

OSSERVATORIO

# MERCATI

mediolanum BANCA

GIUGNO  
2022

# INDICE

## WHAT'S UP \_\_\_\_\_ 3

|  |   |
|--|---|
| I MERCATI AZIONARI TRABALLANO MA<br>NON MOLLANO _____            | 3 |
| RENDIMENTI GOVERNATIVI "ANCORATI" DALLE<br>BANCHE CENTRALI _____ | 3 |
| DOLLARO ANCORA DEBOLE, MATERIE PRIME<br>IN GRANDE SPOLVERO _____ | 4 |

## WHAT'S NEW \_\_\_\_\_ 5

|  |   |
|--|---|
| L'EUROPA SUI NASTRI DI PARTENZA: IL CONTRIBUTO<br>DELLA CAMPAGNA VACCINALE _____ | 5 |
| LO SCATTO DEGLI USA _____  | 5 |
| LA <i>DEFAILLANCE</i> DEI PAESI EMERGENTI _____                                  | 6 |
| GLI OSTACOLI SUL PERCORSO _____  | 6 |

## WHAT'S NEXT \_\_\_\_\_ 9

|   |    |
|---|----|
| L'ECONOMIA GLOBALE PROSEGUE IL SUO SPRINT _____                           | 9  |
| L'EQUILIBRISMO DELLE BANCHE CENTRALI _____                                | 9  |
| IL CAMBIO DI REGIME DEI GOVERNI SPINGE LE<br>RIVOLUZIONI DEL FUTURO _____ | 10 |
| RIFLESSIONI SUI MERCATI... _____  | 10 |

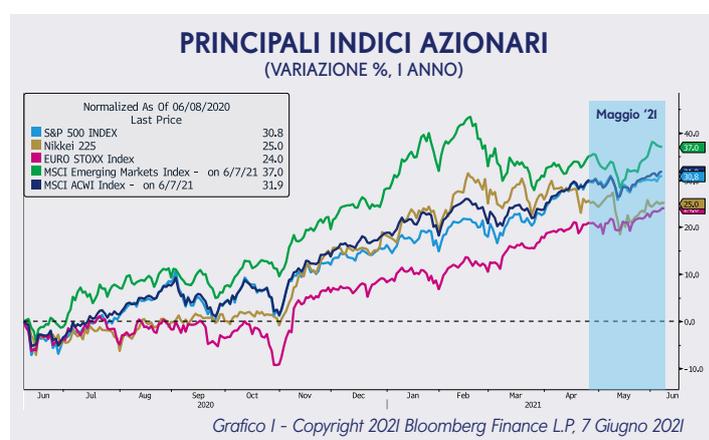
## IN CERCA DI UN CENTRO DI GRAVITÀ PERMANENTE \_\_\_\_\_ 12

# WHAT'S UP

Nel mese di maggio i mercati finanziari sono stati influenzati da forze molteplici e per certi versi contrapposte: da una parte i progressi nelle vaccinazioni e il rafforzamento del quadro economico nei Paesi Avanzati occidentali, in un contesto monetario e fiscale ancora ampiamente espansivo; dall'altra, le nuove recrudescenze pandemiche in Asia e Sud America e le crescenti pressioni inflazionistiche, che hanno alimentato il dibattito sulle future mosse delle Banche Centrali.

## I MERCATI AZIONARI TRABALLANO MA NON MOLLANO

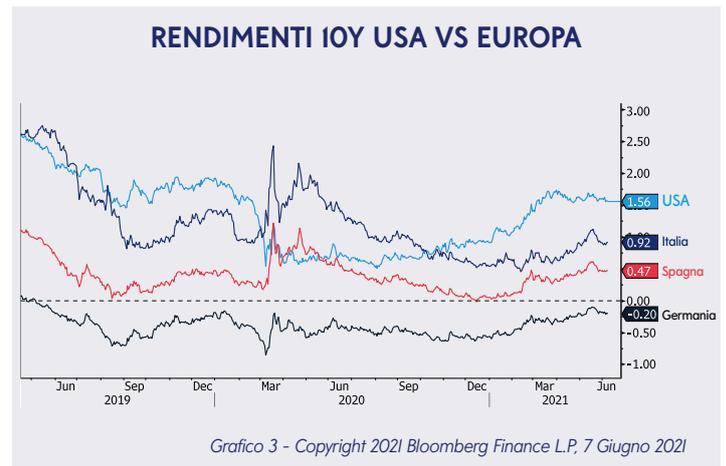
Ciò si è tradotto in un aumento di volatilità e in una leggera correzione sui mercati azionari nella prima parte del mese (*Grafico 1*), in particolare negli indici asiatici e statunitensi e, a livello settoriale, nella tecnologia e nel comparto *growth* in genere (più sensibile all'aumento dei tassi e con valutazioni mediamente più elevate). Relativamente schermata, invece, l'area europea, supportata dal più recente miglioramento del quadro sanitario ed economico e dalla sovraesposizione nei confronti dei settori *value*, come l'energia e i finanziari, che beneficiano nelle fasi di ripresa del ciclo economico, di rialzo delle materie prime e di irripidimento della curva dei tassi. Nella seconda parte del mese si è osservato tuttavia un generalizzato recupero, trainato soprattutto dall'area emergente e favorito anche dalle rassicurazioni della Fed e della BCE. La performance mensile è risultata di conseguenza positiva nella media globale (+1,6% l'indice MSCI All Country World), con i principali indici in prossimità dei massimi storici. Si consolidano così guadagni già molto rilevanti da inizio anno, che vedono confermata una sovraperformance dell'Europa e dei settori *value*, in controtendenza rispetto al 2020 (*Grafico 2*).



## RENDIMENTI GOVERNATIVI "ANCORATI" DALLE BANCHE CENTRALI

Per quanto concerne il mercato obbligazionario, stupisce in parte come, a fronte di un acceso dibattito sull'inflazione, i rendimenti governativi statunitensi siano rimasti ampiamente stabili, intorno al livello di 1,60% il decennale (*Grafico 3*), con movimenti molto limitati anche sul resto della curva. Ciò testimonia come il mercato assegni grande credibilità alle dichiarazioni di protratta cautela della Banca Centrale. Non solo, anche le aspettative di inflazione, che avevano registrato un significativo rialzo nella prima parte del mese, soprattutto sulle scadenze a breve termine, si sono successivamente stabilizzate: altro messaggio-chiave sull'efficacia della retorica della Fed, in questo caso relativamente alla capacità di mantenere ancorate le aspettative di medio-lungo termine.

Parzialmente diverso l'andamento dei rendimenti governativi dell'area euro (Grafico 3), che avevano registrato a inizio mese un nuovo aggiustamento verso l'alto, riflettendo, in ritardo rispetto agli USA, i progressi legati alla campagna vaccinale e alle riaperture. Successivamente, tuttavia, i commenti *dovish* di Lagarde e di altri esponenti BCE hanno frenato il movimento e fatto rientrare anche gli *spread* periferici, dopo un precedente moderato allargamento.



## DOLLARO ANCORA DEBOLE, MATERIE PRIME IN GRANDE SPOLVERO

Dal punto di vista valutario, è proseguito il trend di indebolimento del dollaro in atto da inizio aprile. La permanenza dei tassi reali USA su livelli molto bassi (data la combinazione di inflazione in aumento e politica monetaria ancora accomodante) e il contestuale recupero dei rendimenti europei, come appena descritto, ha comportato una riduzione del differenziale tra le due aree e favorito un'ulteriore risalita del cambio euro-dollaro da 1,20 di fine aprile a 1,22 di fine maggio, all'incirca i livelli di inizio anno (Grafico 4).

Il complesso delle materie prime rimane ben supportato dalla ripresa del ciclo economico globale, oltre che dall'aspettativa di un aumento strutturale della domanda di alcuni materiali nei prossimi anni per via della rivoluzione green (Grafico 5). Il prezzo del petrolio ha accelerato nelle ultime settimane, portandosi sopra i 70 dollari al barile per la prima volta dal 2019. Da segnalare il recupero anche dell'oro negli ultimi due mesi, legato in questo caso soprattutto all'aumento delle attese d'inflazione, data la sua tradizionale funzione di riserva di valore.



