

OVERVIEW SUI MERCATI FINANZIARI OTTOBRE 2021



MA L'INFLAZIONE SARÀ DAVVERO TRANSITORIA?

Pietro Andrea Cioffi 
pietro.cioffi@extrafid.ch



Membro Associazione Svizzera
di Gestori di Patrimoni (ASG)

INTRODUZIONE

Di solito, l'inflazione ideale, quella cioè che viene vista come salutare per l'economia, si attesta intorno al 2% annuo.

Questo valore fornisce un solido punto medio in cui il consumo e gli investimenti sentono “i venti in coda”, ed è un valore che non danneggia il consumatore medio, complice anche una dinamica salariale che dovrebbe essere altrettanto positiva.

Le banche Centrali, negli ultimi anni, hanno fatto “di tutto e di più” per portare l'inflazione intorno al 2%, ma non ci sono riuscite.

Il compito che le banche centrali hanno fallito è stato portato a compimento dal Covid.

La sequenza di: chiusure di molte attività industriali nel mondo per molti mesi nel 2020 (soprattutto in quella parte del globo considerata la “fabbrica del mondo”), sommata ad un calo della domanda (dovuta sia alla costrizione di milioni di persone di restare a casa, ma anche ad una inevitabile paura del proprio futuro), ha fatto sì che i PIL delle principali nazioni “crollassero” di diversi punti percentuali - vedi figura 1.

STATI UNITI	21,433.00	20,940.00	-2.30%
CINA	14,280.00	14,720.00	3.08%
GIAPPONE	5,065.00	4,911.00	-3.04%
GERMANIA	3,862.00	3,806.00	-1.45%
REGNO UNITO	2,831.00	2,638.00	-6.82%
INDIA	2,869.00	2,593.00	-9.62%
FRANCIA	2,710.00	2,551.00	-5.87%
ITALIA	2,001.00	1,848.00	-7.65%
CANADA	1,736.00	1,600.00	-7.83%
BRASILE	1,878.00	1,445.00	-23.06%
COREA DEL SUD	1,647.00	1,631.00	-0.97%

FIG.1. Confronto PIL 2019/2020 – fonte Banca Mondiale

Come ho sottolineato più volte nei report dello scorso anno, ciò che abbiamo vissuto, era un combinato tra crisi di domanda, ma anche e soprattutto, crisi di offerta, dovuta alla chiusura delle attività industriali. In poche parole, mentre da un lato calava la domanda, dall'altro calava, ed anche in misura maggiore, l'offerta.

Una combinazione mai vissuta nelle crisi precedenti dove di solito diminuiva solo la domanda.

La fine del lockdown ha riaperto il motore della domanda, che però ha trovato in ritardo il lato offerta; ritardo abbastanza consistente seppur inevitabile, perché far ripartire le fabbriche e rifare le scorte, che nel frattempo si erano quasi azzerate, non è stato e non è per nulla facile.

Anche se la domanda non è ancora tornata ai livelli pre-pandemici, è bastato un quasi ritorno alla normalità per scatenare la dinamica dei prezzi, dinamica che era stata sopita, in modo alquanto anomalo, per oltre un decennio.

È quindi inevitabile che molti, sia per una corretta e sana logica di mercato, sia per una insana dinamica speculativa, abbiano cominciato a cavalcare gli squilibri domanda-offerta a proprio vantaggio, determinando un aumento dei prezzi, a volte del tutto ingiustificato.

Sarà duraturo questo aumento o sarà transitorio?

Avverrà in una economia altrettanto in crescita o in rallentamento?

Cerchiamo di capirlo in seguito.

L'INFLAZIONE

A fine settembre i prezzi in Europa hanno registrato un incremento annuale del 3,4%. Su base mensile le cose sono andate molto peggio, infatti, i prezzi hanno messo a segno un +0,5% il che ci proietterebbe ad una inflazione annua del 6%.

In America i prezzi sono aumentati più che in Europa ed in media sono cresciuti di oltre il 5% nell'ultimo anno. I prezzi alla produzione sono cresciuti di oltre l'8%.

Questo vuol dire che in Europa, ogni euro, ha perso in un anno il 3,4% della sua capacità di acquisto.

