

Borse, ecco perché i mercati temono l'arrivo della stagflazione. E il “conundrum”

L'appiattimento della curva dei tassi Usa (il differenziale 2-10 anni è sceso sotto i 100 punti) non è un bel segnale. E gli investitori temono l'impennata dell'inflazione

di Vito Lops

20 luglio 2021

I tassi della parte lunga della curva sono una torre di controllo che gli investitori utilizzano per avvistare in anticipo l'arrivo del nemico. Se scendono, e soprattutto se lo fanno molto rapidamente, vuol dire che il nemico si sta avvicinando. E adesso che i rendimenti dei Treasury a 30 anni sono scesi all'1,84% (contro il 2,51% di fine marzo) e quelli a 10 anni all'1,2% (contro l'1,8%) il messaggio che i mercati stanno lanciando è limpido:

l'appiattimento della curva segnala un rallentamento della crescita in arrivo non necessariamente nel breve termine quanto nei prossimi trimestri, con aumento della probabilità dello scenario di stagflazione sullo stesso orizzonte temporale. Quel mix combinato di stagnazione e inflazione che molti operatori non hanno mai vissuto sulla pelle, dato che l'ultima volta che ha sul serio affondato il colpo è stato negli anni '70/80. Timore per il “conundrum”

Inoltre, dopo oltre 15 anni si torna a parlare di “conundrum”. Mistero. Un termine usato nel febbraio 2005 dall'allora governatore della Federal Reserve, Alan Greenspan, quando i tassi a lunghissimo termine iniziarono fortemente a calare, malgrado la Fed stesse procedendo ad un marcato rialzo dei tassi Fed fund target. «I movimenti dei prezzi delle obbligazioni possono essere un'aberrazione a breve termine, ma ci vorrà del tempo prima che siamo in grado di giudicare meglio le forze alla base della recente esperienza», diceva Greenspan.

Quella esperienza non finì bene e fu segnata dal crescente appiattimento della curva dei tassi. Il tasso a 30 anni toccò un picco al 5,35% nel 2004 e poi scese per un anno e mezzo di fila fino al 4,2% di giugno 2005. Dopodiché nel 2006 la curva si invertì, anticipando la recessione che sarebbe arrivata post-Lehman.

