

APPROFONDIMENTI E PROSPETTIVE SULL'INFLAZIONE

Comitato Obbligazionario

I driver dell'inflazione sono molteplici e complessi. Includono forze economiche e politiche globali e nazionali. Nel Gruppo Azimut, abbiamo frequenti interazioni sull'approccio strategico all'inflazione. Abbiamo deciso di riportare una di queste discussioni, sottoforma di commento da parte di alcuni dei nostri gestori, con l'obiettivo di evidenziare le diverse prospettive su questo importante argomento. Di seguito una breve sintesi del nostro pensiero.

Questa volta è davvero diverso?

Riteniamo che l'uso diffuso della politica fiscale a sostegno dell'economia possa, se prolungato, avere conseguenze inflazionistiche nel medio / lungo termine. La debolezza macroeconomica di molte delle principali economie costringerà i governi a firmare pacchetti di stimoli aggiuntivi che offrano ulteriore sostegno ai privati cittadini e alle imprese mediante misure come i programmi di licenziamento e le indennità di disoccupazione. Ne stiamo già vedendo le prove in diversi paesi europei (Spagna, Germania) e riteniamo che gli Stati Uniti avrebbero già seguito l'esempio se i negoziati sulla prossima tranche di stimolo fiscale non fossero stati così vicini alla data delle elezioni presidenziali. A nostro avviso, una differenza fondamentale tra la politica monetaria e la politica fiscale è che quest'ultima, se implementata nella forma che abbiamo visto negli ultimi mesi - ovvero gli esborsi diretti di cassa - rischia di innescare un aumento della velocità del denaro, sostenendo l'inflazione. Ci aspettiamo che questa dinamica inflazionistica ottenga più trazione negli Stati Uniti (e nel Regno Unito) che nell'Eurozona.

Vale la pena notare che alcune delle condizioni che hanno storicamente portato a pressioni inflazionistiche stanno probabilmente prendendo forma, almeno negli Stati Uniti e sono:

- Bolle di mercato (NASDAQ)
- Le banche centrali iniettano pesantemente liquidità nel sistema
- Protezionismo (catena di approvvigionamento / inflazione dei costi)
- Debito (i paesi devono aggiungere debito al debito per stimolare l'economia)

Detto questo, per il breve periodo, non siamo particolarmente preoccupati per un aumento significativo dell'inflazione, poiché tassi di disoccupazione più elevati combinati con prezzi delle materie prime energetiche ben al di sotto dei livelli pre-Covid attenueranno l'emergere di pressioni inflazionistiche.

Il nostro scenario di base può cambiare a seconda degli sviluppi relativi al Covid, dell'andamento generale delle economie e della reazione dei governi al corso degli eventi.

Pensieri aggiuntivi:

1) Componenti diversi raccontano una storia diversa:

Guardando agli ultimi dieci anni, alcuni componenti dell'indice dei prezzi al consumo degli Stati Uniti hanno mostrato una tendenza al rialzo costante (tabacco, cure mediche, affitti, bevande alcoliche), mentre altri hanno registrato una tendenza al ribasso o erano piatti (benzina, gas, auto usate e camion, cibo).

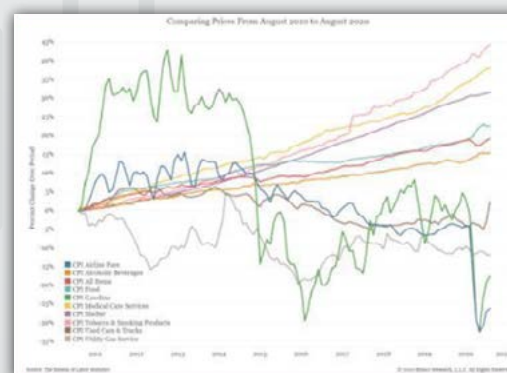
2) I tassi di cambio sono importanti:

Come abbiamo visto nelle ultime settimane, un euro più forte ha contribuito al dato debole sui prezzi al consumo di agosto per l'Eurozona, mentre i paesi la cui valuta è rimasta ben al di sotto dei livelli pre-Covid stanno mostrando una ripresa dell'inflazione (es: MXN).

3) Il mercato sta inviando messaggi contrastanti: guardando gli Stati Uniti, diversi indicatori sembrano puntare in direzioni diverse. L'indice CPI degli Stati Uniti è "appena" all'1,3%, ma la componente dei prezzi pagati dell'indice manifatturiero ISM è ai livelli più alti dal 2018 e l'indagine sui consumatori della Fed della NY vede un'aspettativa di inflazione mediana a 1 anno al 3%.



Giovanni Matteucci
Portfolio Manager
LUGANO



Fonte, The Bureau of Labor Statistics



In assenza di politiche mirate alla redistribuzione del reddito alla parte più povera della popolazione, difficilmente assisteremo al ritorno dell'inflazione, dato che la ricchezza finirà sempre nel risparmio e nella riduzione del debito.



Fonte, Survey of Consumer Finances and Financial Accounts of the United States

In generale, la velocità di circolazione della moneta inizia ad aumentare dopo che una recessione è finita e quando viene ripristinata la fiducia dei consumatori. Tuttavia, dal 2007 in poi, si è assistito ad una situazione opposta, il che significa che i consumatori e le aziende continuano a trattenere denaro invece di spenderlo. Questo comportamento, che riflette anche un calo dell'inflazione, suggerisce che la fiducia nella ripresa è ancora bassa. Quando la fiducia sarà ripristinata, dovremmo aspettarci di vedere un rimbalzo nella velocità di circolazione della moneta e quindi dell'inflazione.