In una certa misura, questo può essere spiegato con tassi di inflazione inferiori alla media durante il 2020 dovuti alla pandemia ma, in ogni caso, questo vuol dire che i risparmiatori e coloro che vivono di reddito fisso hanno subito significative perdite di ricchezza in termini reali nell'ultimo anno.

Uno degli indicatori chiave dell'inflazione attesa (vedi fig. 2) ha appena raggiunto un nuovo massimo storico del 3%. Questo indicatore ci dice che le aspettative di inflazione a 5 anni ora sono più alte che negli ultimi **20 anni**.

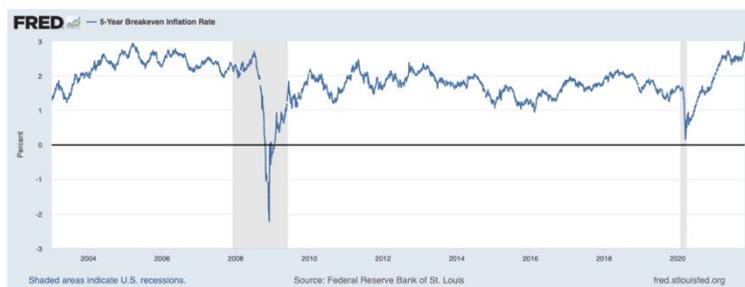


FIG.2. 5 year Breakeven inflation rate

Questo valore è degno di nota perché è più alto dei picchi precedenti che si sono registrati nel 2011, 2012 e 2013.

Ricordo che in quegli anni la FED stava aumentando i tassi per contrastare l'inflazione e i tassi di riferimento erano al 4,75%.

Oggi, nonostante l'inflazione sia nettamente superiore al 2%, (valore fissato dalla FED come livello di guardia oltre il quale sarebbe dovuta intervenire), e nonostante le previsioni siano di una inflazione crescente, le banche centrali continuano a

sostenere la transitorietà dell'inflazione, senza fermare i programmi di Quantitative Easing in corso, del tutto illogici in una situazione di inflazione elevata.

Speriamo abbiano ragione.

Nei mesi scorsi, non solo le banche Centrali ma anche molti esperti hanno definito transitoria l'inflazione sopra il 2%. Secondo loro, l'inflazione doveva durare solo per un breve periodo di tempo e tutto questo veniva giustificato da un atteggiamento prudente da parte delle Banche Centrali nel non intervenire né con la riduzione dei Quantitative Easing né con l'aumento dei tassi.

Ma oggi tutto questo sembra essere cambiato, soprattutto nelle ultime settimane.

Articoli recenti di fonti rispettabili affermano che l'inflazione potrebbe non essere così transitoria: Bloomberg definisce la parola transitoria "sbagliata", mentre Reuters sostiene che l'inflazione transitoria sia una "foglia di fico che sta scivolando via".

Forbes, nel frattempo, elenca le ragioni per cui l'inflazione non sarà transitoria.

Cosa guiderà l'inflazione in futuro?

I valori dell'inflazione negli ultimi due mesi sono stati influenzati dal confronto con i mesi estivi del 2020, quando i prezzi dell'energia erano ancora piuttosto bassi, e quando i lockdown avevano portato a una domanda soppressa per alcuni beni.

Ora che lo scenario è cambiato, ci sono dei fattori in gioco che potrebbero mantenere i tassi di inflazione ben al di sopra dell'obiettivo del 2% per il prossimo futuro.

In primo luogo, **i costi dell'energia** continuano a salire:

Solo nell'ultimo mese, il gas naturale e il greggio WTI hanno avuto aumenti di prezzo del 20% e del 10%, e alcune previsioni vedono i prezzi dell'energia salire ulteriormente per tutto il prossimo anno. Bank of America (BofA), per esempio, si aspetta che il greggio Brent arrivi a cento dollari al barile tra un anno. Questi prezzi sono molto più alti di quanto fossero un anno fa, e quindi continueranno a spingere l'inflazione verso l'alto per il prossimo futuro.