# WHAT'S NEW

## L'EUROPA SUI NASTRI DI PARTENZA: IL CONTRIBUTO DELLA CAMPAGNA VACCINALE

Il mese di maggio ha visto ulteriori progressi nel contenimento della pandemia nei Paesi occidentali, specialmente in Europa, dove la forte accelerazione della campagna vaccinale ha portato ad un calo di circa il 75% dei nuovi casi giornalieri (-70% in USA) e ad un notevole alleggerimento della pressione sui sistemi sanitari (*Grafici 6 e 9*). La conseguente rimozione di alcune restrizioni e la graduale reintroduzione di attività di aggregazione e di ristorazione hanno dato ulteriore impulso alla fiducia sia delle imprese che dei consumatori: gli indici PMI di maggio (*Grafico 7*) hanno registrato infatti un forte progresso nell'ambito dei servizi (da 50,5 a 55,2) ed una stabilizzazione del settore manifatturiero su livelli molto elevati (63,1 contro il 62,9 di aprile). Sicuramente hanno giovato le chiarite in merito all'attività turistica estiva, in primis la riattivazione della mobilità nazionale e internazionale anche tramite l'uso di nuovi permessi, come il "Green Pass" europeo.

### CASI GIORNALIERI OGNI MILIONE DI ABITANTI



Grafico 6 - Fonte: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

### IN EUROPA I SERVIZI SONO IN FORTE RECUPERO

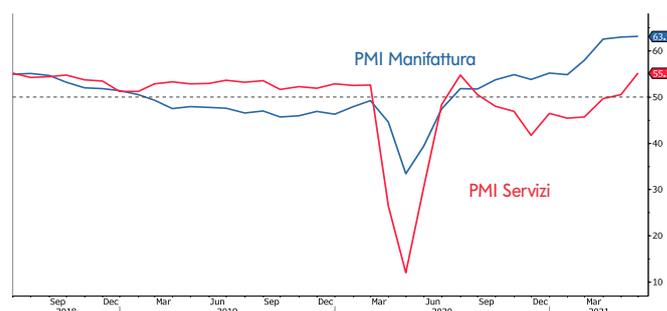


Grafico 7 - Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 7 Giugno 2021

## LO SCATTO DEGLI USA

Negli Stati Uniti, dopo il rimbalzo già registrato nel primo trimestre, prosegue la fase di rafforzamento dell'economia. I consumi privati continuano ad espandersi a buon ritmo, nonostante l'assestamento registrato dopo il balzo di marzo, che era stato "gonfiato" dall'arrivo dei primi sussidi fiscali del piano Biden. Prosegue inoltre il recupero produttivo, come evidenziato dalla crescita ad aprile della produzione industriale (+0,7% su base mensile) e degli ordini di beni durevoli (+1,0% esclusa la componente volatile dei trasporti). Anche negli USA gli indicatori anticipatori hanno continuato a migliorare, sia nel settore manifatturiero, con l'indice ISM di maggio (*Grafico 8*) in ulteriore rialzo a 61,2, sia, soprattutto, nel settore dei servizi, dove il dato record di 64,0 prelude a una stagione estiva in forte recupero nei settori più colpiti dalla pandemia.

### IL PERCORSO DI CRESCITA USA È SOLIDO



Grafico 8 - Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 7 Giugno 2021

## LA DEFAILLANCE DEI PAESI EMERGENTI

Situazione più complessa in altre aree del mondo, in particolare nei Paesi emergenti del Sud America e dell'Asia, complici la lentezza nelle vaccinazioni (*Grafici 6 e 9*) e la diffusione di varianti del virus caratterizzate da una maggior contagiosità. Quella "indiana", in particolare, sembra ormai in fase di remissione nel Paese di origine, ma si è al contempo diffusa anche in altri Paesi dell'area, che hanno conseguentemente introdotto alcune nuove misure restrittive: tra questi, Malesia, Taiwan e Giappone, dove sembra comunque confermato lo svolgimento dei Giochi Olimpici. Fortunatamente, tuttavia, secondo i primi studi, l'efficacia dei vaccini sembra garantita anche contro tale variante, soprattutto contro i sintomi gravi e dopo la somministrazione della seconda dose.

### PERCENTUALE ABITANTI VACCINATI CON ALMENO UNA DOSE

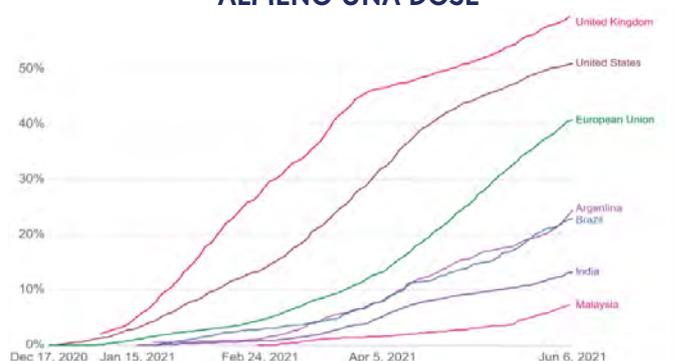


Grafico 9 - Fonte: Official data collated by Our World in Data

Le difficoltà sul fronte sanitario stanno chiaramente pesando sull'attività economica di tali Paesi, in particolare sulla domanda interna; ciononostante, il settore manifatturiero si sta confermando nel complesso resiliente, grazie anche al recupero della domanda globale e dell'export, con gli indici PMI (*Grafico 10*) stabili su livelli compatibili con un sentiment positivo. In Cina, principale attore economico dell'area, i dati continuano a segnalare una fase di espansione, pur nell'ambito di una naturale stabilizzazione della crescita, dopo il recupero già più che completo dalla crisi pandemica realizzato nei mesi passati. Le autorità cinesi hanno difatti intrapreso un processo di normalizzazione degli stimoli, come segnalato dall'espansione dell'offerta di moneta, tornata ai livelli pre-covid (+8,1% su base annua), volto ad evitare un surriscaldamento dell'economia e la creazione di "bolle" nel mercato, preservando la stabilità dei mercati finanziari e specialmente del settore del credito.

### NEI PAESI EMERGENTI ASPETTATIVE PIÙ DEBOLI, MA COMUNQUE RESILIENTI

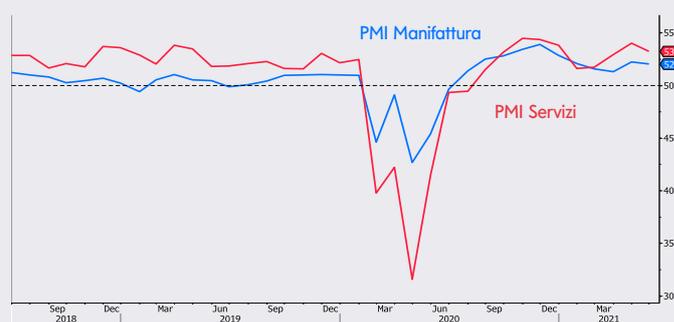


Grafico 10 - Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 7 Giugno 2021

## GLI OSTACOLI SUL PERCORSO

Il contesto di forte ripresa del ciclo economico globale appena descritto sta producendo del resto anche alcuni "effetti collaterali": sono sempre più evidenti, infatti, i segnali di squilibrio tra una domanda molto vivace dopo le riaperture (si parla addirittura di **revenge spending**, la "rivincita dei consumi") e un'offerta che invece in alcuni casi fatica a tenere il passo. Le aziende segnalano un forte allungamento dei tempi sia di approvvigionamento degli input produttivi che di evasione degli ordini, oltre a livelli molto bassi delle scorte in rapporto alle vendite e agli ordinativi, tutti sintomi della presenza di colli di bottiglia nelle catene di produzione (*Grafici 11 e 12*). Il fenomeno è evidente soprattutto negli USA, ma esteso in realtà a livello globale, ed è esacerbato dalla carenza di alcune materie prime e di altre componenti produttive:

### NEGLI USA IL RAPPORTO TRA SCORTE E VENDITE È AI MINIMI

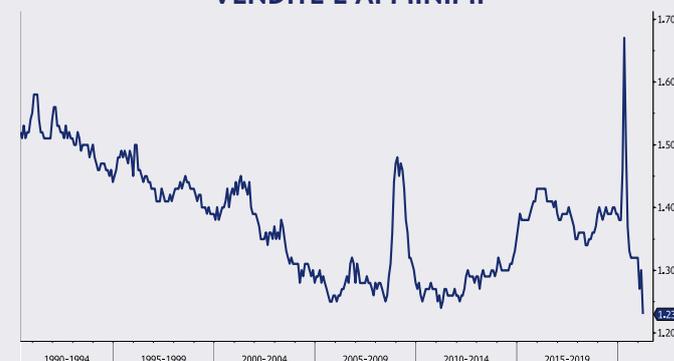
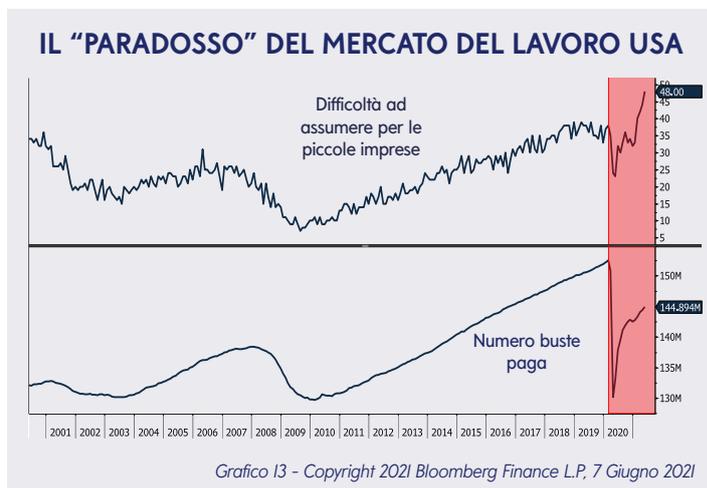
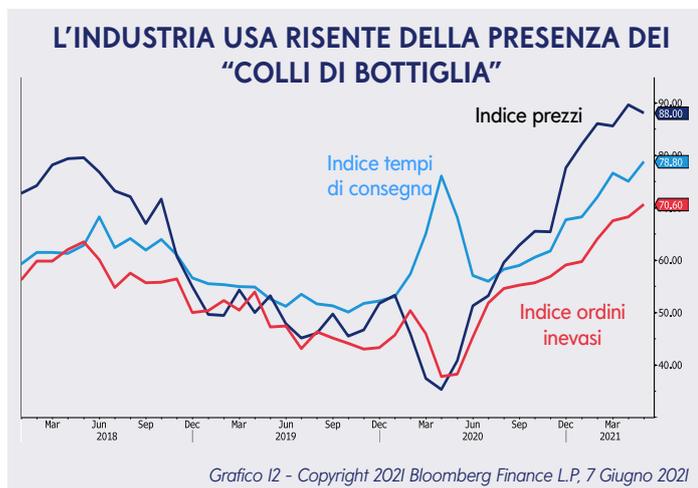


Grafico 11 - Copyright 2021 Bloomberg Finance L.P., 7 Giugno 2021

l'esempio più emblematico è sicuramente quello dei chip e dei semiconduttori, che sta limitando la capacità del settore *automotive* di soddisfare la domanda di nuovi autoveicoli.

Le imprese riportano inoltre una certa difficoltà nel reperire forza lavoro, il che sembrerebbe in netta contraddizione con il numero ancora basso di occupati rispetto ai livelli pre covid (*Grafico 13*) e aveva destato particolare sorpresa dopo i dati molto più deboli delle attese sulla creazione di nuovi posti di lavoro negli USA ad aprile. Nel mese di maggio il dato è migliorato, pur rimanendo sempre sotto le aspettative degli analisti (559 mila contro i 675 mila attesi).



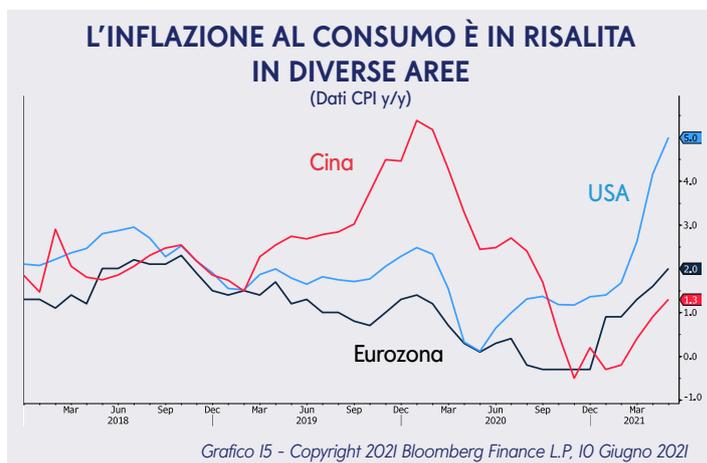
Questo paradosso può essere in realtà spiegato dalle distorsioni che l'uscita dalla pandemia porta con sé: la permanenza dei sussidi federali straordinari alla disoccupazione di 300 dollari a settimana può infatti rappresentare un disincentivo per il rientro sul posto di lavoro (non a caso più di 20 Stati hanno già iniziato a sospenderli), insieme ai possibili timori di contagio e alla carenza di strutture di assistenza per l'infanzia.

La presenza di queste "distorsioni" sta anche contribuendo ad aumentare le pressioni al rialzo sui prezzi e sui salari, come confermato dagli stessi sondaggi tra le imprese. La ripresa dell'inflazione è senza dubbio uno dei temi più dibattuti del momento, al quale abbiamo appositamente dedicato lo Speciale di questo mese, cui si rimanda per ogni approfondimento. Basti comunque segnalare che nell'ultimo periodo sia gli indici dei prezzi alla produzione (*Grafico 14*) che dei prezzi al consumo (*Grafico 15*) hanno registrato un significativo incremento, causato da diversi fattori, tra cui un notevole effetto base (dato dal confronto con i prezzi depressi di un anno fa), l'aumento dei prezzi dell'energia e di altre materie prime, oltre che il forte rimbalzo della domanda affiancato da "strozzature" sul lato dell'offerta, come descritto poc'anzi.



La brusca salita del CPI (Consumer Price Index) USA negli ultimi due mesi, che ha sorpreso con un +4,2% su base annua ad aprile, seguito addirittura da un +5,0% a maggio, è stata infatti causata da tutti questi fattori, incluso un balzo "anomalo" nel prezzo di alcuni beni specifici, tra cui veicoli usati, tratte aeree e altri servizi.

Situazione più stabile in Europa, dove, anche se con qualche eterogeneità tra Paesi, il dato CPI è pari a +2% su anno, con il dato core ancora più basso (+0,9%) segnale del peso rilevante che ha avuto la componente energetica. Le crescenti pressioni inflazionistiche hanno alimentato la discussione tra gli analisti circa la possibilità che la Fed possa

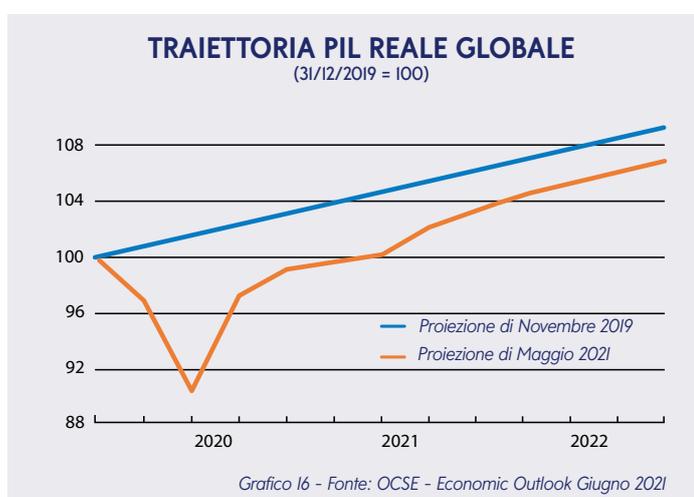


anticipare il processo di “tapering”, riducendo l’acquisto di titoli attualmente pari a 120 miliardi al mese; ma le dichiarazioni di alcuni membri del FOMC e le “minutes” dell’incontro di aprile sembrano allontanare questa possibilità, sottolineando come il fenomeno sia considerato perlopiù transitorio. Questa visione è stata ribadita ancor più chiaramente dalla presidente della BCE, Lagarde, nel Consiglio Direttivo di Giugno: difatti le previsioni di inflazione nell’Eurozona sono state riviste al rialzo nel 2021 e 2022 (1,9% e 1,5%, comunque sotto il 2%), ma sono rimaste invariate nel medio termine (1,4% nel 2023). Ad ulteriore conferma, è stato mantenuto l’attuale ritmo “significativamente più elevato” di acquisto di titoli attraverso il programma PEPP, inizialmente introdotto nel meeting di marzo.

