



FCHub
Financial Community Hub

FEBBRAIO 2022

2

In Filigrana

di Giuseppe G. Santorsola

Cash, bond e stock: l'inflazione cambia lo scenario

I mercati finanziari presentano condizioni non abituali su questi tre fronti. Riflessioni su come affrontare la navigazione

Giuseppe Guglielmo Santorsola



L'argomento che suscita interesse e preoccupazione crescente non solo nell'ambito economico è certamente quello relativo al ripresentarsi del fenomeno dell'inflazione. L'ultima sua manifestazione risale a circa 50 anni fa e corrisponde, a livello personale, agli anni in cui decidevo

l'argomento della mia tesi che analizzò la pianificazione finanziaria in condizioni di inflazione. In realtà, vi sono state altre congiunture più brevi (1979, 1992 e 2009) in cui vi furono momenti di crescita dei prezzi che furono governati e superati senza incidere in modo determinante sulle condizioni macroeconomiche complessive.

La domanda che tutti si pongono è se si tratti di una fiammata o di una ripresentazione strutturale del fenomeno. Le condizioni di partenza peraltro sono diverse, perché non si era mai manifestato un periodo così prolungato di bassi tassi d'inflazione, con momenti anche del raro evento della deflazione. Partendo da un livello molto basso, modifiche contenute suscitano comunque preoccupazione per la loro misura incrementale. Il dibattito iniziale si concentrava infatti sulla effettività del fenomeno quando i livelli assoluti erano comunque bassi e il sentiment del mercato restava anche positivo, un elemento psicologico e comportamentale di notevole rilevanza.

L'origine della salita del fenomeno era certamente legata al movimento di alcuni prezzi di materie prime e alla scarsità di alcuni beni la cui movimentazione risultava frenata dai vincoli imposti dalle condizioni sanitarie connesse alla pandemia in corso. Sotteso a questo scenario misto micro-macro si staglia l'abbondante creazione di moneta generata dalle banche centrali per fronteggiare le conseguenze dei lockdown sociale e produttivo che avevano frenato PIL, consumi, produzione e circolazione usuale della moneta.

Da tempo numerosi contributi scientifici ed analisi avevano allertato sull'importanza di una corretta scelta del momento in cui interrompere od invertire questa scelta quando la moneta immessa nel sistema avesse smesso di fronteggiare problemi di backward looking e avesse potuto dirigersi in un'ottica forward looking. Le banche centrali hanno posposto le proprie scelte confidando nella capacità di controllare la congiuntura, basandosi sulla valutazione della loro forza dominante nella gestione della politica economica tramite la politica monetaria. Potrebbe risultare un errore di supponenza e di timing, accentuato dalla diversità di atteggiamento di FED e BCE, governatori di due monete che circolano in modo consistente anche al di fuori del loro perimetro di controllo e sono utilizzate per regolare scambi su commodities, energie e trasporti in tutto il mondo.

La combinazione pericolosa era quindi il sovrapporsi di alcuni beni critici scarsi, moneta abbondante e senza costi, domanda in forte ripresa partendo da basi basse. Il fenomeno inflazionistico segue notoriamente una logica di compounding caricando progressivamente effetti che possono sfuggire al controllo. Suggestivo è anche un altro effetto psico-comportamentale importante. Molti operatori economici desideravano da tempo di poter spingere al rialzo i propri prezzi che erano stati oggetto di sconti anche significativi durante il lungo periodo di deflazione e stagnazione al fine di sostenere la domanda. Non ultimo i principali intermediari finanziari hanno sofferto a lungo nello scenario di bassi tassi d'interesse connessi anche al basso tasso d'inflazione. I loro bilanci faticano a realizzare margini di intermediazione coerenti con i costi di gestione ordinaria e con i requisiti di solidità e stabilità.

Riconsiderando una celebre frase di Jeremy Irons nel film Margin Call, attualmente siamo "al dunque", al momento delle decisioni necessarie anche perché si vanno accavallando ulteriori preoccupazioni alimentatrici di tensioni sui prezzi: le tensioni geopolitiche e le divergenti prese di posizione a livello politico condizionate da fattori non economici.

- LA REAZIONE DEI MERCATI

I mercati finanziari presentano tre condizioni non abituali sia in sé separatamente che nell'insieme fra cash, bond e stock:

1. Il cash è molto abbondante, liberamente disponibile (ad esempio nei conti correnti) e risulta parcheggiato in attesa di opportunità o del superamento delle preoccupazioni legate alla pandemia;
2. I bond sono ai massimi possibili dei loro prezzi perché i tassi erano ai minimi; la volatilità non può che orientarsi verso il drawdown non appena i tassi di mercato si rialzano generando perdite considerevoli per i detentori su una massa enorme di decine di migliaia di miliardi in valute forti; una grande tentazione a vendere per liberarsi di asset con fair value in discesa prospettica;
3. Le stock sono con trend in salita di fatto dal 2009, un lasso di tempo mai verificatosi nei riscontri delle statistiche storiche disponibili; vero che buona parte del valore insito negli indici di Borsa corrisponde a società in forte crescita (growth) e non a quelle consolidate (value), ma ciò non esclude anche in questo caso la tentazione di realizzare plusvalenze, almeno per una parte di quanto disponibile.

