

LETTERA DI INIZIO ANNO 2022



“Inflazione, Omicron, alla ricerca della nuova chiave di volta”

di Vanni Lanzoni

In architettura la chiave di volta è una **pietra lavorata a forma di cuneo** che viene posta al vertice di un arco o di una volta con lo scopo di chiudere e tenere ferme tutte le altre pietre. A inventarla furono gli etruschi dai quali gli antichi romani appresero la tecnica che fu sfruttata nella costruzione di moltissime loro opere.

In economia un concetto molto simile lo si può ritrovare nel mix delle politiche monetarie e fiscali messe in atto dalle relative istituzioni (banche centrali e stati) per trovare il modo di sostenere un'economia cui poi partono i vari cicli.

Nell'ultimo decennio o economico è stato bassa inflazione (spesso si chiave di volta è stato il libera ad una e vera e da parte delle banche Reserve (Usa).



poco più, ad esempio, l'ambiente caratterizzato da bassa crescita e è temuto la deflazione) e la Quantitative Easing, ossia il via propria inondazione di liquidità centrali, in testa la Federal

La corretta interpretazione della chiave di volta è un'operazione fondamentale per chi costruisce i portafogli e ricerca la giusta strategia di medio-lungo termine, ovviamente tutt'altro che facile, soprattutto in questa fase di probabile cambiamento in cui i punti di vista sembrano essere tutti validi.

Per quanto mi riguarda, ho iniziato da almeno 24 mesi a modificare il punto di vista per non rimanere in una posizione passiva nella speranza che le cose non cambino, nell'auspicio che la chiave di volta rimanga sempre la stessa.

Per cercare di capire su quali fondamentali si costituirà la nuova chiave di volta, partirei da un parametro che da molti anni non viene più analizzato.

L'INFLAZIONE

Il dibattito attuale sulla crescita dei prezzi che stiamo osservando, a partire dalla ripresa post lockdown, si è fatto molto divisivo fra chi pensa possa essere un fenomeno transitorio e chi invece lo considera un cambiamento strutturale.

La mia idea è che ci siano più ragioni per ritenere che sia la seconda visione quella più corretta (come testimoniano le mie Newsletter passate, già da un paio di anni ho cominciato ad incrementare la componente obbligazionaria legata all'inflazione, non tanto perché prevedevo un incremento dei prezzi, ma perché ritenevo trattasse a valori molto convenienti; la scelta si è rivelata molto fortunata in termini di rendimenti).

Vediamo alcune ragioni che rafforzano questa idea in una forma estremamente sintetizzata per evitare di annoiare i lettori.

Dal Lato della domanda:

a) Eccesso di domanda rispetto all'offerta di beni di consumo

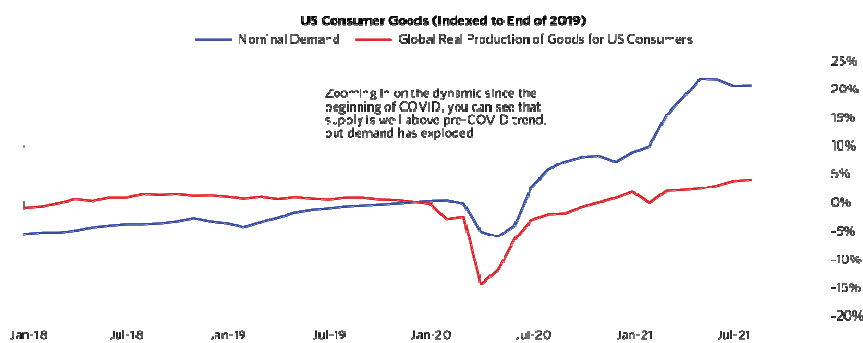


Fig. 1. Questo grafico ci dimostra quanto la produzione (linea rossa) faticò a soddisfare l'enorme crescita della domanda di beni di consumo (linea blu) dal periodo post covid ad oggi¹.