# WHAT'S NEXT

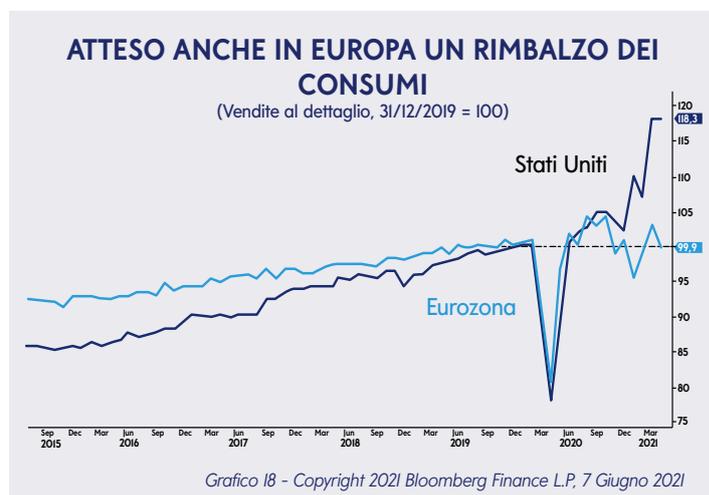
## L'ECONOMIA GLOBALE PROSEGUE IL SUO SPRINT

La pandemia si è rivelata senz'altro un nemico molto ostico e difficile da debellare definitivamente, tuttavia i progressi nelle vaccinazioni stanno accelerando e restituendo risultati molto promettenti, lasciando anticipare il proseguimento e il rafforzamento del recupero economico. L'OCSE ha da poco rivisto al rialzo le stime di crescita globale (al 5,8% dal 5,6% previsto a marzo scorso), citando una già eccezionale ripresa, grazie alla quale l'attività economica globale è ormai già ritornata sui livelli (sebbene non sul trend) pre-covid, trainata soprattutto da Cina e Stati Uniti (Grafici 16 e 17).



Questi ultimi dovrebbero continuare sul già avviato sentiero di espansione. Negli USA, in particolare, i consumi privati dovrebbero stabilizzarsi dopo il boom delle riaperture, ma rimanere sostenuti dal continuo miglioramento atteso nel mercato del lavoro, dal proseguimento degli stimoli fiscali e dagli elevati livelli di risparmio accumulato delle famiglie. I colli di bottiglia che stanno attualmente frenando l'offerta dovrebbero via via riassorbirsi, supportando così la produzione, grazie al necessario ripristino delle scorte e ai maggiori investimenti volti ad aumentare la capacità produttiva in certi settori. L'inflazione, infine, è attesa rimanere su livelli relativamente elevati per tutto il 2021 (come dichiarato anche dalla stessa Yellen, attuale segretario del Tesoro USA), ma, superate le attuali pressioni transitorie, dovrebbe gradualmente rientrare verso l'obiettivo della Fed.

L'Europa, grazie ad una forte accelerazione attesa già dal trimestre in corso, dovrebbe riuscire a recuperare il livello di PIL pre-pandemia verso fine anno, con una crescita del 4,3% nel 2021 e del 4,4% nel 2022. La "rivincita dei consumi", già riscontrata in altri Paesi in concomitanza alle riaperture, dovrebbe manifestarsi anche nel Vecchio Continente, con un rimbalzo delle vendite al dettaglio anche nei negozi fisici (Grafico 18), ma soprattutto dei servizi precedentemente soggetti a restrizioni (trasporti, ristorazione, accoglienza, turismo, ...), grazie anche alla coincidenza con la stagione estiva. Grande supporto dovrebbe giungere inoltre dalla ripresa della domanda estera e dall'avvio dei piani fiscali del Next Generation EU, i cui primi esborsi dovrebbero arrivare già durante l'estate. D'altra parte, alcuni Paesi, specialmente tra quelli emergenti, risultano notevolmente più indietro nel percorso di ripresa e impiegheranno più tempo per colmare il gap, a causa dei ritardi nelle vaccinazioni e della minor disponibilità di risorse finanziarie, ma dovrebbero comunque vedere un miglioramento più marcato nella seconda parte dell'anno - che, per inciso, i mercati stanno già anticipando.



## L'EQUILIBRISMO DELLE BANCHE CENTRALI

In questo contesto, le Banche Centrali continueranno a giocare un ruolo decisivo ma quanto mai delicato, nel quale la strategia comunicativa risulterà fondamentale. Da una parte dovranno infatti continuare a fornire rassicurazioni ai mercati e agli attori economici circa il mantenimento dei supporti fino a quando la ripresa economica non risulterà solida e "autosufficiente". Dall'altra, dovranno però anche iniziare a delineare i dettagli di una graduale "exit strategy", legandola a quella che sarà l'effettiva evoluzione del quadro economico. Nel meeting del 16 giugno la Fed dovrebbe dunque ribadire che l'attuale aumento dell'inflazione non è tale da richiedere immediati interventi correttivi: come ricordato di recente anche da Draghi, l'obiettivo della Banca Centrale non è infatti quello di stabilizzare l'inflazione in ogni momento, ma di mantenere ancorate le aspettative di medio-lungo termine. Proprio a quest'ultimo proposito, tuttavia, potrebbe anche confermare che sia giunto ormai il momento di iniziare almeno a "pensare di pensare" ad una riduzione degli acquisti del QE (c.d. *tapering*): in base al consensus di mercato, quest'ultimo potrebbe essere gradualmente avviato a inizio 2022.

## IL CAMBIO DI REGIME DEI GOVERNI SPINGE LE RIVOLUZIONI DEL FUTURO

Non bisogna dimenticare che un approccio monetario tendenzialmente accomodante - e, perché no, anche un pizzico di inflazione in più - è anche funzionale al mantenimento di politiche fiscali espansive da parte dei Governi. Sotto questo profilo, abbiamo più volte ribadito come dall'inizio della pandemia ci sia stato un vero e proprio cambio di regime, con l'accantonamento - apparentemente definitivo - della logica dell'austerità. Oggi il focus dei programmi fiscali si sta sempre più spostando dal supporto immediato contro l'impatto della pandemia alle misure di medio-lungo termine: l'obiettivo, insomma, è quello di cogliere l'occasione data da questa crisi per avviare un vero e proprio percorso di rilancio strutturale, basato sulle rivoluzioni in atto in campo digitale e climatico e sulla lotta alle disuguaglianze. A questo proposito, nel prossimo periodo, l'attenzione degli investitori sarà rivolta a monitorare l'avvio della fase implementativa dei piani di ripresa e resilienza in Europa e l'evoluzione del dibattito negli Stati Uniti sugli ingenti piani di spesa pluriennale proposti dall'amministrazione Biden. Altro aspetto di rilievo, la revisione dello schema di tassazione internazionale sulle grandi multinazionali, dopo l'accordo raggiunto al G7 di Londra: il prossimo appuntamento è il G20 di luglio in Italia.

## RIFLESSIONI SUI MERCATI...

Con queste premesse, si profila un contesto ancora piuttosto sfidante per i mercati obbligazionari governativi, che presentano rendimenti a tutt'oggi scarsamente remunerativi, ma soggetti allo stesso tempo ad una moderata pressione al rialzo, data dal recupero dell'economia e delle attese di d'inflazione, per la quale gli investitori tendono a richiedere un maggior premio. Ciò detto, l'aumento già registrato da inizio anno ha già in parte incorporato i progressi legati alle vaccinazioni e, fino a quando le Banche Centrali non segneranno un significativo cambio di passo, il processo di normalizzazione dovrebbe rimanere molto graduale.

Una certa stabilità sul fronte dei tassi dovrebbe continuare a favorire i titoli obbligazionari a più elevato rendimento, che in questa fase offrono spread non particolarmente elevati, ma possono continuare a beneficiare del miglioramento economico e della ricerca di rendimento da parte degli investitori. La graduale dismissione dei titoli corporate acquistati negli scorsi mesi dalla Fed, annunciata di recente, non dovrebbe avere grosso impatto, viste le quantità molto ridotte e il fatto che, avendo creato un precedente, nulla preclude un ripristino degli acquisti in caso di nuove turbolenze di mercato.

