

L'intervento

Il ritorno (fantasma) dell'inflazione

I mercati scommettono sulla nuova America. I tassi d'interesse salgono. Ma fino a quando?

di MARCELLO MINENNA

Sui mercati in molti avevano indossato l'elmetto in attesa del risultato delle elezioni Usa. Nonostante i sondaggi a senso unico stavolta la finanza non aveva abboccato all'amo (Brexit docet) e si era protetta da un possibile risultato a sorpresa.

Il crollo tanto temuto dunque non c'è stato, ma i mercati hanno saputo comunque stupire, effettuando uno dei più grandi trasferimenti tra attività finanziarie della storia: in poco più di 48 ore in tutto il mondo quasi 500 miliardi di dollari si sono spostati dalle obbligazioni verso il comparto azionario. Risultato: un'impennata massiccia dei tassi di interesse sui titoli di Stato e le obbligazioni corporate, con gli indici azionari alle stelle. I tassi Usa a 30 anni hanno toccato il 3%, raggiungendo paradossalmente l'obiettivo della Fed di lungo periodo. Anche in Europa i tassi sono in forte crescita; ne risente di più il Btp che sconta l'effetto referendum ed la situazione precaria del sistema bancario, con il decennale a 10 anni stabilmente oltre il 2%.

Qual è il motivo di questa improvvisa riallocazione di ricchezza? Come accade spesso in ambito finanziario, il consenso degli analisti sull'andamento dell'inflazione globale è cambiato radicalmente. Nelle aspettative generali, l'amministrazione Trump dovrebbe imprimere una sterzata alla politica economica Usa, effettuando un'espansione fiscale massiccia. In primis, attraverso investimenti infrastrutturali per 1.000 miliardi di dollari in 8 anni finanziati in parte con fondi privati, successivamente con un taglio generalizzato delle aliquote fiscali. Prevedibilmente il debito Usa aumenterà, ma non sarebbe una novità, visto che sotto l'amministrazione Obama è aumentato dal 76% al 104,5% del Pil. Inoltre gli operatori si attendono una crescita dei salari del settore manifatturiero, soprattutto se Trump dovesse contrastare (come afferma oggi) l'immigrazione clandestina che tende a comprimere i compensi dei lavoratori non specializzati.

Tutto ciò cospirerebbe a favore di un rialzo tendenziale dell'inflazione, e quindi dei tassi di interesse, almeno negli Usa. Ma è sufficiente a giustificare questo terremoto finanziario? Ne dubito fortemente.

Se guardiamo ai fondamentali, è difficile che l'inflazione globale possa rialzare la testa. Il prezzo del petrolio è ancora inchiodato sotto i 45 dollari; tutti i tentativi di «rianimarli» sono falliti, e l'attuale negoziato tra le nazioni Opec per ottenere un simbolico congelamento della produzione non promette bene.

La Cina continua ad arrancare, mentre lo yuan sta accelerando il suo percorso di svalutazione; se il principale produttore mondiale di merci vende a prezzi decrescenti trasmette «impulsi» deflazionistici ai suoi principali partner commerciali. In Europa la ripresa è incagliata, soprattutto in Italia e Francia nonostante i dati timidamente positivi del 3°

trimestre. Non a caso il dato nazionale di ottobre sull'andamento dei prezzi è molto negativo, -0,2%. Difficile che da soli gli Usa possano ribaltare queste tendenze strutturali dell'economia globale.

Tuttavia, al momento i mercati finanziari sono pilotati dalle aspettative ed hanno avviato un «gioco» di compravendita che è in grado di autosostenersi per un po' dimenticandosi della realtà: si tratta dei cosiddetti *reflation trades*. In parole semplici, gli operatori scommettono sulla salita dell'inflazione, vendendo obbligazioni e comprando azioni. Questo fa scendere i prezzi dei bond (che erano comunque alle stelle) e ne fa salire i rendimenti; allo stesso tempo salgono anche i prezzi delle azioni. Vendendo le azioni si ricomprano poi i bond a prezzo più basso incassando un profitto. Se il clima sui mercati è ancora favorevole, il ciclo ricomincia. Più operatori ci credono meglio è: il *trend* si rafforza ed il *reflation trade* comporta meno rischi.

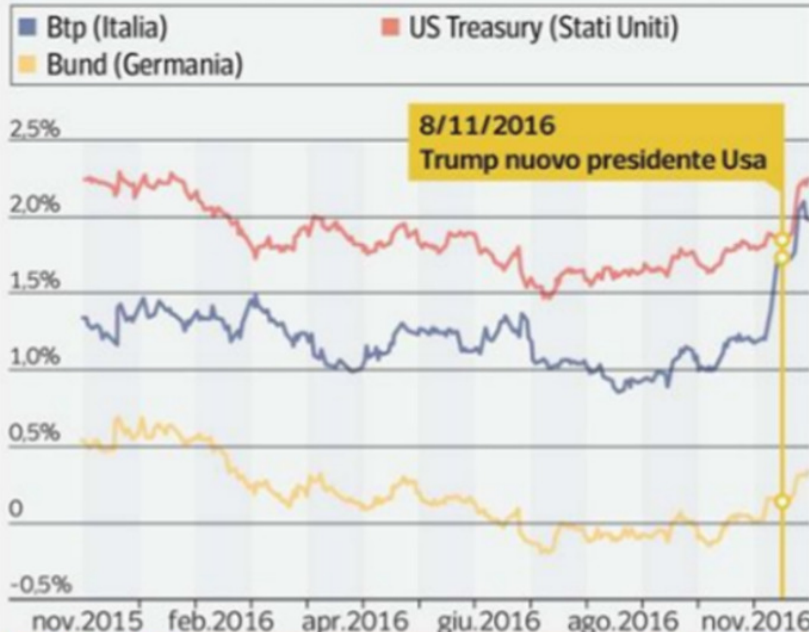
Quanto può durare? Considerato che negli Usa ci saranno 3 mesi di transizione politica senza spunti concreti, i mercati potrebbero continuare a credere al rientro in grande stile dell'inflazione e di tassi di interesse più alti almeno fino a febbraio, forse oltre. D'altronde la «grande illusione» della parità dei tassi di interesse all'interno dell'Eurozona è durata per oltre 10 anni, fino al brusco risveglio della crisi finanziaria del 2008. In quel caso a garantire l'assenza di *spread* tra i titoli governativi c'era un altro gioco di compravendita, i *convergence trades*, che garantiva profitti quasi privi di rischio. Si vendevano a termine i titoli dei Paesi core e si compravano quelli dei Paesi periferici, con la convinzione che il prezzo si sarebbe parificato nel lungo termine, dato che l'euro avrebbe reso i membri dell'unione monetaria «tutti uguali».

Una strana convinzione, a ben vedersi. Ma si sa, i mercati spesso ragionano così.



Noi & gli altri

Andamento dei tassi di rendimento di alcuni titoli di Stato a 10 anni



Fonte: Bloomberg

centimetri