

## Non esageriamo



Sui mercati finanziari è presente un costante e fitto brulichio di quelle figure che io sono solito chiamare «drama queen». La scorsa settimana abbiamo avuto un'ulteriore lampante dimostrazione di tale evidenza. Ebbene queste «queen», che mal sopportano il minimo vento contrario e che solo da poco erano di nuovo salite alla ribalta di tutti i palcoscenici mondiali, si sono lamentate sguaiatamente degli incipienti rischi di inflazione facendo da grancassa a un paio di economisti di grido. Questi ultimi, dopo aver probabilmente mangiato pesante la sera o forse nella smaniosa ricerca di visibilità mediatica, avevano infatti causato con le proprie dichiarazioni un repentino aumento dei rendimenti a lungo termine, tale da polverizzare i guadagni da inizio anno di varie piazze borsistiche. Solo perché l'inflazione è leggermente aumentata – cosa peraltro attesa sulla scorta degli effetti di base – queste «dive» dell'economia hanno subito rivisto al rialzo le loro previsioni al riguardo. Nel frattempo la situazione è tornata a calmarsi in una certa misura, ma questo spettro non sembra destinato a dissolversi troppo in fretta. Anzi, il 2021 potrebbe essere punteggiato da fiammate ricorrenti e improvvise di questo genere. Stupidamente, i rappresentanti della mia categoria hanno contribuito a gettare ulteriore benzina sul fuoco. E così sono in molti a perdere il senso della misura.

Da inizio anno i tassi d'interesse a lungo termine negli Stati Uniti sono schizzati dallo 0,9% fino anche a oltre l'1,5% (aiuto!) per le durate decennali. Qui in Svizzera l'aumento dei tassi, sebbene partendo da livelli bassissimi, è stato ancora molto, molto più «drammatico»: ci tengo a far notare che è passato dal -0,6% a un inatteso -0,2%, praticamente triplicando. Un'evoluzione del genere non si era mai registrata nella storia in un arco temporale così breve. Post scriptum: contestualmente, il franco svizzero si è svalutato contro l'euro; anche questa dinamica è difficilmente comprensibile – men che meno alla luce dell'argomentazione della nostra banca centrale, il cui spauracchio maggiore è un allargamento del differenziale dei tassi a favore del franco rispetto alla moneta unica europea. Del resto, è notoriamente proprio questo il motivo per cui già da molti anni la BNS ha di fatto legato la propria politica monetaria a quella della BCE. Quanto più il tutto appare inspiegabile, tanto più sale lo stato di allarme fra gli analisti-primedonne, sempre a caccia di visibilità mediatica e sempre pronti a mettere in guardia da qualcosa: improvvisamente vedono l'inflazione come il pericolo più forte e incombente del momento. E così facendo forniscono agli operatori dei mercati finanziari un assist per iniziare fin da ora a lamentarsi, in modo da

dissuadere i banchieri centrali dal riporre il bazooka monetario nell'armadio. Eppure proprio una mossa del genere sarebbe molto più auspicabile rispetto a un'ulteriore e incondizionata distribuzione a pioggia di liquidità. La scorsa settimana abbiamo avuto modo di vedere il punto a cui siamo arrivati: una repentina impennata dei tassi ha messo i mercati quasi in ginocchio, per quanto il livello dei tassi stessi sia ancora follemente basso.

### Il ritorno del flagello

Sinceramente, ho perso il conto di quante inversioni dei tassi d'interesse siano state evocate a partire dalla crisi finanziaria. Ma la paura, si sa, è una cattiva consigliera sui mercati finanziari. La paura di una piccola ondata di ritorno dei prezzi è poi ridicola, se non addirittura penosa. A novembre 2018 i tassi d'interesse negli Stati Uniti si attestavano al 3,2% e le borse non sono crollate. Adesso invece vanno nel panico già con un 1,5%? Altrettanto incomprensibili appaiono i recenti sviluppi sul fronte valutario; ma, come sempre, tutto ruota attorno alle aspettative degli operatori di mercato. E oggi questi temono improvvisamente una forte fiammata dell'inflazione – anche e soprattutto perché qualche economista di grido e i rispettivi accoliti meno in vista rimanno esattamente in tale direzione. Attenzione: le stesse persone che cinque anni fa evocavano lo spettro della deflazione e imploravano i banchieri centrali di «allentare» tutto il possibile, temono ora che la situazione sfugga di mano. Tali timori sono motivati con gli effetti della pandemia e con l'enorme programma congiunturale che l'amministrazione Biden intende varare negli Stati Uniti. Dei circa USD 1900 miliardi stanziati, USD 600 miliardi sono previsti come aiuti diretti per le famiglie, inclusi assegni di assistenza di USD 1500 per persona. USD 400 miliardi sono poi destinati ai nuclei familiari più esposti ai dissetti finanziari, ad esempio attraverso il potenziamento dei sussidi di disoccupazione. USD 150 miliardi andranno prevedibilmente alle aziende in difficoltà a causa della pandemia, mentre il resto servirà soprattutto per il contenimento del COVID-19, segnatamente per le vaccinazioni e per il sostegno finanziario a favore degli Stati federali. Ebbene, i falchi dell'inflazione temono ora che questo programma sia troppo generoso e che l'economia possa quindi surriscaldarsi. Già si parla di diffusione a macchia d'olio del rincaro e i media portano questa retorica agli estremi. La rivista settimanale tedesca Der Spiegel intitola: «Il ritorno del flagello», dove per flagello si intende appunto l'inflazione.