L'esplosione dell'epidemia e la seguente reazione di politiche monetarie e fiscali espansive (*la integrazione fra politiche monetarie e politiche fiscali viene definita d'ora in poi MP3, ossia iniziative coordinate fra banche centrali e governi con l'unico intento di facilitare la crescita economica*), ha prodotto ancor più moneta, tasse più basse, agevolazioni di ogni genere, investimenti in infrastrutture, tassi ancora più bassi, insomma un contesto iperkeynesiano molto favorevole per un nuovo rilancio della domanda.

¹ Questo è il primo punto di svolta che registriamo dal 2008 ad oggi. Infatti, dalla crisi finanziaria (mutui subprime 2008) alla crisi pandemica (covid 2020), abbiamo avuto sempre una situazione contraria, un eccesso di offerta rispetto alla domanda che determinava più deflazione che inflazione; da un lato le istituzioni hanno cercato di stimolare la domanda e gli investimenti tenendo i tassi bassi, spesso negativi, e stampando moneta, dall'altro le imprese hanno incrementato l'ottimizzazione dello stock di magazzino, annullandolo di fatto, passando così alla produzione JUST IN TIME (su ordinazione)

Ecco perché oggi ci troviamo con questo gap che l'offerta fatica a compensare, più si protrarrà nel tempo e più avremo pressioni sui prezzi e quindi un'inflazione strutturalmente più elevata.

b) Eccesso di domanda di servizi rispetto all'offerta di lavoro nel terziario

Il problema della carenza si sta verificando anche per i servizi ed è probabile che aumenti. Il grafico seguente (fig.2) mostra che la domanda di servizi sta tornando rapidamente ai livelli pre-COVID e l'occupazione nei servizi è in ritardo, poiché i datori di lavoro hanno difficoltà a trovare lavoratori.

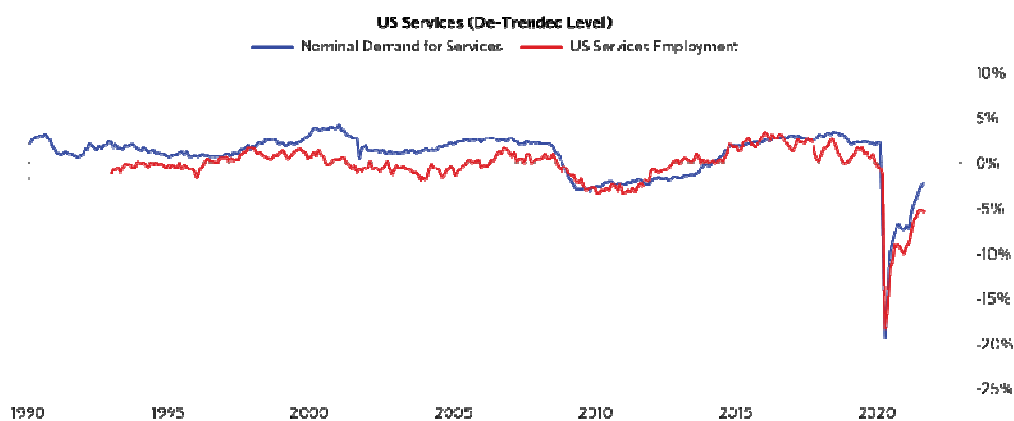


Fig. 2. Domanda di servizi (linea blu) ed occupazione nel settore (linea rossa)

Poiché la domanda di servizi continua a normalizzarsi, ciò eserciterà una maggiore pressione su un mercato del lavoro che è già molto sotto pressione. Un ritorno ai livelli pre-COVID della domanda di servizi spingerebbe la disoccupazione ai minimi storici. Affrontare questo squilibrio significherebbe esercitare una spinta al rialzo sui salari per invogliare più lavoratori a lavorare più a lungo, oltre a richiedere investimenti per migliorare la produttività, il che conduce ad alimentare ulteriormente l'inflazione.

I punti a) e b) sono stati determinati dal reddito delle famiglie; la politica MP3 ha creato una trasformazione duratura. I governi hanno trasferito un'enorme quantità di denaro alle famiglie, più che compensando la perdita di reddito dovuta al COVID.

