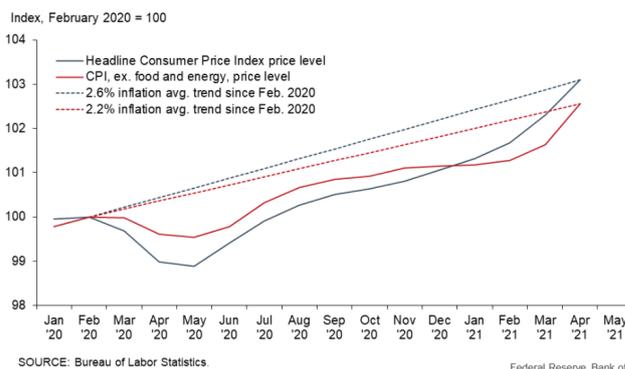
La debole inflazione nella primavera 2020 altera la rilevazione annuale. Fonte: Federal Reserve Bank Dallas, Bureau of Labor Statistics.

Le sospensioni delle attività economiche e commerciali nella primavera 2020 hanno spinto in territorio negativo il movimento dei prezzi poi, con il progressivo ritorno alla normalità, le pressioni sui prezzi si sono allentate e la misurazione sui dodici mesi rileva meccanicamente un risultato fuori scala.

Gli economisti della Fed di Dallas hanno provato a isolare l'effetto base prendendo in considerazione l'inflazione media dal febbraio 2020, quando la pandemia ha cominciato a diffondersi.

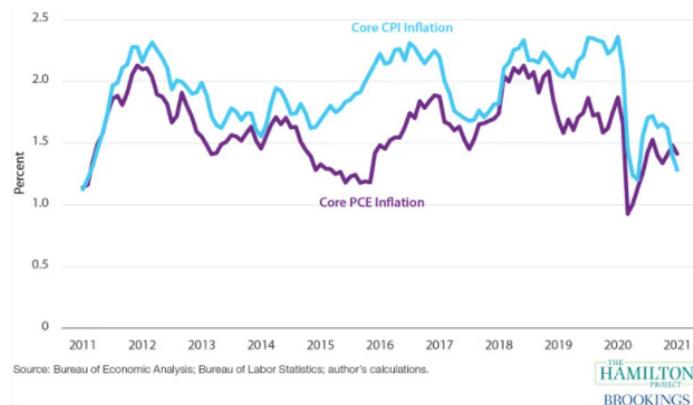
Il loro calcolo "cattura" il crollo dei prezzi della scorsa primavera, il successivo ripristino dell'attività economica e il recente balzo all'insù che incorpora "la combinazione di riaperture, strozzature nell'offerta e l'aumento dei costi delle materie prime". Se si considera il periodo eccezionale come singolo episodio, non si registra quella accelerazione meccanica che invece è incorporata nel +4,2%.

Average Inflation Since February 2020 Moves Above 2 Percent



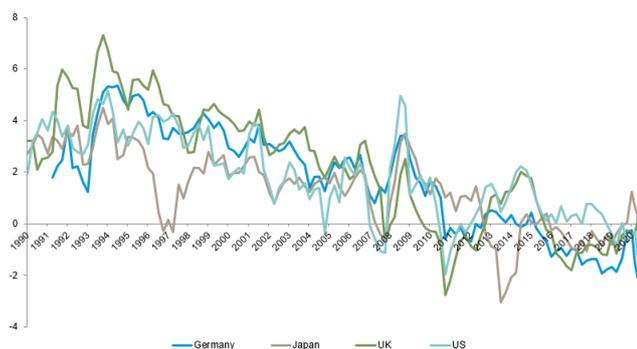
La figura illustra l'approccio della Fed di Dallas, le linee continue indicano i movimenti dei prezzi al consumo "headline" e "core", le linee a pallini i tassi medi di incremento dal febbraio 2020. Secondo questi calcoli, l'inflazione media dell'anno è stata di 2,6%, l'inflazione media "core" del 2,2%.

Negli Stati Uniti le metriche maggiormente impiegate sono il Consumer Price Index (CPI) e il Personal Consumption Expenditures Price Index (PCE): differenti criteri di misurazione danno evidentemente risultati diversi. La misura seguita dalla Fed è l'indice dei prezzi "core PCE" ovvero l'indice della spesa per consumi (Personal Consumer Expenditure) depurata dagli elementi volatili degli alimentari e dell'energia. Normalmente il deflatore utilizzato dalla Fed segue il movimento dell'indice dei prezzi al consumo (CPI) ma più in basso.



Comparazione delle rilevazioni CPI e PCE. Nell'ultimo decennio la PCE è stata mediamente più bassa di 0,3% rispetto alla CPI. La rilevazione di maggio è inferiore al 2%. Fonte: Brookings Institute, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistic, calcoli di Jay Shambaugh.