Per quanto concerne i mercati azionari, infine, una maggior incertezza sulle prospettive di inflazione ed il passaggio ad una fase più "matura" del ciclo economico potrebbero certamente generare temporanei episodi di volatilità e aggiustamento. Tuttavia, un'inflazione un po' più elevata non è necessariamente un fattore negativo, se, come in questo caso, è accompagnata da un'espansione economica e non induce reazioni fortemente restrittive da parte delle Banche Centrali: molte aziende sono infatti in grado di traslare parte dell'aumento dei prezzi sui consumatori finali, preservando la propria marginalità. Le forti sorprese positive dagli utili del primo trimestre e le revisioni al rialzo anche per i prossimi 12 mesi (*Grafico 19*) stanno peraltro contribuendo a stabilizzare e a far leggermente rientrare le valutazioni dei principali indici (*Grafico 20*): l'azionario rimane quindi decisamente favorito in una logica di investimento strategico di medio-lungo termine.

## CONTINUANO LE REVISIONI AL RIALZO DEGLI UTILI FUTURI

(Utile per azione, stime a 12 mesi)

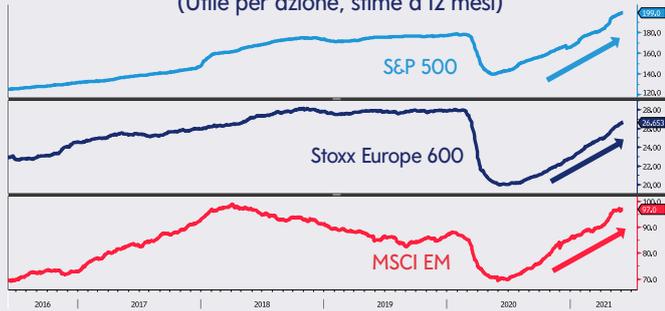


Grafico 19 - Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 7 Giugno 2021

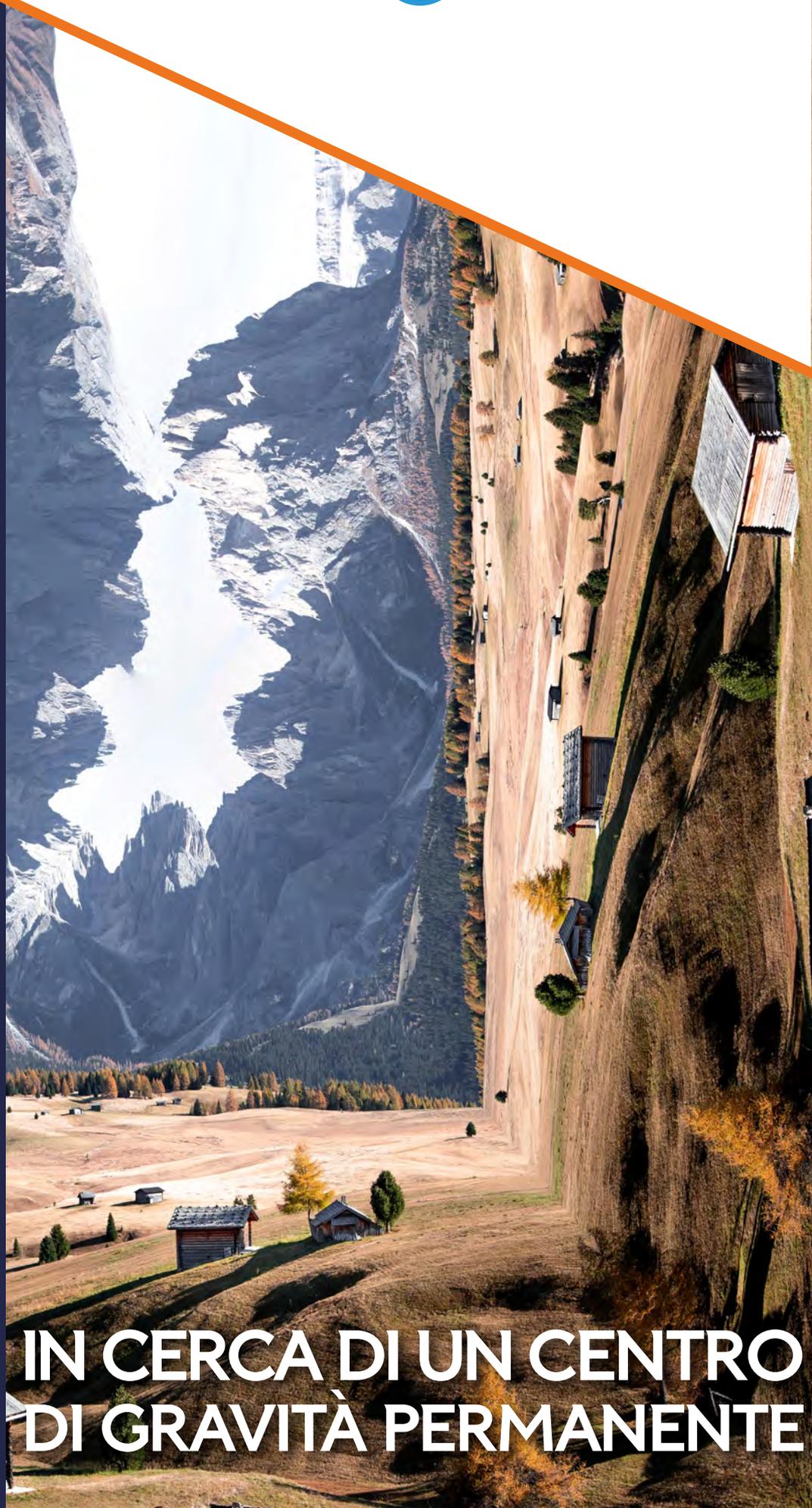
## STABILIZZAZIONE DELLE VALUTAZIONI DI MERCATO

(Prezzo/utile per azione, stime a 12 mesi)



Grafico 20 - Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P., 7 Giugno 2021

OSSERVATORIO  
**MERCATI**



**IN CERCA DI UN CENTRO  
DI GRAVITÀ PERMANENTE**

## IN CERCA DI UN CENTRO DI GRAVITÀ PERMANENTE

“Assaggiò il latte nella ciotola grossa, ma era troppo caldo. Provò con quello della ciotola media, ma era troppo freddo. Infine, assaggiò il latte nella ciotola piccola: era perfetto. La temperatura del latte era quella giusta, e la bimba se lo beve tutto d’un fiato”.

La **vecchia favola di Riccioli d’Oro** è l’ossessione di economisti e banchieri centrali, tanto che da essa Shulman coniò nel 1992 il termine **“Goldilocks Economy”** (dal nome inglese della protagonista), per indicare, appunto, la condizione ideale di un’economia: né troppo “calda” né troppo “fredda”, ossia la giusta crescita con il giusto livello di inflazione e di disoccupazione.

Era la felice condizione dell’economia USA fino allo scoppio della pandemia (crescita +2.4%, inflazione +2.3% e tasso di disoccupazione 3.6%). Superata quella, la sfida è ritrovare l’equilibrio perduto.

Non sarà banale. Se ripresa ed occupazione, infatti, sono in buona misura pilotate da politica monetaria ed economica/fiscale, l’inflazione è invece assai più sfuggente.

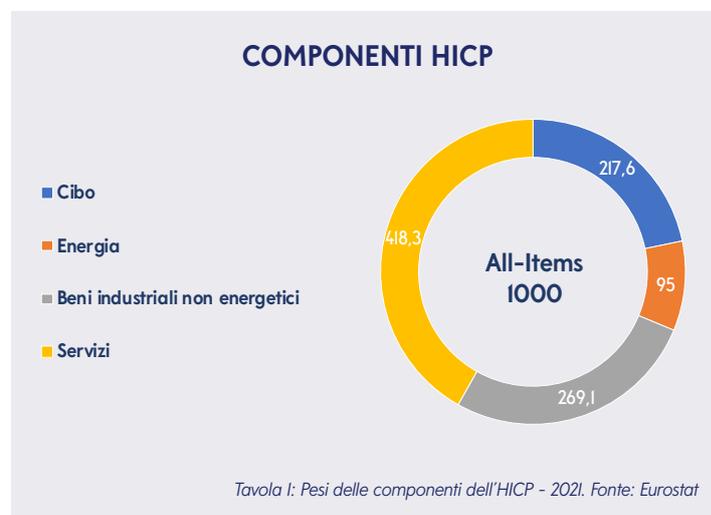
### SI FA PRESTO A DIRE INFLAZIONE

La definizione è nota (**aumento generalizzato e prolungato dei prezzi che porta alla diminuzione del potere d’acquisto**), come lo è la sua centralità nell’economia. È uno dei due fattori che determinano la politica monetaria della Fed (l’altro è l’occupazione). Per la BCE è l’unico, tanto che ricordare che essa ha il **mandato di “mantenere l’inflazione sotto, ma vicino al 2%”** (ossia il livello Goldilocks identificato per l’Eurozona; per gli USA è **“2% medio nel tempo”**) è diventato un mantra.

