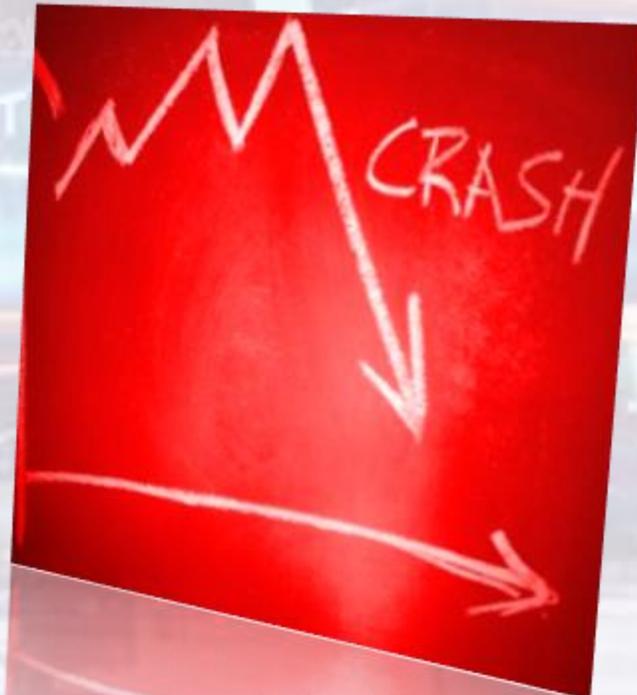




BORGOGNA
THE HOUSE OF MIND

Financial Corner

**Dobbiamo allacciare
le cinture di sicurezza?**



"Financial Corner", il report settimanale sulle prospettive dei mercati finanziari che guarda ai temi del futuro, dell'innovazione e della sostenibilità.



Da diverse settimane osserviamo quante divergenze esistano tra lo scenario macro economico e l'andamento dei mercati azionari mondiali. Abbiamo più volte segnalato i pericoli legati all'irrazionalità degli investitori, soprattutto retail, che non conoscono o fingono di non accorgersi dei segnali che arrivano dai dati macro più importanti. L'intervento di oggi si sofferma su una serie di ulteriori considerazioni che ci auguriamo possano contribuire a far chiarezza.

La maggior parte degli indici azionari mondiali hanno toccato, durante la settimana appena conclusa, nuovi massimi storici.

Gli indici americani hanno toccato i massimi lunedì, per poi ritracciare nelle giornate di martedì e mercoledì e infine recuperare nel fine settimana.

In Asia, lo Shanghai Stock Composite dopo aver toccato i minimi dal 23 agosto, ha iniziato a rimbalzare.

Il Dax infine, ha registrato un nuovo massimo storico venerdì 12 novembre, malgrado alcune deboli prese di beneficio alla fine della seduta.

Nel frattempo le criptovalute, Ethereum e Bitcoin in particolare, hanno raggiunto nuovi massimi storici e forti vendite nello stesso giorno del massimo.



Che il ritmo più veloce della ripresa sia ormai alle spalle appare abbastanza evidente, ma in ogni caso ci aspettiamo ancora una crescita globale nei prossimi trimestri, grazie in particolare, ad una spinta dei consumi che origina dal *risparmio represso* dell'ultimo anno e alla necessità per le imprese di ripristinare le scorte.

Per il 2022 nel complesso, è molto probabile che il PIL globale aumenti più o meno del 4½%. La più grande sorpresa del 2021 è stata l'impennata dell'inflazione guidata dai beni. Questo ci ha spinto di recente ad anticipare di un anno la nostra previsione per il *liftoff* della Fed, fino al luglio 2022. Successivamente, ci aspettiamo un rialzo dei tassi dei fondi ogni sei mesi, un ritmo relativamente graduale che presuppone una normalizzazione dei prezzi dei beni e dell'inflazione complessiva (anche se più tardi e più parziale di quanto pensassimo in precedenza).

Quando la Fed inizierà i rialzi, probabilmente alcune economie avanzate (tra cui Regno Unito e Canada) saranno già entrate nel processo di normalizzazione dei tassi d'interesse ed alcune economie dell'America Latina e dell'Europa dell'Est, potrebbero già essere prossime alla fine. Al contrario, è lecito attendersi che la BCE sia ancora lontana dall'aumentare i tassi, e i mercati sembrano aver esagerato con questa loro aspettativa.