Allo stesso tempo, i costi energetici più alti rendono molti altri prodotti più costosi. Che si tratti di cibo o tariffe aeree, i prezzi più alti dell'energia hanno un impatto su tutti i tipi di prodotti e servizi, causando così prezzi più alti in molte altre categorie oltre a quelle ovvie come la benzina e il riscaldamento.

Un altro fattore di inflazione è l'aumento dei **prezzi di diverse materie prime** che abbiamo visto di recente. I metalli industriali come il rame, l'alluminio e il magnesio hanno raggiunto massimi mai visti. Questo non ha un impatto immediato sul valore dell'inflazione che viene pubblicato, ma alla fine, l'aumento di questi costi alla fonte si traduce in prezzi più alti per elettrodomestici, automobili, macchinari e così via.

Ultimo ma non meno importante, i **costi di trasporto** più alti continuano ad essere un fattore chiave per le aspettative di inflazione in futuro. Trasportare un container dalla Cina o dall'India in Italia è aumentato in un anno fino a 12 volte, un anno fa ci volevano circa 1.000 euro per un container, oggi se siete sfortunati ne spendete anche 12.000.

Inoltre, ci sono **carenze di manodopera** nelle spedizioni, nei porti, tra i camionisti, e così via, e le spese per spostare le merci continuano a salire. Questi costi di trasporto più alti hanno un impatto sui costi dei prodotti finali, e poiché continuano a salire, il loro impatto sulle letture dell'indice inflattivo dovrebbe continuare ad aumentare.

Visti tutti questi fattori è ragionevole ipotizzare che l'inflazione rimanga sopra il 2% nel prossimo futuro.

E sempre più analisti e osservatori del mercato sposano questa tesi.

Ma mentre l'inflazione sale, cosa sta succedendo all'economia e ai PIL?

Come dicevamo, il rallentamento dei PIL dello scorso anno è stato di diversi punti percentuali (vedi fig. 1).

Con la fine dei lockdown i PIL hanno ricominciato a crescere.

Le previsioni per il 2021 erano tutte molto positive:

- A dicembre 2020 per gli Stati Uniti era stato previsto un Pil 2021 in crescita del 4,2%.
- Nel primo trimestre 2021 il PIL USA era stato rivisto al 6,5%,
- A luglio il FMI aveva rivisto la stima ipotizzando un PIL 2021 a +7%
- A settembre si è cominciato invece a vedere un rallentamento dell'economia USA e il PIL è stato rivisto al 5,9%

Oggi le stime sono tutte al ribasso, segno evidente di una economia americana in affanno e in netto rallentamento.

L'aggiornamento del GDPNow della Fed di Atlanta (il tracciante del Pil in tempo reale più consultato), la scorsa settimana ha segnato ancora il passo: nel terzo

trimestre l'economia Usa è cresciuta solo del +0,2% rispetto al +6% di agosto e al +14% di maggio.

Di fatto, in termini reali, la tendenza è già in negativo.

Molte banche d'investimento vedono ancora il PIL USA al 4% nel 2021, ma non per molto, io credo.

Infatti, il tracollo delle spedizioni industriali che ha visto l'export Usa cedere il 4,7% dopo il record assoluto di agosto, ha spinto anche Goldman Sachs a tagliare le stime sulla crescita dello scorso trimestre, ora al 2,75%.

Anche la Cina segna un notevole rallentamento: mentre nel primo trimestre il PIL cinese era cresciuto del 18,3%, nel secondo era già sceso al 7,9 e nel terzo ha segnato un +4,9% con una inflazione al 10,7% sul 2020 (fonte sole 24 ore).

Che cosa succede se l'inflazione sale e l'economia rallenta?

Il contesto in cui stiamo vivendo pare complicarsi giorno dopo giorno.

Infatti, sempre più tra gli esperti di mercato e gli analisti si sta parlando di **stagflazione**.

Se si verificasse la stagflazione, ci troveremmo di fronte ad un bel problema, visto che le Banche Centrali hanno già usato tutte le armi a loro disposizione per rilanciare l'economia, e che oggi, in un contesto caratterizzato da un'inflazione crescente, dovrebbero, secondo la letteratura economica, aumentare i tassi.