Le prime avvisaglie si sono manifestate dall'inizio del 2022. Gli indici azionari a 1 e 3 mesi sono tutti in ribasso (con l'unica eccezione fra i principali dell'HansSeng a 1 mese). Il peggiore risultato è quello del NASDAQ (cioè quello con rialzo precedente maggiore). I mercati obbligazionari registrano cali dei prezzi, i tassi di rendimento non sono più negativi, nemmeno in Germania, sull'orizzonte decennale. Altri emittenti pagano il debito su orizzonti temporali anche più brevi; solo a titolo d'esempio e di potenziale preoccupazione, non sarà facile per la UE emettere i titoli legati al Next Gen a tasso zero come invece ipotizzato.

In altri termini:

1. Il sistema del classico portafoglio bilanciato azioni/obbligazioni si rileva poco funzionale così come la scelta a bilanciare nell'asset selection (il barbell approach utilizzato abbondantemente negli ultimi anni);
2. Le obbligazioni sono giudicate troppo costose, non generano domanda salvo rialzandone i tassi per cercare competitività con le azioni altrimenti facili vincitrici delle partite di mercato;
3. Le azioni sono troppo costose (forse non in tutti i segmenti e settori) e rischiano i citati drawdown con il rischio che il relativo recupero sia proporzionale alla lunghezza del rialzo;
4. In queste condizioni si paventa una notevole fragilità dei portafogli di investitori istituzionali e privati, in un contesto di forte finanziarizzazione della ricchezza.

Si interrompe in tal modo lo scenario di una relazione rischio/rendimento molto a favore del denominatore. Si inverte anche lo scenario prospettico: i titoli hanno reso più del loro valore intrinseco corrente durante la crisi economica del 2020, hanno proseguito durante il 2021 ed attualmente frenano mentre l'economia prosegue il suo recupero anche se con ritmi ovviamente più ridotti, senza suscitare ulteriori attese per i relativi strumenti finanziari di rischio.

L'attesa di tassi crescenti nel mercato obbligazionario non può compensare, anche per il forte controllo esercitato dalle Autorità Monetarie sul rialzo, per motivazioni comunque non contestabili in assoluto. Le perdite sui portafogli in essere inoltre (vista la massa in circolazione) risultano potenzialmente superiori rispetto alla prospettiva dell'incasso di cedole maggiori sulle nuove emissioni, ovviamente differite nel tempo.

La scelta di abbondante indebitamento presenta quindi il proprio conto, già esposto in passato e paventato da molti. Mi ero spinto in passato a considerare accettabile in termini concreti l'irragionevole ipotesi matematica dei tassi negativi, purché non durasse troppo a lungo. La matematica ha sempre ragione, una duration più lunga della scadenza dei titoli è fuori della logica

(salvo nei titoli reverse floater oggi inesistenti) e il rendimento negativo si rileva un tributo patrimoniale occulto per l'investitore. Anche volendo, tuttavia, la pandemia sanitaria ha costretto a continuare quella scelta, ricordando che, alla fine del 2019, si era ipotizzata una modifica di tale scelta.

Non dobbiamo peraltro giudicare un errore le soluzioni adottate nel recente passato quando avevano una ragione. Troppi eventi sono accaduti o si presentano oggi modificati e vanno affrontati con un "cassetto" degli strumenti profondamente modificato rispetto al passato. Inoltre, non si può lasciare solo alle Banche Centrali l'onere di gestire la situazione. Limiti legislativi, statutari e regolamentari non consentono (soprattutto nella UE) di appoggiarsi ad esse senza una politica economica attiva (e coordinata). Cito per ora solo il riferimento all'obiettivo statutario dell'inflazione intorno al 2%. Siamo al dunque?

I nostri partner

Siamo anche:

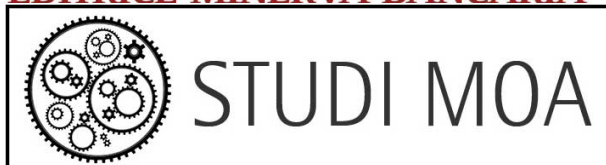


RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA



EDITRICE MINERVA BANCARIA



Copyright © 2020 FCHub – EMB