### Casi straordinari ed effetti di base

Indubbiamente l'inflazione negli Stati Uniti è destinata a crescere, ma i motivi alla base di tale dinamica sono del tutto innocui e non rappresentano un cambiamento paradigmatico da prendere sul serio. Poco più di un anno fa il petrolio era quasi «gratis», mentre nel frattempo il suo prezzo è raddoppiato. Anche i prezzi dei metalli in-

# Non esageriamo

dustriali come rame o alluminio hanno messo a segno poderosi rialzi. E lo stesso vale per soia, cotone o zucchero: sul mercato delle materie prime è imperante un clima di grande fermento, anche se nella maggior parte dei casi si tratta perlopiù di correzioni rispetto alla pioggia di vendite causate dal COVID-19. Abbiamo quindi a che fare con effetti di base e/o speculazioni, e nulla più. Il tasso d'inflazione di fondo, ovvero al netto di materie prime e prodotti stagionali notoriamente più volatili, rimane su bassissimi livelli, almeno nelle economie sviluppate. In Germania la scadenza delle aliquote straordinarie introdotte lo scorso anno per l'IVA comporterà inevitabilmente un certo rialzo dei prezzi; ma credere che questa dinamica si ripercuoterà pesantemente sui consumi attualmente in ripresa rappresenta un approccio quantomeno semplicistico – tanto più che nel commercio al dettaglio la normalità è perlopiù rappresentata dalle guerre di prezzi al ribasso e non da repentina aumenti. Ci sarebbe poi la domanda accumulata di beni di consumo, molto probabilmente destinata a «scaricarsi», per quanto non in maniera duratura bensì come fenomeno una tantum. E i premi di rottamazione ringraziano! Prima che la spirale inflazionistica prezzi-salari (se si vuole, l'unico potenziale flagello da considerare seriamente, come afferma *Der Spiegel*) inizi a turbinare, sono necessari vari altri ingredienti di cui attualmente non vedo traccia all'orizzonte. La globalizzazione sta già tornando a prendere piede e nelle dinamiche di concorrenza globale il prezzo, soprattutto per i beni di consumo, resta sempre il fattore numero uno che traccia il solco di demarcazione tra successo e insuccesso. Inoltre la saturazione dei consumi in molte economie mature, dettata da motivi demografici, sembra indicare non tanto un'impennata duratura dei consumi quanto solamente un effetto di recupero, il quale non dovrebbe stressare così tanto le capacità produttive da rendere inevitabile una spirale di aumento dei prezzi. In fondo il motore del commercio mondiale è corre a giri elevati – basti ricordare i massicci tagli fiscali subiti dopo l'insediamento di Donald Trump. Si trattava di un programma congiunturale prociclico come raramente attuato in precedenza nella storia, eppure l'inflazione è rimasta su bassi livelli. Perché dunque l'inflazione dovrebbe iniziare a correre proprio adesso, tanto più che la situazione sul mercato del lavoro è ancora tesa e le prospettive appaiono offuscate, per quanto in misura minore rispetto a un anno fa grazie ai vaccini?

### Soltanto i tassi d'interesse bassi generano un clima d'euforia

I fautori dell'inflazione puntano su una combinazione di fattori: la politica monetaria ultraespansiva, che da dieci anni è la nuova normalità, ha causato un'«inflazione del prezzo degli asset» di portata unica e straordinaria e niente di più, sebbene i manuali di economia insegnino altrimenti. E ora ha causato anche una politica fiscale ultraespansiva. Questa concorrenza di cause deve neces-

sariamente generare un balzo dei prezzi, destinato a finire presto fuori controllo, in quanto qualsiasi altro scenario contraddirà le dottrine correnti. Ma se questo impulso fiscale (oltre all'effetto di recupero, peraltro una tantum, descritto in precedenza) recasse giovemento in ultima analisi soltanto ai mercati finanziari? Le «drama queen» sapevano bene che, almeno direttamente, la politica monetaria avrebbe potuto fare soltanto ben poco contro la pandemia. Per questo la scorsa primavera hanno detto garbatamente «grazie» quando i governi si sono lasciati trascinare in spese incontrollabili. Ha così preso il via un rally sfrenato dei corsi borsistici, durante il quale i rischi d'inflazione sono stati completamente trascurati. Adesso invece basta un aumento anche minimo dei tassi perché i piagnistei ricomincino da capo. Il vero messaggio lanciato dai mercati non è tanto «temiamo che l'inflazione possa finire fuori controllo», quanto piuttosto «care banche centrali, non rovinateci la festa e mantenevi bassi i tassi a qualsiasi costo».

**Martin Neff, Economista capo di Raiffeisen**

# Non esageriamo

## **Importanti note legali**

### **Esclusione di offerta**

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non costituiscono dunque né un'offerta agli effetti di legge né un invito o una raccomandazione all'acquisto, ovvero alla vendita, di strumenti di investimento. La presente pubblicazione non rappresenta né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. A causa delle restrizioni legali in singoli paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trovi in un paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione sia soggetta a limitazioni.

La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'investitore una consulenza in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza Clientela privata e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

### **Esclusione di responsabilità**

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari.

### **Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria**

La presente pubblicazione non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non trovano pertanto applicazione in questa pubblicazione.