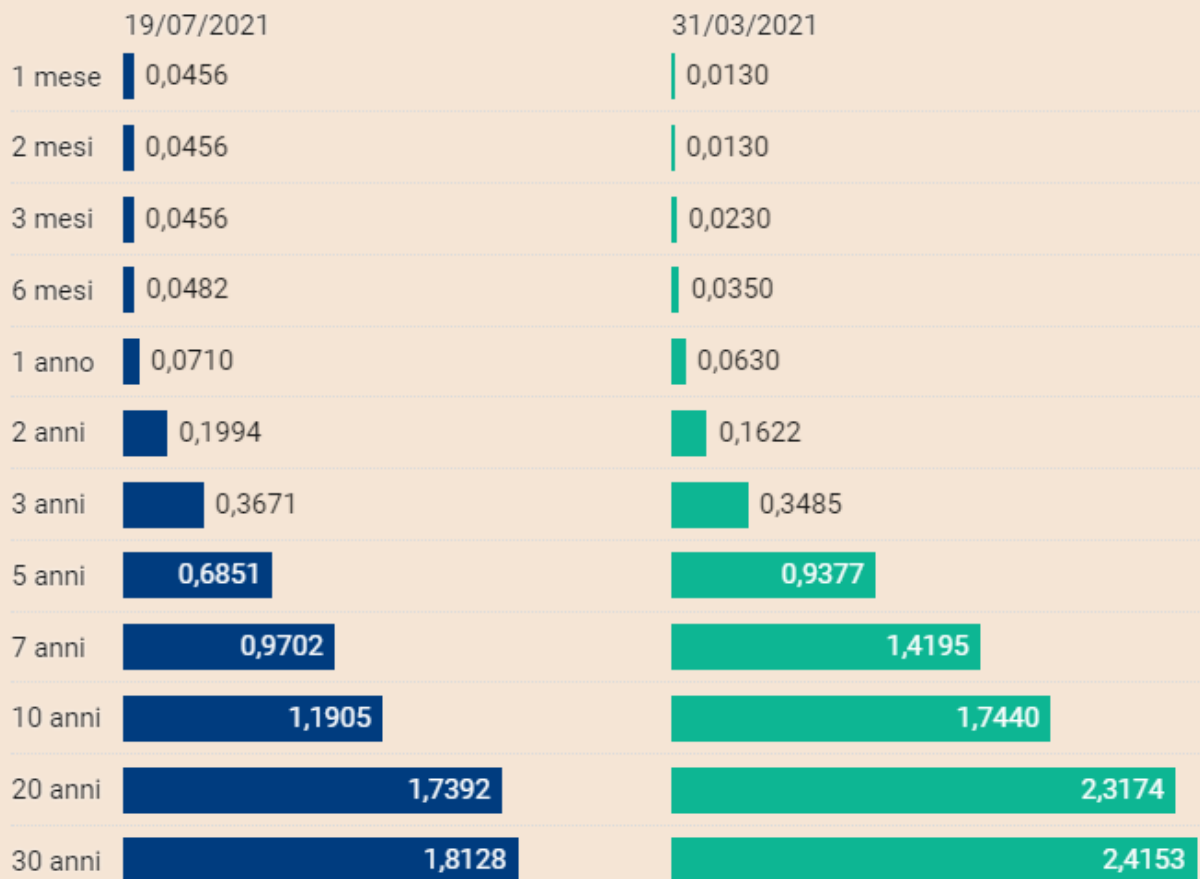
Curva dei tassi verso l'appiattimento

La storia si ripeterà? A che punto siamo ora? «Siamo all'inizio di un percorso di appiattimento della curva. Da aprile il tratto 2-10 è sceso di 60 punti base (con il differenziale sceso ieri sotto i 100 punti, ndr), quello 5-30 di 35 punti base - spiega Antonio Cesarano, chief global strategist di Intermoneta -. Quando la curva inizia a flettere preannuncia un rallentamento della crescita in arrivo. A questo giro della storia ci sono tanti fattori che “cubano” l'inflazione, a partire dal collo di bottiglia che si è creato nella fornitura di prodotti tra l'Asia che non si vaccina e l'Occidente abituato negli ultimi decenni a produrre in delocalizzazione, approvvigionandosi in Oriente, in regime di just in

time, ossia con livelli pressoché nulli di scorte di magazzino. Il fenomeno è inasprito dalla guerra commerciale in corso tra Stati Uniti e Cina con la seconda che ritardando le consegne fa uno sgambetto alle altre economie, tra cui anche l'Europa (basti vedere il forte calo degli ordinativi industriali tedeschi di maggio extra euro) per evitare che si coalizzi con gli Usa in chiave anti Dragone».

L'APPIATTIMENTO DELLA CURVA DEI TASSI USA

Il confronto tra i tassi dei Treasury a fine marzo con i 19 luglio



Fonte: Ufficio studi il sole 24 ore • Creato con [Datawrapper](#)

Rischio inflazione

Lo scenario lascia quindi immaginare che l'inflazione potrebbe non essere più transitoria se per transitoria intendiamo mesi. Sarà probabilmente un fenomeno che permarrà per qualche trimestre, se si considera anche l'impatto sui costi della transizione energetica verso cui sia l'Europa sia gli Usa stano spingendo. Nel frattempo l'elevata inflazione rischia di mordere i salari reali e creare un circolo vizioso su consumi e crescita.

«Gli investitori sono preoccupati e nel frattempo vendono titoli finanziari e potrebbero trovare rifugio nel growth/tech Usa (che basandosi su flussi distanziati nel tempo beneficia di tassi bassi, ndr) e nelle utilities europee (almeno in termini relativi), che con inflazione alta e tassi bassi potranno aumentare le tariffe e ridurre il debito - conclude Cesarano -. Oltre a presentare livelli elevati di dividend yield soprattutto se paragonati con i bassi tassi dei bond in trend nuovamente calante. In ogni caso, come insegna anche il caso del 2005/2006, lo scenario di appiattimento mercato della curva mediamente nella prima fase

potrebbe comunque tradursi in un fattore di supporto per le borse, dal momento che il rallentamento arriverebbe solo fra qualche tempo, mentre nel breve i mercati potrebbero subito beneficiare di tassi a lungo termine più bassi. Il problema semmai si proporrà se e quando la curva dei tassi si invertirà di nuovo, ma siamo ancora lontani da quel momento».