

Stagflazione e Riccioli d'oro

L'irrefrenabile cavalcata dei mercati finanziari e degli asset a rischio ha segnato una significativa frenata a settembre, il peggior mese dall'inizio della pandemia. La narrativa di mercati effervescenti, da *Goldilocks* (Riccioli d'oro), impermeabile a qualsiasi segnale di pericolo, si arricchisce di un nuovo racconto che ha come protagonisti l'inflazione, con l'aumento dei prezzi dell'energia, e la frenata della crescita. Un termine da tempo sparito dal vocabolario degli economisti è improvvisamente tornato di moda: "stagflazione". Tra le voci autorevoli che hanno rievocato con preoccupazione quella fase degli anni '70, caratterizzata da due crisi del petrolio, da forti aumenti dei prezzi dell'energia e dei generi alimentari e dalla conseguente paralisi della crescita economica, c'è anche quella di Jerome H. Powell. L'indice faro delle borse mondiali, lo S&P, si è contratto del 5,8% a settembre, anche se con un incremento del 1,7% nel trimestre. Pure l'Europa ha reagito male: -3,8% per l'Eurostoxx nel mese e -0,5% nel trimestre, mentre lo svizzero SMI ha segnato

addirittura un -6,65% (-2,9% nel trimestre). In media, comunque, i principali indici mondiali registrano performance positive di oltre il 10% da inizio anno. Il mese di settembre rappresenta quindi la fine di un ciclo di crescita per le borse e gli asset a rischio o si tratta di una salutare correzione che può permettere a chi era restato fuori dal mercato di entrare? L'ignoranza sul futuro può essere solo in parte mitigata dalla razionalizzazione di alcuni aspetti del presente e del passato che si presume abbiano rilevanza: questo operare è alla base di ciò che comunque resta un'opinione. Gli elementi significativi da considerare sono: l'andamento della pandemia, i suoi influssi sulla crescita e quindi l'inflazione, l'occupazione, la politica delle banche centrali (liquidità sui mercati), i debiti pubblici e la transizione energetica.

La lotta alla variante Delta del COVID-19 ha alimentato l'incertezza nell'economia globale contribuendo a frenare la crescita. È probabile che questo tema resti importante anche nel quarto trimestre. L'aumento delle persone vaccinate

dovrebbe però evitare veri e propri *lockdown*. In questo contesto d'incertezza è possibile che i colli di bottiglia che si sono creati nell'offerta di alcuni prodotti e materie prime (semiconduttori ed energia) restino presenti così come la difficoltà di trovare personale. Questa situazione si riflette già nei sondaggi di settembre fra i direttori degli acquisti delle aziende industriali (PMI), che servono come traccia per anticipare la direzione del Prodotto interno lordo (PIL). I dati raccolti portano a concludere che la crescita dell'economia globale sta gradualmente rallentando in molti paesi, pur restando in zona d'espansione: globalmente, però, l'indicatore è rimasto fermo tra agosto e settembre perché la crescita americana, indiana, brasiliana e della Corea del Sud ha sostanzialmente bilanciato la crisi cinese. Ma la causa della frenata si trova soprattutto dal lato dell'offerta e non della domanda. Sebbene gli ordini alle aziende restino sostenuti, si allungano i tempi di consegna, aumentano i prezzi dei prodotti e in alcuni settori è anche difficile trovare manodopera adeguata. Gli effetti si riflettono subito sull'inflazione. Nell'eurozona i prezzi sono aumentati del 3,4% nelle stime di settembre, rispetto al 3% del mese prima toccando il massimo

dal 2008. Negli Stati Uniti ci si aspetta un'inflazione annua del 4,2%. Ciò ha obbligato Jerome Powell a dichiarare, davanti alla Commissione bancaria del senato, il 21 settembre, che "mentre la riapertura continua, colli di bottiglia, assunzioni difficili e altri limiti possono essere più importanti di quanto anticipato, provocando rischi di aumento dell'inflazione".

Questa considerazione e la constatazione che "l'occupazione è ragionevolmente forte" hanno spinto i mercati a ritenere che le facilitazioni finanziarie (*Quantitative Easing*), cioè l'acquisto di 120 miliardi al mese di obbligazioni da parte della FED (quindi con parallela immissione di liquidità) potesse iniziare a ridursi molto prima del previsto, anticipando anche l'inizio dei rialzi dei tassi d'interesse: il rendimento del buono del tesoro decennale americano nel mese è salito da 1,3% a un massimo di 1,55% e quindi anche il dollaro si è rafforzato scendendo anche sotto 1,16 contro euro. A rendere lo scenario cupo per le borse ha contribuito l'aumento del costo dell'energia: il petrolio (*Brent*) da poco più di 70 dollari al barile si è portato a ridosso degli 80 dollari, mentre il prezzo del gas naturale si è rivalutato del

25%. Ecco quindi riuniti gli elementi per gridare il temuto termine “stagflazione”.