Un’inflazione troppo alta può innescare in consumatori e lavoratori la percezione di una rapida erosione del loro potere d’acquisto, creando un meccanismo di aspettative che a sua volta autoalimenta ulteriore crescita dei prezzi attraverso rivendicazioni salariali: nella migliore delle ipotesi può portare alla **stagflazione**; nella peggiore, all’**iperinflazione**.

Un’inflazione troppo bassa induce invece i consumatori a rimandare gli acquisti non essenziali, nella convinzione che i prezzi rimarranno fermi, o, addirittura, scenderanno: l’economia languirebbe e alle estreme conseguenze avremmo deflazione, che attraverso riduzione di occupazione e salari imposta dalle imprese, alimenterebbe a sua volta altra **deflazione**. È la **giapponesizzazione** dell’economia, spauracchio in Occidente da Bernanke (2006) in poi. Insomma: l’inflazione può diventare un “mostro”, come illustra un divertente **cartone animato** che potete far vedere ai vostri bambini (purtroppo solo in inglese).

Il calcolo avviene attraverso uno o più indici dei prezzi, elaborati dagli istituti nazionali di statistica a partire da un paniere di beni e servizi rappresentativo dei consumi di famiglie e imprese. Ciascuno di questi indici, inoltre, distingue tra “all-items”, e “core”: quest’ultima esclude le componenti legate a cibo ed energia, considerate più volatili e comunque solo parzialmente sotto il controllo di Governi e Banche centrali (il petrolio, per esempio, dipende anche da fattori geopolitici; le materie prime agricole, dal meteo). La Tavola 1 mostra le componenti dell’**Harmonized Index of Consumer Prices** europeo, e la Tavola 2 la loro volatilità.



## Euro area annual inflation and its main components (%), May 2011 - May 2021 (estimated)

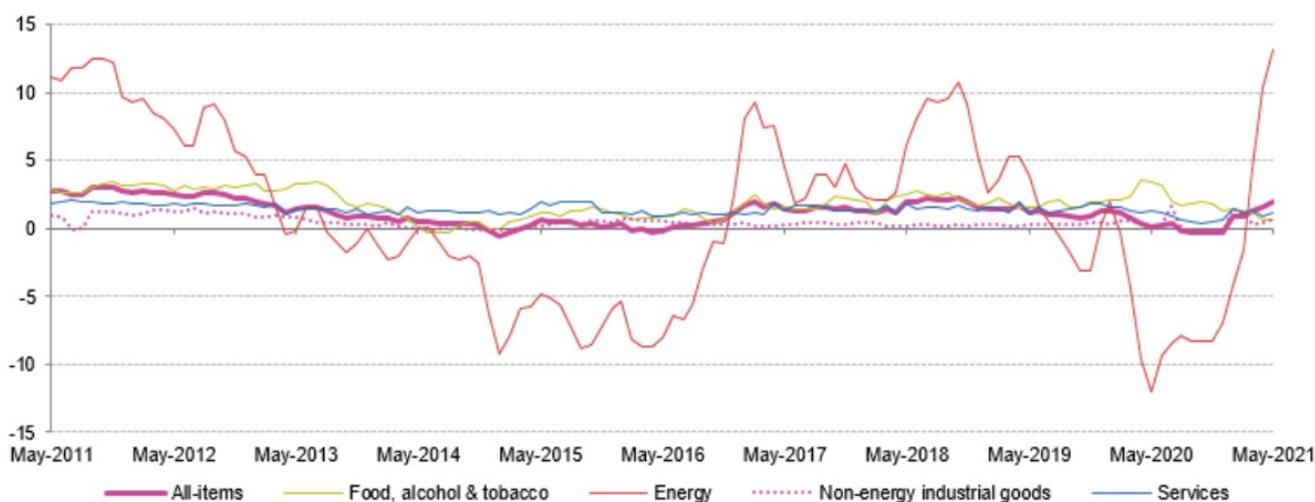


Tavola 2: Inflazione annua di Area Euro e sue componenti. Fonte: Eurostat

La differenziazione, tradizionalmente, è utile per capire se un rialzo dell'inflazione è duraturo, perché connesso a fattori produttivi specifici, o non è piuttosto attribuibile a fattori esogeni.

È importante poi distinguere tra inflazione al consumo (CPI) e inflazione alla produzione (PPI): la prima cattura l'andamento dei prezzi finali dei beni ed è rilevante per gli individui; la seconda cattura l'andamento dei prezzi input dei processi produttivi (principalmente, ma non solo, materie prime), ed è ovviamente rilevante per le imprese. CPI e PPI sono collegati, ma la loro relazione è tutt'altro che ovvia. Non sempre infatti le aziende riescono a trasferire a valle l'aumento dei loro costi: dipende dal contesto concorrenziale, dalla forza della domanda, dal **pricing power** che un'azienda può esercitare. In ogni caso il travaso è quasi sempre graduale nella dimensione e nel tempo.

## LE DETERMINANTI "TRADIZIONALI"

Insieme all'immobiliare, fino al 2000 circa, l'inflazione era un fenomeno prettamente locale: erano le politiche adottate da Governo e Banca Centrale di un Paese a determinarne l'andamento, più il prezzo del greggio. Ossia:

- la politica monetaria (più alta la quantità di moneta in circolazione, più alta l'inflazione);
- la svalutazione della moneta (tipicamente per un Paese esportatore) nel tentativo di guadagnare competitività (svalutazione=inflazione importata);

- la libertà di concorrenza nei settori (più concorrenza=prezzi inferiori);
- l'apertura/mobilità/protezione/tutele del mercato del lavoro (un mercato del lavoro dinamico assicura migliore allocazione dei fattori produttivi, e quindi minori costi per le aziende);
- fattori stagionali (meteo/saldi);
- shock esogeni (come la **guerra del Kippur** del '73, che portò il petrolio da \$3 a \$12).

## LE DETERMINANTI DEGLI ANNI 2000

Tra il 2000 e il 2020, si sono aggiunti altri fattori:

- la diffusione su larga scala di internet, della digitalizzazione e della tecnologia di consumo, che non solo hanno aumentato la concorrenza, portandola su scala globale, ma hanno anche migliorato produttività e processi produttivi;
- **la globalizzazione**, che ha fatto scendere il costo del lavoro nei Paesi industrializzati;
- **l'avvento dell'euro**, che ha precluso, per i Paesi membri, la svalutazione competitiva;
- **lo shale oil**, che ha smentito la teoria dell'esaurimento del petrolio, **molto popolare per tutti gli anni '90**;
- **la disciplina fiscale** dei Paesi avanzati e il deleverage obbligato (soprattutto delle banche) dopo le crisi del 2008 e 2011;

- **la demografia:** i suoi effetti non sono lineari, ma al margine la riduzione e l'invecchiamento della popolazione di un Paese portano ad una diminuzione della crescita potenziale e alla necessità di favorire l'immigrazione.

Questi ultimi fattori hanno trasformato l'inflazione da fenomeno locale a fenomeno globale: i PPI in Cina hanno un impatto sui CPI occidentali che prima non avevano. Ma soprattutto si sono rivelati potentemente disinflazionistici. Più potenti dei tassi d'interesse schiantati a zero o sotto, e delle migliaia di miliardi che nel tempo le banche centrali di tutto il mondo hanno immesso nell'economia globale.