I bilanci delle famiglie sono ora in uno stato materialmente migliore di quanto non fossero prima della pandemia, poiché MP3 ha creato una quantità significativa di ricchezza, aumentando il valore di attività come azioni, abitazioni, criptovalute e così via. Questi guadagni sono stati ampiamente diffusi in tutta l'economia e lo abbiamo visto nei nostri portafogli. Le condizioni finanziarie stimolanti in corso hanno ulteriormente ridotto i costi del servizio del debito (tassi di interesse tenuti ancora molto bassi) ed inoltre i redditi hanno beneficiato della riapertura delle economie. In breve, le famiglie complessivamente sono più ricche di denaro e pronte a spendere, preparando il terreno per un aumento duraturo e auto-rafforzante della domanda.

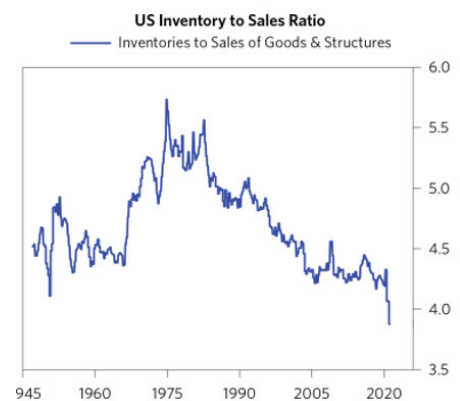
Dal lato dell'offerta:

nel contempo, continuiamo a registrare difficoltà dovute a:

materie prime: in netto rialzo, difficile la loro reperibilità nel breve e medio termine.

energia: non c'è abbastanza energia per alimentare l'attività economica dati gli attuali livelli di domanda. I prezzi del gas naturale, del carbone e del petrolio stanno aumentando in tutto il mondo. Esistono vincoli idiosincratici sull'offerta, come le normative ambientali sul carbone in Cina o Russia che limitano le esportazioni di gas naturale verso l'Europa. Ma i prezzi stanno aumentando su tutta la linea perché la domanda è in aumento e questa domanda sta divorando le scorte nonostante livelli ragionevoli di produzione.

scorte di magazzino: la produzione pre-Covid era limitata alla domanda debole e ora pochissime aziende hanno abbastanza scorte, il che dovrà forzare un cambiamento di mentalità. Dopo decenni trascorsi a mantenere bassi livelli di inventario per sostenere i margini e le aziende che si aspettavano di essere in grado di ottenere rapidamente le forniture necessarie quando ne avevano bisogno, ora queste ipotesi stanno crollando. Le scorte in tutta l'economia sono crollate a livelli storicamente inediti e molto bassi rispetto al venduto (fig.3).



In sintesi, molti elementi a favore di una forte ripresa della domanda e molti altri a sfavore di una ripresa veloce dell'offerta. Sembra proprio un ambiente favorevole ad una inflazione strutturalmente più alta rispetto al decennio appena trascorso.

Un altro elemento fondamentale per la ricerca della giusta determinazione della nuova chiave di volta è Omicron, o meglio, le varie varianti che nel tempo si susseguiranno.

OMICRON

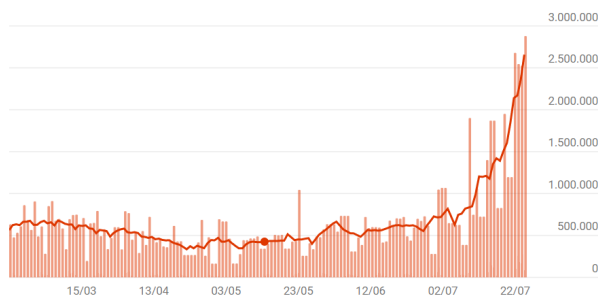
Sul covid e le varie forme in cui di volta in volta si presenta l'epidemia (oggi la variante Omicron) sentiamo parlare da ormai quasi due anni a questa parte. Ciò che spesso manca è un'analisi del ruolo che l'epidemia può svolgere in un contesto come quello attuale nei mercati finanziari.

