



Alla ricerca dell'inflazione perduta



L'economia ha ripreso a marciare un po' ovunque. Le Banche centrali continuano a immettere denaro a sostegno della crescita. Anche l'occupazione pare aver di nuovo ingranato la marcia. Manca soltanto un chiaro ritorno dell'inflazione. Il dato di febbraio sull'andamento dei prezzi nell'Eurozona ha evidenziato un arretramento dell'indice all'1,2%, rispetto all'1,3% di gennaio. Si tratta del dato più basso dal dicembre 2016 e segnala una soglia ancora lontana dal livello del 2%, l'obiettivo tanto agognato dalla Banca centrale europea (Bce). L'andamento dei prezzi è analogo anche negli Stati Uniti. Pur molto più avanti nel ciclo di ripresa economica, gli Usa continuano a mostrare dati sui prezzi che sono inferiori alle attese.

Il quadro è decisamente anomalo, tanto che gli economisti si interrogano sul perché di questa

dinamica inflattiva così fuori dall'ordinario. In questo contesto, i loro modelli non danno risposte. Qualche giorno fa Nouriel Roubini, star tra gli economisti Usa, si è chiesto se quella in corso sia soltanto una fase passeggera o se piuttosto stia avanzando una «nuova normalità».

Certo, i prezzi bassi sono una buona notizia per i consumatori. Anche i mercati finanziari apprezzano il mancato irrobustimento del costo della vita. Nel ritorno dell'inflazione vedono, piuttosto, una minaccia e temono che, con i prezzi di nuovo in accelerata, le Banche centrali possano staccare prima del previsto la «flebo» di miliardi che stanno immettono nell'economia dal 2008 e alzare il costo del denaro.

Il nervosismo è grande. Ne è una dimostrazione quanto è accaduto a inizio febbraio quando l'inattesa notizia dell'accelerazione dei salari americani (e quindi in prospettiva dei prezzi) ha innescato una massiccia ondata di vendite su tutte le piazze mondiali. In poche sedute, Wall Street ha perso quasi il 10%. La volatilità sui listini è balzata di colpo a nuovi massimi. In poche ore il Vix, l'indice della paura che sembrava da mesi addomesticato a livelli minimi (intorno ai



10 punti) ha fatto un balzo del 115%. Questo dato è stato anche uno dei fattori scatenanti dei forti ribassi perché molte vendite sui listini scattano automaticamente e massicciamente propri quando il Vix raggiunge livelli critici.

L'allarme è poi via via rientrato e, nei giorni seguenti, le piazze hanno reagito e recuperato parte del terreno perso. Resta tuttavia il fatto che l'andamento dell'inflazione continuerà a dominare la scena nei prossimi mesi. Con l'ondata di forti vendite che si è abbattuta a inizio febbraio sui listini, gli operatori sembrano, infatti, aver realizzato che, sia in Europa sia negli Stati Uniti, i tassi d'inflazione andranno ad avvicinarsi ai target delle Banche centrali. Il processo, seppure con tempi diversi, renderà i governatori centrali più fiduciosi nel cammino di normalizzazione della politica monetaria.

Così, il risveglio dell'inflazione, dopo anni di letargo, potrebbe essere la chiave per le future dinamiche delle principali asset class, dalle obbligazioni, alle azioni, fino alle valute e alle materie prime. Nel nostro scenario di riferimento, ci aspettiamo una ripresa in qualche modo sincronizzata dell'inflazione, senza che però si abbiano significativi sforamenti dei target, in primo luogo negli Stati Uniti. Nell'Eurozona la situazione è più sfumata, con la Bce che resta accomodante e

una forza dell'euro che impedisce alla Banca centrale di essere più aggressiva.

Dopo la lunga corsa, le principali Borse mondiali hanno chiuso il mese di febbraio in calo. Wall Street ha perso quasi il 3% e ha fatto segnare il peggior bilancio mensile da due anni a questa parte. In Europa e Giappone, l'andamento è stato analogo: l'EuroStoxx ha lasciato sul terreno il 4,2% mentre Tokyo ha perso quasi il 7%. Milano si è difesa indietreggiando del 3,8% sul mese (a livello europeo ha fatto meglio solo Parigi con un -2,5%). Da inizio anno, l'FtseMib milanese guadagna comunque un buon 3,5%. Nel complesso, i listini sono stati sostenuti dal buon andamento degli utili aziendali e dalla solidità della fase economica.

In evidenza si sono messi settori come quello delle banche e delle assicurazioni che saranno tra i principali beneficiari di un eventuale rialzo dei tassi. Le prospettive più interessanti per questi comparti arrivano anche dai margini che sono di nuovo in ripresa.

In questo scenario, le attese sull'inflazione, che riteniamo non eccessivamente pessimistiche, ci portano a mantenere un atteggiamento non allarmistico sulle azioni. Tuttavia, consci dei potenziali rischi legati a questo contesto, abbiamo introdotto nei portafogli, ove



possibile, elementi più reattivi a possibili shock inflazionistici.

In ambito obbligazionario, è proseguito il trend di risalita dei tassi di rendimento. In luce si è messo il Treasury americano: il titolo di Stato Usa a dieci anni è passato da un rendimento del 2,66% al 2,92%. Anche in questo caso, a guidare la risalita sono state le attese di un incremento dell'inflazione nel Paese, insieme a una risalita dei tassi reali, con aspettative di maggior debito. Le turbolenze scatenate dai timori su un'accelerata del livello dei prezzi e la possibile stretta monetaria non hanno, invece, turbato gli spread dei Paesi periferici dell'Europa. Il differenziale di Italia, Spagna e Portogallo è rimasto pressoché stabile. Questo nonostante l'avvicinarsi delle elezioni politiche del 4 marzo in Italia.

Al contrario, nel segmento delle obbligazioni corporate, la volatilità di febbraio ha portato a un allargamento di 10 punti base degli spread sul comparto Investment grade, vale a dire sui titoli più solidi, e di 40 punti base sul mercato High yield, l'offerta ad alto rendimento ma con rating più basso.

Tra le materie prime è tornata l'attenzione sul comparto delle produzioni agricole. Sulla piazza di Chicago sono risalite, in particolare,

le quotazioni di mais e frumento che sono state sostenute dalla siccità in Argentina e nella parte Sud delle Grandi Pianure americane. In ribasso si sono mossi, invece, i metalli preziosi e quelli industriali: il palladio e l'alluminio hanno perso rispettivamente il 3% e il 5%.

In discesa si è mostrato anche il prezzo del petrolio che, nel corso dell'ultimo mese, è indietreggiato di circa il 5%. In particolare, l'aumento della produzione Usa ha fatto da freno ai prezzi. Così, il Brent si è portato in area 63 dollari al barile mentre il Wti è calato in area 60 dollari. I valori tuttavia hanno recuperato gran parte delle perdite che, durante le passate settimane, si erano attestate nell'ordine del 10%.