## LE DETERMINANTI PANDEMICHE

Dopo anni a temere la deflazione, improvvisamente l'immediato post-pandemia ha risvegliato il sentimento opposto: la paura dell'inflazione. Le tavole 3 e 4 spiegano bene cos'è accaduto (si riferiscono agli USA, ma vale anche per altri):

**VENDITE AL DETTAGLIO, PRODUZIONE INDUSTRIALE E OCCUPATI NEGLI USA DURANTE LA PANDEMIA**  
(FEBBRAIO 2020 = 100)



Tavola 3: Gap tra produzione e consumi. Fonte: Bloomberg

**ORDINI IN ARRETRATO E SCORTE**

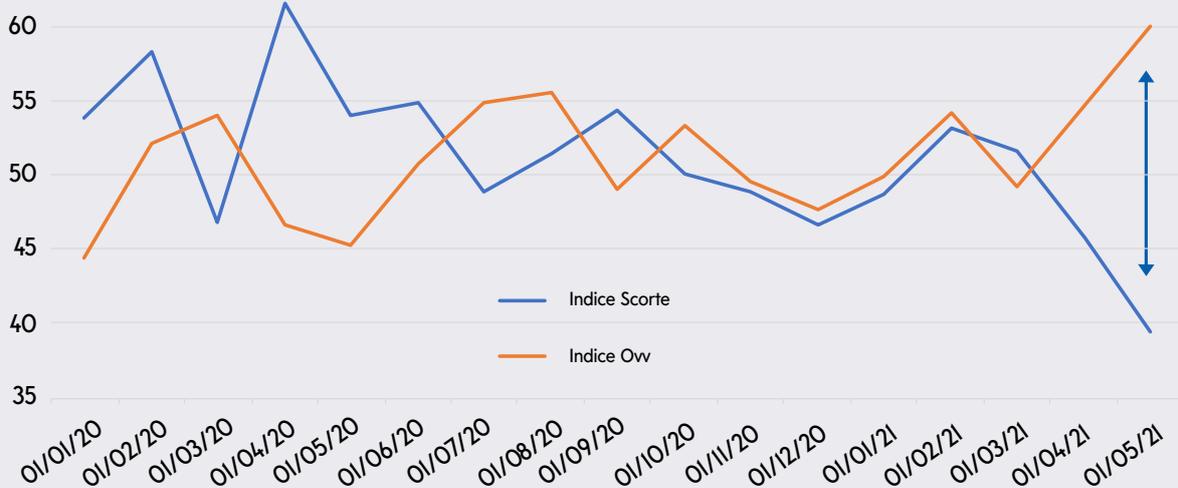


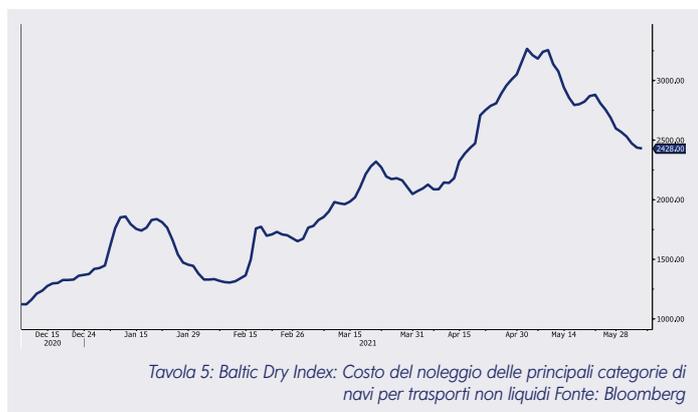
Tavola 4: la domanda esaurisce le scorte (ISM PMI report). Fonte: Bloomberg

In pratica, durante la pandemia le aziende si sono liberate di capacità produttiva: per guadagnare efficienza e contenere i costi, quelle manifatturiere hanno chiuso linee di produzione, quelle di shipping hanno smesso container, quelle dei servizi si sono concentrate sui business per i clienti operativi durante i lockdown, e hanno disdetto gli altri contratti. Poi però sono state colte di sorpresa dalla rapidità e dalla violenza della ripresa.

1. Il **vaccino** contro il coronavirus è arrivato ed è stato somministrato (almeno nei Paesi occidentali) in tempi record;

2. l'euforia che ne è scaturita nei consumatori ha generato una "**domanda repressa**", tipo effetto molla, alimentata da due elementi: i sensibili risparmi accumulati stando a casa, e gli stimoli pubblici sincronizzati (divieto di licenziamento in Europa; generosi sussidi settimanali negli USA);

3. quando la domanda repressa è piombata sull'offerta ormai ridimensionata, si sono creati giganteschi **colli di bottiglia** mondiali. Due su tutti: la ripresa improvvisa del commercio mondiale ha saturato quasi subito la capacità dei container disponibili, facendo schizzare il costo dei noli (tavola 5); e la riapertura delle linee produttive (delle auto in particolare) ha finito con l'esacerbare la corsa ai semiconduttori, già scarsi per l'enorme richiesta di apparecchi tecnologici durante la pandemia;



4. anche riassumere i lavoratori licenziati non è immediato, a causa di alcune inattese frizioni **tra domanda e offerta di lavoro**. Negli USA, per esempio, molti lavoratori non possono rientrare al lavoro perché non possono/non vogliono prendere i mezzi pubblici o perché costretti ad accudire i figli (asili e scuole ancora chiuse). Inoltre, i sussidi costituiscono un disincentivo: il 62% degli americani che ha percepito i \$400 a settimana di aiuti pubblici guadagnava meno lavorando. E poco è cambiato quando i sussidi sono scesi agli attuali \$300.

5. a nuocere comunque è soprattutto il confronto con l'anno scorso. Nei primi mesi del 2020, infatti, i prezzi di molti beni e servizi avevano subito un tracollo. La loro semplice normalizzazione ha generato notevoli scostamenti percentuali. È l'**effetto base**.

Questi fattori hanno portato a un picco nei CPI di aprile/maggio negli USA (4.2%) ed Europa (2.3%), ma secondo le banche centrali è un **fenomeno transitorio**, che durerà al massimo un anno (tavola 6): il tempo necessario perché le aziende ripristino la capacità produttiva tagliata e l'esuberanza dei consumatori si ridimensioni insieme ai loro risparmi e ai sussidi pubblici (negli USA scadranno a settembre, ma almeno metà degli Stati li interromperanno da luglio). L'effetto base si riassorbirà per definizione. Poi torneranno al lavoro le forze disinflazionistiche pre-pandemiche.

|     | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----|------|------|------|
| FED | 2,4  | 2    | 2,1  |
| BCE | 1,5  | 1,2  | 1,4  |

Tavola 6: Proiezioni di inflazione (PCE per la Fed e HICP per la BCE), elaborate a marzo 2021 dai rispettivi staff macroeconomici (in %)

Però sono salite anche le core (da 0.9% a 1.6% in Europa e da 1.6% a 3% negli USA), che di solito sono più stabili, adombrando il sospetto di qualcosa di più permanente. La sensazione del mercato, infatti, è che le banche centrali abbiano ragione a sostenere che le determinanti pandemiche spariranno presto. Ma emerge qualche dubbio sulle forze disinflazionistiche precedenti. E comunque la pandemia ha sprigionato altro.

## LE DETERMINANTI FUTURE (MA NON TROPPO FUTURE)

In effetti vi è un'altra ragione che viene spesso addotta per spiegare quei picchi: il rialzo delle **materie prime**. Crollate, come tutto, a marzo/aprile 2020, la loro corsa è poi ripresa, senza fermarsi nemmeno una volta raggiunti i prezzi pre-pandemici: da questi, +46% le agricole, +36% i metalli e +9.5% il petrolio.