In questa fase, questa variante rappresenta il *controcanto* dell'inflazione. Una veloce diffusione dei contagi ha infatti un effetto di frenata dell'inflazione per i timori legati alla crescita economica. In termini di impatto sui mercati è negativa nel breve termine (*nell'ultimo mese, infatti, i mercati azionari hanno risentito del forte aumento dei contagi*), ma un effetto di stabilizzatore del fenomeno inflattivo nel medio termine e quindi non necessariamente negativo sui mercati azionari.

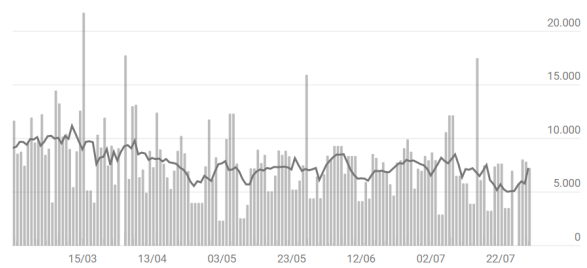
Tradotto in parole povere, i mercati sono più intimoriti nel lungo termine dall'inflazione piuttosto che dalla variante Omicron. Ciò che non si deve verificare assolutamente è una contemporanea salita dell'inflazione ed una drastica frenata della crescita economica (*scenario possibile qualora incominciassero a salire in modo incontrollato le terapie intensive, le morti e le inevitabili chiusure già viste nel recente passato*).

Le notizie che stanno arrivando (*figura sotto*), continuo aumento delle persone contagiate e ridotta mortalità da Omicron, depongono a favore di uno scenario prossimo in cui l'inflazione rimarrà il vero driver dei mercati finanziari.

Nuovi casi giornalieri



Nuovi decessi giornalieri



LA NUOVA CHIAVE DI VOLTA?

Alla luce di quanto analizzato sinora, possiamo allora definire quali siano oggi i fattori predominanti su cui andare a costruire le nostre strategie di gestione dei portafogli?

Una certa cautela va sempre mantenuta, a volte gli scenari cambiano perché intervengono eventi improvvisi, del tutto imprevedibili, che modificano lo stato delle cose, ma ritengo che vi siano quattro segmenti macroeconomici abbastanza chiari per interpretare la nuova chiave di volta, il nuovo sostegno all'intero sistema.

- 1) tassi di interessi reali: dovrebbero rimanere negativi, l'inflazione probabilmente continuerà ad essere superiore ai tassi di interesse nominali di medio e lungo termine per rendere più sostenibili i debiti degli stati;
- 2) l'inflazione rimarrà strutturalmente più alta rispetto agli ultimi 15 anni, anche se il tasso di crescita nei prossimi mesi dovrebbe stabilizzarsi;
- 3) l'offerta di beni e servizi dovrebbe faticare ancora nei prossimi mesi a compensare una domanda in piena espansione (*solo un peggioramento nella lotta vaccinale contro l'epidemia potrebbe bloccare la domanda e la crescita economica*);

4) le materie prime, incluse quelle energetiche, dovrebbero continuare a mantenersi tendenzialmente care per la difficoltà di approvvigionamento e le tensioni nei rapporti geopolitici fra le varie potenze economiche.

Se questi sono i 4 punti fondamentali della nuova chiave di volta, allora occorre indirizzare le proprie risorse finanziarie sempre più verso gli investimenti reali:

-obbligazioni legate all'inflazione,

-obbligazioni a tasso variabile,

-obbligazioni a tasso fisso, ma con rendimenti a premio rispetto ai titoli di stato europei (*meglio quindi i bond della Cina, dei paesi emergenti*),

-oro e dollaro come copertura,

-azioni che trattano a multipli bassi, azioni con rendimento implicito nettamente sopra ai decennali, azioni difensive come quelle legate alla salute, azioni bancarie, azioni legate alle materie prime,

-azioni tecnologiche ma solo in formula di PAC (*piano di accumulo per ridurre la forte volatilità del settore*)

Vanni Lanzoni

Milano, 10 gennaio 2022