Durante le recessioni (mostrate da barre grigie nel grafico sotto), la velocità di circolazione della moneta tende a diminuire, poiché il numero di transazioni nell'economia diminuisce. I consumatori risparmiano di più e le aziende investono di meno, ovvero accumulano denaro invece di spenderlo. Come mostra il grafico, questo è stato il caso durante la crisi della "bolla dot-com" del 2001 e più recentemente durante la crisi finanziaria del 2007.



Fonte, Federal Reserve Bank of St. Louis

È in qualche modo intuitivo guardare indietro alla crisi finanziaria globale del 2008 per vedere come saranno le prospettive per l'inflazione in un mondo post-pandemico. Tuttavia, riteniamo che la situazione attuale in Cina sia molto diversa da quella del 2008.

La crisi finanziaria globale ha portato con sé un massiccio stimolo fiscale (dell'ordine di 400 miliardi di dollari di progetti infrastrutturali) unito a uno stimolo monetario aggressivo. Questa volta lo stimolo fiscale in Cina è stato abbastanza attenuato, e la politica monetaria ancora di più (solo due tagli dei tassi per un totale di 30 punti base). Quindi per il momento è improbabile che assisteremo a grandi picchi nell'accelerazione dell'inflazione, come si è visto nel 2010 e nel 2011 (che sono stati guidati dalla forte domanda del governo), questa volta proprio per la mancanza di stimoli fiscali significativi.

Tuttavia, è da notare che quest'anno l'impatto sull'offerta è stato di breve durata e molte chiusure sono state di natura temporanea, mentre nel 2008/2009 molte fabbriche/attività sono state chiuse definitivamente. Detto questo, con la domanda non così colpita come nel 2008, ma con allo stesso tempo un'offerta fortemente ridimensionata (meno che nel 2008, ma con un numero di attività chiuse in modo definitivo), stiamo assistendo a sacche di inflazione. Lo abbiamo visto nel settore dei trasporti, nel settore della ristorazione e in alcune aree manifatturiere dove una normalizzazione della domanda non è stata accompagnata da una normalizzazione dell'offerta, situazione che ha generato pressioni al rialzo sui prezzi.

Siamo dell'opinione che due fattori saranno cruciali per determinare se questa inflazione rimarrà strutturale o passeggera:

- (i) se la domanda resterà sempre a questi livelli o subirà ulteriori scossoni (legati al Covid),
- (ii) la flessibilità aziendale / facilità di fare affari in un paese: fintanto che è facile avviare o riavviare una nuova attività, l'offerta alla fine raggiungerà la domanda, normalizzando i prezzi. A questo proposito crediamo che questa temporanea inflazione guidata dall'offerta che svanisce sia destinata ad affievolirsi in paesi come gli Stati Uniti e la Cina, dove il livello di dinamismo delle imprese è piuttosto elevato.

Questo purtroppo non può essere detto per tutti i paesi e temiamo che ci sia una reale possibilità che alcuni paesi vedano una domanda che può tornare a deprimersi, abbinata a prezzi in aumento per le restrizioni dal lato dell'offerta per un periodo di tempo più lungo.



Chiara Roccaro
Senior Portfolio Manager
MILANO



Stefano Chao
CIO, Senior Portfolio Manager
SHANGHAI





Fonte, Bloomberg.



Nicolò Bocchin
Senior Portfolio Manager,
Head of Fixed Income
LUSSEMBURGO

Penso che i driver e il concetto di inflazione siano cambiati in modo significativo, in un mondo che è passato gradualmente dalla produzione manifatturiera allo sviluppo della componente dei servizi, insieme all'evoluzione delle abitudini di consumo; normale quindi che l'analisi e le prospettive non siano così semplici ed immediate.

Mi piace comunque assumere una prospettiva leggermente diversa, nel senso che il prezzo delle **materie prime**, il livello di utilizzo della **capacità produttiva** e le **scorte** hanno ancora un'influenza sulla valutazione della direzione dell'inflazione indipendentemente dalla "diluizione" creata da altri nuovi fattori "virtuali".

Penso che siamo tutti d'accordo sul fatto che i numeri dell'inflazione nei prossimi mesi non saranno sorprendenti, e che stiamo vivendo una dura recessione, senza precedenti storici, che ha abbattuto tutti questi elementi. Possiamo anche dire che in base a quanto accaduto nelle precedenti recessioni, ci vogliono circa 2 anni per ristabilire l'ambiente che le ha precedute. Ciò che potrebbe essere diverso stavolta è la componente delle materie prime: la forte riduzione degli investimenti in ogni settore ormai da anni, esacerbato dai grandi cambiamenti tecnologici, ha probabilmente riequilibrato il lato dell'offerta abbastanza da generare un ambiente in cui l'inflazione potrebbe essere superiore al previsto, una volta che la domanda ritorna a livelli pre-Covid. La ricostituzione delle scorte, non ancora manifestatasi, in un contesto in cui l'inflazione è già superiore a quella del 2009, potrebbe essere il fattore inatteso che porterebbe nuove pressioni inflattive.

Il presente documento è stato redatto da Azimut Investments S.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. Azimut Investments S.A. non assume alcuna responsabilità in merito all'effettiva correttezza dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento, pertanto, nessuna responsabilità può essere imputata ad Azimut Investments S.A. per omissioni, imprecisioni, errori eventualmente riscontrabili. I dati e le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Investments S.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Investments S.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Investments S.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.