In ogni caso, ci aspettiamo che i tassi nominali nella maggior parte delle economie dei paesi in via di sviluppo saliranno oltre i livelli più bassi ora prezzati nel mercato obbligazionario. Innanzitutto, l'inflazione dovrebbe attestarsi in media $\frac{1}{2}$ punto sopra il livello pre-pandemico. Inoltre, è più probabile che i tassi reali neutri aumentino piuttosto che diminuiscano, sia per la maggiore tolleranza politica verso i deficit di bilancio che per le esigenze di investimento legate alle misure necessarie per contrastare il cambiamento climatico.

Nel 2022, la domanda dovrebbe rallentare, mentre l'offerta aumentare, la crescita dovrebbe trasformarsi da *molto rapida* a *solida*, e l'inflazione potrebbe anche rallentare.

La politica monetaria muterà da altamente accomodante a leggermente più normale, anche se la velocità di normalizzazione varierà molto a seconda dell'economia di ogni singolo paese. Nonostante tutto, è improbabile che si torni completamente alla macroeconomia pre-pandemia. Nuovi scenari di politica monetaria, una politica fiscale più ambiziosa, investimenti green e bilanci familiari più sani lasciano pensare ad una domanda aggregata più forte.

Una domanda più forte, specialmente per gli investimenti, insieme al rialzo delle aspettative sull'inflazione, suggeriscono che abbiamo imboccato una lunga strada verso tassi d'interesse nominali più alti rispetto ai livelli degli ultimi 24 mesi.



Quali possono essere le incognite maggiori in questo scenario?

Il più grande rischio per l'economia globale potrebbe non essere più una nuova recessione causata da nuove ondate del virus, ma una maggiore inflazione causata da forniture di merci limitate e di un'eccessiva pressione salariale.

Anche se ci aspettiamo che una parte significativa della compressione dell'offerta di beni si ridurrà nel corso del prossimo anno, al momento lo stress sulle catene di approvvigionamento è sostanziale e le scorte di semiconduttori, beni durevoli ed energia sono molto bassi.

In un tale scenario, anche una moderata interruzione della produzione derivante da epidemie di covid in Cina, un picco della domanda di energia legato a un inverno freddo, o altre interruzioni a breve termine della produzione potrebbero avere effetti economici considerevoli.

Il problema dei salari è potenzialmente più di lungo termine, perché uno degli effetti della pandemia è stato un aumento delle performance dei lavoratori associata ad un aumento dei redditi e dei benefit di natura economica e personale. È plausibile immaginare un periodo significativamente più lungo e pronunciato di pressioni salariali verso l'alto.



Al contempo le spinte inflazionistiche porterebbero probabilmente a una maggiore stretta monetaria da parte delle principali banche centrali del mondo, prima fra tutte la Federal Reserve. Questo rappresenta un rischio di ridimensionamento della crescita, soprattutto per le economie dei paesi emergenti che spesso si dimostrano più vulnerabili alle strette della Fed.

Occorre ricordare che l'attuale inflazione degli Stati Uniti è ai massimi da 31 anni.

Al riguardo, nei giorni scorsi Stephen Collinson, giornalista della CNN, ha affermato:

“Il prossimo incubo politico di Joe Biden sarà l'inflazione, una forza che può distruggere i bilanci familiari e le carriere politiche ed è guidato da fattori nazionali e globali difficili da risolvere rapidamente per un presidente.”

Alcuni analisti fanno un parallelo tra Jimmy Carter, uno dei peggiori presidenti della storia degli Stati Uniti e Biden. All'inizio del suo mandato, Carter poté contare su un'economia molto forte, ma poco dopo iniziò una lunga spirale inflazionistica e successivamente, un periodo di stagflazione e bassa crescita che durò diversi anni. Anche Biden ha iniziato il suo mandato con una economia forte, ma l'inflazione sembra fuori controllo; quello che deve fare è di evitare, di condurre gli Stati Uniti verso un periodo di stagflazione.