Così come i Governi, di fronte ad una economia che rallenta dovrebbero lanciare una politica fiscale espansiva che, come conseguenza, avrebbe un significativo aumento del debito (che però è già alle stelle).

Ci troviamo di fatto in una situazione particolarmente difficile, e altrettanto nuova, dove i margini di manovra diventano limitati soprattutto se la situazione dovesse deragliare.

In questo momento, se l'inflazione dovesse diventare durevole e perdere le caratteristiche di transitorietà, tanto declamate dai banchieri centrali, la disciplina economica imporrebbe politiche monetarie restrittive e non espansive.

L'ultimo intervento del Presidente della Banca Centrale Statunitense è stato davvero sorprendente per la sfacciataggine con cui si è messo a filosofeggiare sul significato della parola "transitorietà"; Powell ha detto: "*il termine transitorio non ha il medesimo*

significato per tutti. Come FED, riteniamo che non si riferisca a uno specifico arco temporale, bensì a un qualcosa che non sarà permanente o comunque molto persistente.”

Credo che nessuno dovrebbe permettersi di prendere in giro il mercato con queste affermazioni grottesche.

Nonostante Powell abbia speriurato che non intende incidere sui tassi di riferimento, anche qui con una affermazione alquanto discutibile, visto che ha detto “...almeno fino a quando i livelli di occupazione non raggiungeranno i livelli che la FED si aspetta” senza definire quali siano i livelli desiderati, molti economisti pensano esattamente l’opposto, infatti, in una recente indagine, gli analisti e gli operatori di mercato prevedono che Powell sarà costretto ad almeno due aumenti di tassi nel 2022. Nella figura successiva vedete i risultati dell’indagine. Come potete vedere l’80% degli intervistati prevede da uno a tre aumenti dei tassi nel 2022.

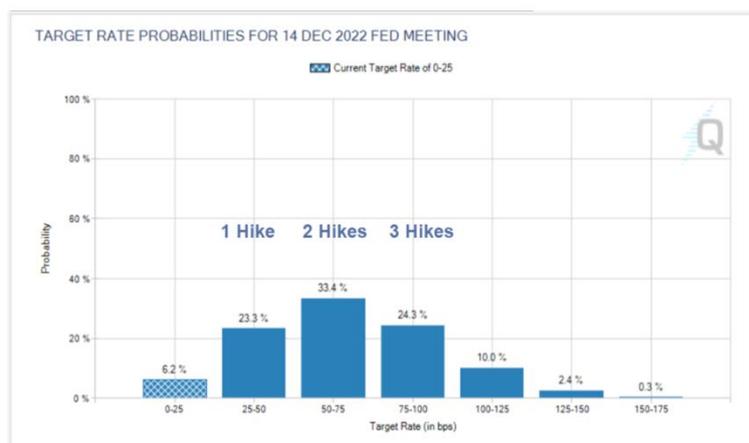


FIG.3. previsioni dei traders di aumenti dei tassi

Contemporaneamente al fatto che le Banche Centrali dovrebbero aumentare i tassi per contrastare l’inflazione e farla rientrare intorno al 2%, i governi, di fronte ad una spesa per interessi insostenibile con tassi in aumento, dovrebbero cominciare a ridurre il debito, pena l’impoverimento delle future generazioni.

Ma queste due manovre in questo momento potrebbero risultare suicide.

Un bel problema.

I MERCATI

Inflazione che sale in America oltre il 5% e tassi di riferimento intorno al 1,5% (il decennale USA) determinano tassi reali negativi.

In un contesto simile gli asset obbligazionari soffrono.

Tutto ciò è stato ancora una volta confermato da Powell nel discorso di ieri sera (3.11.2021).

Storicamente la componente obbligazionaria di un portafoglio di gestione patrimoniale “classico bilanciato” (40-60: 40% azionario, 60% obbligazionario) è sempre stata vista come uno zoccolo duro in grado di contribuire con qualche punto percentuale alla performance annua, ma soprattutto con il compito di dare stabilità al portafoglio stesso riducendone la volatilità.

