

Imprevedibile inflazione

Il ritorno del rischio-inflazione quali implicazioni potrebbe avere sulle diverse asset class, e dunque come può essere contrastato a livello di portafoglio? Semplice, ma non troppo.



Nicola Carcano, Executive Director di Phosphor Am, e docente di Prodotti strutturati presso l'Usi di Lugano. A lato, la reazione delle diverse asset class a un ambiente inflativo.

Il rischio-inflazione

Impatto per singola asset class per periodo

Periodo	Indice dei prezzi Usa	Indice S&P500	Oro in USD	Indice Case Shiller
1947-1959	1.20%	6.08%	Cambio fisso	N.D.
1959-1972	1.36%	2.84%	Cambio fisso	N.D.
1972-1987	3.43%	3.76%	10.13%	N.D.
1987-2005	1.52%	4.64%	0.33%	2.69%
2005-2022	1.05%	4.68%	5.14%	1.55%

Fonte: Phosphor Am

Il rischio-inflazione è tornato a determinare le performance dei portafogli: con tale termine si intende non tanto il fatto che l'inflazione è più alta, quanto la difficoltà di prevederla, che segue di solito le fasi in cui essa sfugge di mano. Poiché ciò non accadeva da tempo, vale la pena di rinfrescare la memoria sul legame che, secondo i precedenti storici, sussiste fra le principali asset class e l'inflazione. Semplicemente per la maggior disponibilità di dati è utile guardare al mercato americano.

I bond ordinari sono il più classico bene nominale, ossia prevedono dei cash-flow di valore fisso. Pertanto, è intuitivo come siano gli investimenti più esposti al rischio-inflazione: tale esposizione è direttamente proporzionale alla loro duration. Per mitigare questo rischio si può far ricorso ad uno o più dei seguenti strumenti:

- bond di breve termine, che esibiscono una bassa sensibilità sia al tasso risk-free che allo spread di credito;
- bond a tasso variabile, che pagano uno spread di credito superiore, ma che possono esibire un'alta sensibilità a tale spread,

pur non essendo esposti al tasso risk-free - bond inflation-linked che hanno il vantaggio di garantire yield reale dal momento dell'acquisto alla scadenza, ma che fino a quest'ultima sono esposti al tasso di interesse reale (motivo per cui in Europa nel 2022 hanno perso il 9%, seppur rispetto al -16% dei bond ordinari).

Analizzando poi la sensibilità delle altre asset class ai principali fattori di rischio attuali, ecco alcune evidenze:

- rappresentando quote di imprese, le azioni hanno un carattere di beni reali; ciò fa sì che - se il sistema economico cresce in termini reali - il loro valore cresce oltre il tasso di inflazione. Questa relazione è però di lungo termine: durante la crisi inflazionistica degli anni Settanta ci sono voluti 15 anni per constatarla. Se l'analisi viene ristretta a periodi di 6-12 mesi, le azioni dipendono largamente dall'andamento delle aspettative economiche. Tenendo presente quest'ultima relazione, il legame col tasso di inflazione non è statisticamente significativo: ciò spiega perché nel 2022 le azioni abbiano perso il 18%;
- l'oro esibisce una dipendenza primaria

dall'andamento dei tassi reali e una secondaria da quello dell'inflazione: entrambe sono statisticamente significative già su periodi semestrali. Il legame con l'inflazione è più chiaro per l'oro che per le azioni perché per il primo è molto minore l'influenza delle aspettative economiche.

Questo ruolo dell'oro è però rilevante solo in regimi di alta inflazione (come il 1972-1987); in periodi di inflazione ordinaria domina l'effetto dei tassi reali (che furono mediamente 5 volte più alti fra 1987 e 2005 rispetto al periodo successivo);

- gli immobili esibiscono una dipendenza primaria dalle aspettative economiche e una secondaria dall'inflazione: entrambe sono statisticamente significative su base semestrale. L'apprezzamento degli immobili è stato più elevato dell'inflazione in entrambi i periodi per cui l'indice Case-Shiller era disponibile. Anche fra ottobre 2021 e ottobre 2022 il valore reale dell'indice è salito dell'1%: ha subito meno delle azioni l'influsso negativo delle aspettative economiche, reagendo maggiormente verso la rivalutazione.

Tutto ciò suggerisce che l'inserimento di beni reali al fine di ridurre l'esposizione di un portafoglio al rischio-inflazione deve accompagnarsi a una attenta diversificazione dei due rischi a cui questi beni sono esposti: i tassi reali e l'andamento delle aspettative economiche. Inoltre, è sconsigliabile puntare solo sulle azioni a questo fine, poiché la loro reattività all'inflazione è ritardata nel tempo.