Alle distorsioni di breve termine dell'effetto base si aggiunge l'effetto di lungo termine della discesa costante del tasso reale negli ultimi trent'anni, conseguenza della progressiva diminuzione del tasso di crescita (e di inflazione). Certo, è un andamento storico e tutti conoscono il noto disclaimer sui risultati del passato che in nessun caso costituiscono garanzia sull'andamento futuro. Ciò nonostante, le condizioni che hanno contribuito alla bassa inflazione sono ancora tutti presenti: demografia, disuguaglianze, eccesso di risparmio sugli investimenti, rivoluzione digitale.



Tassi reali in discesa dal 1990. Fonte: GAM, Bloomberg.

Agli argomenti sulla temporaneità di un'inflazione sopra il livello desiderato, altri oppongono il protrarsi nel tempo delle strozzature nell'offerta: il prezzo del rame riflette la scarsità di un metallo industriale così importante nella transizione energetica, l'"onshoring" e l'accorciamento delle catene del valore mitigano i rischi di dipendenza in caso di crisi ma aumentano alcuni costi e, argomento che anche L'Alpha e il Beta ha sollevato in passato, l'inflazione può rivelarsi uno strumento per abbassare il peso reale del debito senza pagare costosi dazi politici.

Il tiro alla fune tra mercati e banche centrali, alla fin fine, è attorno alla temporaneità o permanenza del fenomeno. La Fed continua a vedere il primo aumento dei tassi nel 2023, i mercati non le credono e tirano la corda verso metà 2022

Noi non smettiamo di shakerare, sembra rispondere Powell, non toglieremo gli alcolici fino a quando alla festa ci saranno tutti, i dieci milioni di posti di lavoro che ancora non sono stati ripristinati, i disoccupati di colore e ispanici che stanno ancora pagando il prezzo dei lockdown.

Sarà cruciale il mercato del lavoro negli Stati Uniti, l'adeguamento delle paghe orarie e gli eventuali effetti incorporati nelle aspettative di inflazione nel lungo termine, nel decennio passato abbiamo tutti visto, banchieri centrali compresi, che l'inflazione è rimasta sopita anche con i più bassi livelli di disoccupazione.

La settimana scorsa ai dati di inflazione e occupazione si sono aggiunti quelli sulle vendite al dettaglio, negativi dopo l'effervescente +10,7% del mese precedente. Un'escursione così ampia mette in luce almeno due contraddizioni.

La prima è diventata familiare, le cattive notizie dal fronte dell'economia reale spingono in avanti la necessità di politiche monetarie meno espansive. Se l'economia incespica e vacilla, procura nuovo tempo alle banche centrali, i tassi restano bassi, la liquidità abbondante, gli alcolici continuano a girare.

La seconda contraddizione è quella di vendite al dettaglio effervescenti in marzo ma negative il mese dopo, con l'affievolimento degli effetti degli stimoli governativi. L'economia americana non balla ancora da sola, sembra aver ancora bisogno di aiuto.

I dati sul lavoro e sulle vendite al dettaglio hanno alleggerito il nervosismo delle borse e i movimenti al rialzo dei titoli a dieci anni sono in parte rientrati. Chi avrà ragione sulla temporaneità o permanenza dell'inflazione? Dal punto di vista di chi ha la responsabilità di scelte di investimento, qualsiasi risposta sarebbe intempestiva: come la proverbiale rondine primaverile, una sola rilevazione è insufficiente per trarre conclusioni su cui fondare decisioni allocative.

E' quasi certo che nelle prossime settimane e mesi l'inflazione continuerà ad essere al centro dell'attenzione e dei commenti, potrà crescere ancora a causa dei prezzi delle materie prime, per i colli di bottiglia nell'offerta, per l'effetto degli stimoli monetari. Sarà improbabile che vada fuori controllo, dopo tutto quei dieci milioni di occupati in meno di cui parla Powell sono veri. Ma la forza della narrazione potrebbe indurre a eccessi di reazione, a intempestivi interventi sul portafoglio.

La scorsa settimana ricordavamo la lezione di David Swensen, diversificazione e indipendenza di pensiero. Non perdiamo di vista le notizie sugli utili societari, l'85% delle società dello S&P 500 ha battuto le attese, i prezzi scontano il successo nelle campagne vaccinali e il ritorno alla normalità. Nonostante la pausa, il tema dominante del prossimo futuro continuerà ad essere la "grande rotazione", il ritorno del favore ai settori più colpiti dalla pandemia. Dunque è presto per eccessi di reazione, confermiamo la preferenza alle azioni diversificando con i mercati emergenti e gli investimenti tematici, dall'altra parte dello spettro cerchiamo protezione con strategie decorrelate e con la adattabilità di quelle multiasset flessibili.



"Guardò nel cannocchiale il visibile triangolo di deserto, sperò di non scorgere nulla, che la strada fosse deserta che non ci fosse alcun segno di vita; questo si augurava Drogo dopo aver consumato la vita nell'attesa del nemico".

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.