In realtà i mercati hanno probabilmente dato meno peso ad un'altra affermazione di Powell e cioè che “la forte crescita dell'economia continuerà anche quest'anno, anche se alcuni settori sono stati rallentati dalla variante Delta”. Il messaggio di fondo resta che il *tapering* (restringimento delle condizioni monetarie) può avvenire solo a condizione di avere un'economia che cresca più dell'inflazione. Questa considerazione è, con sensibilità diverse, condivisa dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dalle principali banche centrali. Prendendo le stime dell'*Economist*, nel 2021 gli Stati Uniti cresceranno del 6% con un aumento dell'inflazione al 4,2% e tassi reali negativi (decennale all'1.5%), il PIL dell'Eurozona salirà del 4,8%, con un'inflazione del 3% e con tassi negativi sia nominali (-0,2%) che reali. Visto che la liquidità globale sui mercati è tuttora a livelli estremi ed è anche aumentata ad ottobre¹, è difficile, per ora, pensare ad un sostanziale cambio di direzione dei mercati. Nell'attuale

scenario sembra per lo meno prematuro parlare di “stagflazione”. Tatticamente, quindi, le correzioni sono ancora un'occasione di prudente d'acquisto.

Ma, come ha detto Powell a proposito degli aumenti di prezzi scaturiti dalle crisi petrolifere degli anni '70, allora, “quando gli effetti diretti sull'inflazione primaria si sono attenuati, l'inflazione di fondo (*core*) ha continuato ad essere costantemente più alta di prima. Un fattore che ha contribuito è stato il fatto che il pubblico si aspettava generalmente un'inflazione più elevata, questo è uno dei motivi per cui ora monitoriamo le aspettative d'inflazione con tanta attenzione”². Ma, se guardiamo i *forward* (le aspettative) sull'inflazione a 5 anni negli Stati Uniti, il tasso è al 2,47% e a 10 anni è addirittura inferiore (2.41%); mentre in Europa siamo a rispettivamente 1,79% e 2,07%. I segnali d'indebolimento della crescita e di aumento dell'inflazione di settembre sono, per ora, ancora legati ad una fase di assestamento. I *Quantitative Easing*, che nel 2008 erano stati concepiti per salvare il sistema finanziario, sono ora chiaramente lo strumento per finanziare la

¹ Edward Yardeni, Debbie Johnson, Mali Quintana, *Global Economic Briefing: Global liquidity*, 30 settembre 2021, p. 1.

² Jerome H. Powell, *Monetary Policy in an Uneven Economy*, economic symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 agosto 2021.

digitalizzazione e la transizione energetica.

Ma l'improvviso aumento del prezzo del petrolio e, soprattutto del gas, ha messo in luce un aspetto finora sottovalutato dai mercati. La transizione energetica sarà molto complessa. Gli investimenti devono concentrarsi sulle nuove energie, ma per ora la loro capacità prospettica è insufficiente a sostenere un mondo completamente elettrificato. O si trovano presto nuove strade o si rischiano frequenti *black-out* nei prossimi anni, quando le auto saranno prevalentemente elettriche, e gli investimenti in infrastrutture (con relativo aumento della domanda d'energia) produrranno gli effetti di sostegno alla crescita. È a questo livello che i mercati potrebbero rivedere le aspettative d'inflazione, mettendo veramente in difficoltà le banche centrali che dovrebbero valutare in maniera diversa anche il fardello di debiti accumulati in questi anni. Ma se guardiamo al quarto trimestre del 2021, vedremo assestamenti che produrranno ancora volatilità probabilmente ad ottobre. Ma poi, un chiarimento da parte della Federal Reserve, risolutezza sul caso Evergrande in Cina, e l'inaugurazione della fase d'investimenti in infrastrutture,

dovrebbero sostenere i mercati con economie ancora in crescita e aspettative d'inflazione sotto parziale controllo. È probabilmente finita la fase da *Goldilock*, ma non siamo in una traiettoria di stagflazione. Almeno nei prossimi tre mesi, salvo incidenti di percorso che, dagli attuali livelli, non si possono escludere a priori.