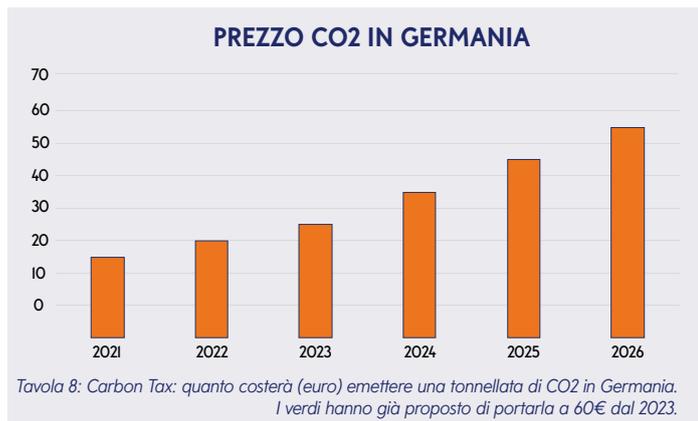
Questo perché nel frattempo, dimenticata ogni disciplina fiscale, Biden ha varato due piani di stimolo per complessivi \$6trn in dieci anni (il maggior intervento statale dai tempi della Seconda Guerra Mondiale, di cui per ora solo 1.9trn già legge) in tre aree: **infrastrutture, transizione ecologica, famiglie/inclusività**. Ad essi vanno poi aggiunti gli investimenti del recovery plan, del Green Deal e dell'Agenda digitale

europei, gli impegni di quasi tutti i Paesi del mondo recentemente rinnovati con il **summit sul clima** e l'**Agenda 2030 dell'ONU**. In tutti i casi l'orizzonte di riferimento non è brevissimo (2030), ma nemmeno lungo: alcuni progetti sono già partiti, molti partiranno nel 2021 per poi decollare definitivamente nel 2022. Focus soprattutto su:

- **legname** (tavola 7): il costo è aumentato del 235% dai livelli pre-pandemici, con una punta di +358%, perché è essenziale nelle costruzioni;



- **nickel, zinco, silicio** e soprattutto **rame**: hanno riflesso la febbre da pannelli solari, turbine eoliche e batterie elettriche per auto;
- **petrolio**: Biden non ha ancora chiarito il punto (negli USA è politicamente scottante), però lo shale oil ha un impatto ambientale devastante, quindi andrà limitato;
- **CO2**: non è una materia prima propriamente detta, ma in **alcuni Paesi** dal 2021 il diritto ad inquinare si paga, e, in officina Green Deal, costerà sempre di più (tavola 8);

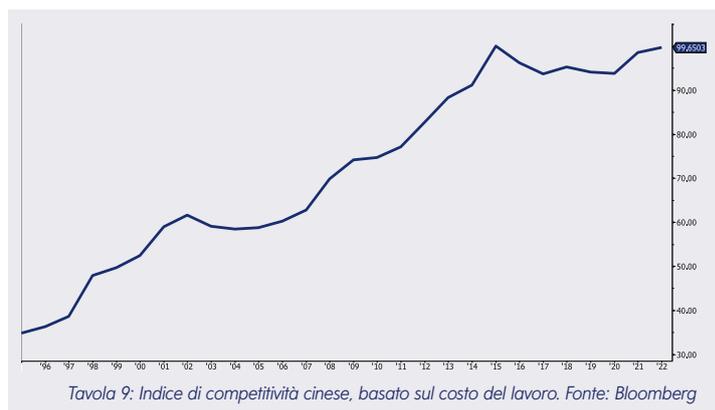


- **Le agricole**. È forse il punto eticamente più delicato e quello con le maggiori ramificazioni. Il rincaro dei beni alimentari di base (**agflation**) ha toccato il +40% a/a solo a maggio. Non è solo colpa della siccità in Brasile o a Taiwan (che per inciso ha condizionato anche la produzione di microchip).

Ma anche del fatto che una percentuale crescente di prodotti vegetali prende la via dei biocarburanti. E poi c'è che la Cina, che consuma quantità sempre maggiori di soia e cereali, ed altri Paesi in via di sviluppo, mano a mano che una fetta crescente della popolazione uscirà dalla povertà, la seguiranno. Del resto, sconfiggere povertà e fame sono i goal **1** e **2** dell'ONU. L'agflation, comunque, potrebbe non essere un problema (anche dal punto di vista dell'inflazione) per chi, come nei Paesi Occidentali spende appena il 6,4% del proprio reddito per il cibo. Ma ovviamente è diverso per chi, come nei Paesi Emergenti, vi destina il 30%.

Il tema dell'agflation, peraltro, si lega a filo doppio con quello della lotta alle **disuguaglianze**, che Biden ha deciso di affrontare, tra l'altro, con sgravi fiscali, asili e cure mediche gratis per le famiglie a basso reddito, che negli USA sono soprattutto quelle nere ed ispaniche. Ma non è detto che basti: la pandemia ha accentuato le disparità sociali ovunque, ma negli USA, come dimostrano le tensioni seguite alla morte di Floyd George, il nervo è più scoperto che mai. Per farvi fronte, i Democratici intendono **raddoppiare il salario minimo** (a \$15 l'ora). I Repubblicani sono contrari, ma, senza aspettare la politica, alcune aziende (Amazon, Walmart, Bank of America, Starbucks, McDonald's) si sono già mosse e costringeranno altre a seguirle. Anche in Europa se ne parla: in Germania i Verdi (che probabilmente andranno al Governo a settembre) hanno proposto un salario minimo di 12 euro l'ora (+18%) nel 2023.

Quanto a salari, peraltro, anche in Cina non sono più quelli di una volta (tavola 9).



E questo potrebbe accelerare la **de-globalizzazione** già timidamente avviata nell'era Trump: da un lato serve ai Governi per contrastare le istanze populiste, e magari tenere sotto controllo settori strategicamente importanti (vedi il caso **Carrefour/Couche-Tarde**), dall'altro serve alle imprese, che dalla pandemia hanno imparato che dovranno ridisegnare in modo più accorto la loro catena di fornitori.

Si va dunque senz'altro verso un **cambio di regime**, ossia una fase di elevata inflazione? In realtà non è un'autostrada.

- La de-globalizzazione richiede tempo, e molte imprese saranno "tentate" da Paesi pronti a sostituire la Cina (India innanzitutto): più che una de-globalisation, potrebbe diventare una "**slowbalisation**";

- la transizione verde calmiererà i **prezzi del petrolio**, e i Governi (Cina in primis) monitoreranno i prezzi delle altre **commodity**;

- prima o poi il problema del **rientro dai deficit** si porrà;

- il mondo pagherà in modo duraturo il periodo di **chiusura forzata delle scuole**: **secondo l'OCSE**, un terzo di anno scolastico perduto vale un 1.5% in meno di PIL per il resto del secolo;

- i **trend demografici** non si cambiano facilmente;

- la pandemia ha accentuato ancora di più la **pervasività di internet, della digitalizzazione e della tecnologia in generale**:

o ha avvicinato agli **acquisti online** molte persone prima a digiuno: i negozi retail soffriranno (H&M, per esempio, ha annunciato la chiusura di 350 punti);

o ha accelerato la **digitalizzazione** anche negli ambienti più refrattari, come le PA;

o ha sdoganato lo **smart working**: ridurrà il costo del lavoro per le aziende; e avrà un impatto non immediatamente decifrabile per il **mercato immobiliare** (le aziende e i negozi venderanno spazi in esubero, i lavoratori compreranno case più grandi: forse nel medio/lungo periodo a subirne le conseguenze saranno le grandi città).

## DIFFERENZE USA/EUROPA

Inoltre, bisogna distinguere tra USA e UE. Intanto negli USA l'economia è molto più reattiva che in Europa: questo -anche per fattori culturali- ha fatto sì che durante la pandemia i prezzi di beni e servizi crollassero molto più che in Europa (tavola 10).



Di conseguenza, anche il recupero sarà più violento. Inoltre, in Europa il mercato del lavoro è strutturalmente più debole che negli USA (tasso di disoccupazione USA 5.8%; Europa 8%): i lavoratori godono di maggiori tutele (anche sociali) che "pagano" con salari più vischiosi. Quindi qui l'inflazione via mercato del lavoro ha/avrà un impatto minore: sarà più lenta e legata alle concertazioni sindacali. Tradotto: i picchi di inflazione europei saranno meno pronunciati di quelli americani.

## E QUINDI?

La sensazione è che, nella complessità (e volatilità) della situazione, ancorare le aspettative di inflazione (che poi sono il vero meccanismo di trasmissione) potrebbe richiedere rendimenti obbligazionari un po' più alti. Non molto, però. Tra gli "**apocalittici**" (**Summers, Goodhart**) e gli "integrati" (**Krugman**, banche centrali), siamo più vicini a questi ultimi: probabilmente le loro previsioni di inflazione sono ottimistiche, ma non così tanto da comprometterne la credibilità.

In ogni caso, l'inflazione non è necessariamente un male. Tra il 1970 e il 2020, per esempio, l'S&P500 ha avuto in media un ritorno di quasi il 12% negli anni caratterizzati da bassa inflazione di partenza e poi crescente (tavola 11): è successo tutte le volte in cui c'era crescita ma la Fed l'ha ritenuta troppo fragile per sopportare un inasprimento monetario. L'economia mondiale dipende ancora in modo cruciale dalle politiche fiscali e monetarie: nemmeno un dollaro verrà ritirato prima di aver trovato **un centro di gravità permanente**.