È chiaro che in un contesto in cui, dopo anni di tassi praticamente schiacciati intorno allo zero o quasi, con la paura che i tassi tornino a crescere come conseguenza dell’inflazione che tende a salire stabilmente, ma con i tassi di riferimento ancora tenuti forzatamente inchiodati intorno allo zero, con la conseguenza che i tassi reali sono di fatto negativi, è chiaro che in questo contesto la componente obbligazionaria dei portafogli non contribuisca più oggi alle performance di portafoglio come ha fatto negli ultimi 20 anni.

Infatti, guardate nella figura sottostante come nel mese di ottobre la componente obbligazionaria ha pesato negativamente sul portafoglio classico. Il suo contributo è stato negativo per circa il -0,64%.

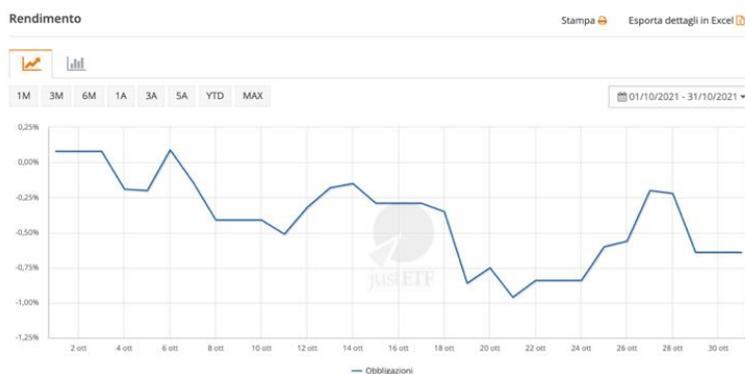


FIG.4. andamento di un mix di ETF BONDS nel mese di ottobre

In un mercato dove la componente obbligazionaria offre rendimenti reali negativi il mercato azionario è una buona opportunità perché offre ancora maggiori guadagni. Infatti, se guardate attentamente la figura 5 potete notare che l'attuale rendimento dello S&P 500 è di circa il 3,44%.

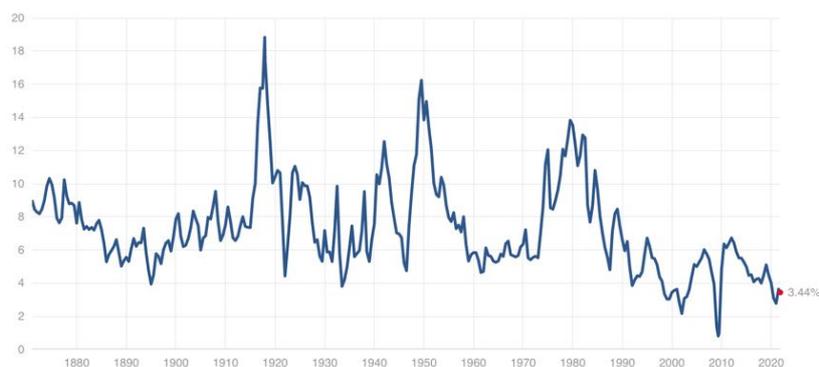


FIG.5. S&P earnings yield

Si può affermare senza ombra di dubbio che siamo ad un valore limite.

Lo si può capire analizzando il grafico e deducendo che l'attuale valore è quasi ai minimi storici dal 1880 ad oggi, ma si può anche immaginare che, con dei tassi in probabile rialzo (e quindi con la componente obbligazionaria che diventa più appetibile) e, se continuasse la tendenza degli ultimi mesi, con una economia in contrazione (e quindi utili in diminuzione), la conseguenza più probabile sarebbe una correzione dei mercati azionari.

Quanto significativa? Dipende dalle Banche Centrali, dalle loro decisioni sui tassi di interesse, dalla loro decisione di interrompere o continuare il Quantitative Easing e dalle prossime trimestrali che potranno risentire del rallentamento dell'economia.

Attualmente i mercati ignorano, o fanno finta di ignorare, i rischi che sono impliciti a questi livelli di prezzi.

Di fatto il mercato sta sperando che l'inflazione sia più temporanea di quanto la realtà ci sta dicendo, che i lockdown sparsi in giro per il mondo non siano invasivi per l'economia, che le materie prime energetiche smettano di salire al ritmo a cui stanno salendo, che i problemi della Cina si risolvano al meglio, che la frenata



economica sia meno forte di quanto si tema, che le trimestrali reggano l'urto e che la supply chain ritorni ad essere dinamica e si normalizzi.

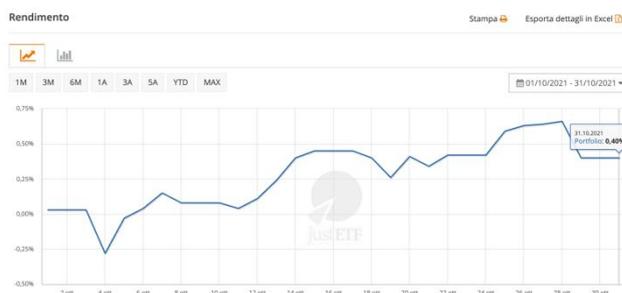
Tante, troppe speranze, per una situazione in cui operare "normalmente".

Io sono convinto che nelle prossime settimane uno storno dei mercati sia molto probabile.



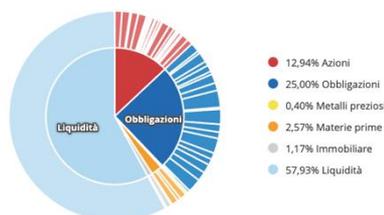
ANDAMENTO DEL PORTAFOGLIO MODELLO

Nel mese di ottobre i mercati sono stati praticamente unidirezionali in senso positivo. Il nostro portafoglio conseguentemente ha messo a segno una performance positiva di +0,40%



il portafoglio è salito meno del mercato in quanto nel mese di ottobre siamo rimasti “sotto investiti” in azionario e molto più liquidi rispetto a un portafoglio standard bilanciato.

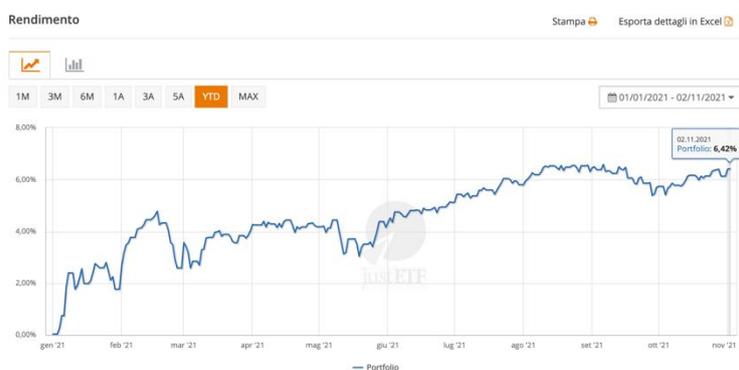
Allocazione attuale



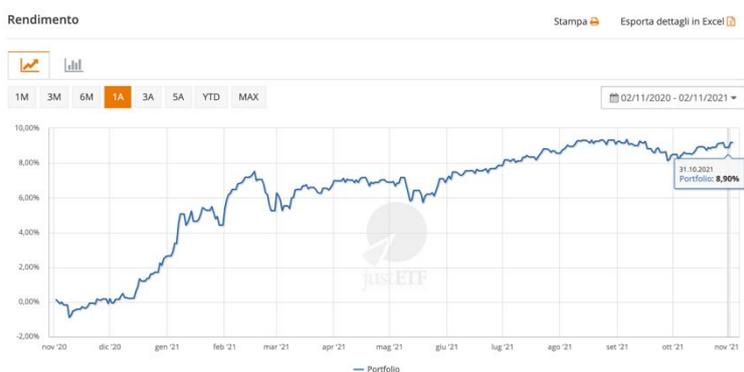
Per questa ragione, come potete vedere dalla figura seguente, il nostro portafoglio nel mese di settembre ha fatto peggio del portafoglio benchmark di circa 1%.



Il nostro portafoglio da inizio anno ad oggi ha prodotto una performance del 6,42%.



Mentre la performance in un anno solare è di +8,9%



Come potete notare dalla figura successiva le varie asset class del nostro portafoglio modello hanno contribuito quasi tutte positivamente tranne la componente obbligazionaria.

