

Le dinamiche inflazionistiche sono oggi in fase di cambiamento a livello globale

La grande assente degli ultimi anni potrebbe presto tornare a caratterizzare le economie mondiali, secondo Guglielmo Di Gioia di Zest

dalla redazione

Zest SA nasce nel 2012 come società di gestione specializzata in fondi Ucits con obiettivo di rendimento assoluto. Regolata dall'Autorità di vigilanza svizzera FINMA, Zest SA dispone di un team di 11 professionisti interamente dedicati alla attività di gestione. La società offre due principali tipi di strategie: Global macro ed Equity long/short, offerte ai propri clienti istituzionali attraverso la soluzione di sette fondi Ucits. Il fondo Zest Dynamic Opportunities, gestito da Guglielmo Di Gioia, si inserisce nella gamma Global macro. Il fondo ha circa 75 milioni di euro di patrimonio in gestione e tre anni di track record. Ytd il fondo ha realizzato circa il +3%.

Nonostante la ripresa del ciclo economico dai minimi della Great Financial Crisis e gli sforzi delle principali Banche Centrali mondiali, l'inflazione ha giocato il ruolo di grande assente nel panorama macroeconomico globale. E' veramente così? E quanto durerà ancora questa assenza? Mondo-Alternative ne ha parlato con **Guglielmo Di Gioia**, gestore cross asset del fondo Dynamic Opportunités presso Zest S.A..

A livello globale, l'inflazione è stata la grande assente degli ultimi anni. Ancora per quanto durerà questa assenza secondo lei?

Non per molto credo. A dire il vero, penso sia sbagliato pensare che l'inflazione sia stata del tutto assente negli ultimi anni. In diverse economie mature, *core inflation* è rimasta piuttosto stabile. Negli Stati Uniti, ad esempio, il core PCE index si è attestato intorno al 2% negli ultimi 20 anni (*below but close* nella storia più recente).

A suo avviso, le Banche Centrali hanno per certi versi fallito nel loro obiettivo di generare inflazione?

Mi trovo perfettamente d'accordo. Se escludiamo l'impatto reflazionistico generato dalla svalutazione valutaria (molto importante ma di natura temporanea), aver fornito condizioni finanziarie di estremo favore a un sistema imperfetto ha reso possibile l'accumulazione di capacità produttive in eccesso, che hanno perversamente creato un effetto opposto. Ad esempio, la capacità produttiva negli Usa nel settore *oil & mining*, come misurata dalla Fed, è letteralmente esplosa negli ultimi cinque anni, con evidenti effetti sul prezzo di alcune materie prime. Diverso il discorso su altri asset reali, come gli immobili o asset finanziari, dove abbiamo certamente assistito a una marcata lievitazione dei prezzi. Anche questa è inflazione. I banchieri preferiscono chiamarlo *wealth effect*, probabilmente pensando a chi l'asset lo possiede rispetto a chi vor-

rebbe possederlo.

Per quali motivi ritiene dunque che vedremo presto di nuovo l'inflazione?

Ciò che mi spinge a pensare che le dinamiche inflazionistiche siano in fase di cambiamento è da cercare in Cina, la "fabbrica del mondo". Qui, dal 2014 stiamo assistendo a una graduale svalutazione dello Yuan che è andata accelerando negli ultimi due anni. Per molti, questo è stato visto come un elemento di preoccupazione e potenziale causa di un'ulteriore spinta deflazionistica. A mio modo di vedere, la svalutazione dello Yuan ha permesso di sostenere il prezzo dell'*import* cinese (fattore di costo), rendendo possibile un *bottom* a quella che sembrava una inarrestabile dinamica dei prezzi alla produzione cinese. Il PPI cinese è passato dal -6% del 2015 a valori attuali prossimi allo zero (*vedi grafico 1*), e risulta evidente la relazione che questa variabile ha con il rapporto tra prezzi all'*import/export* e la stessa valuta cinese. Tutto ciò è coinciso con un *bottom* importante di molte materie prime a fine 2015, che sta iniziando a entrare lentamente nei prezzi.

Ci sono già dei segnali che confermano la sua view?

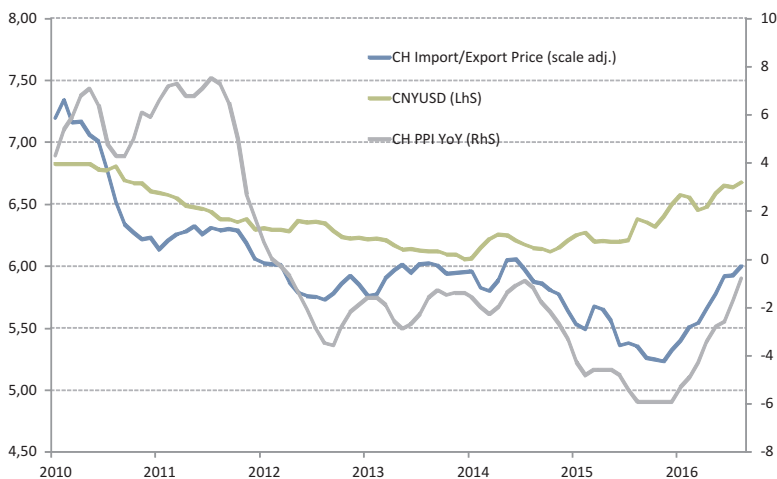
Come già detto, in diversi Paesi emergenti usati come centri di produzione, abbiamo già assistito a una base molto forte nelle dinamiche di prezzo. Per quanto riguarda le economie sviluppate, iniziano a vedersi dei segnali di ripresa in indicatori come il Citi Inflation Surprise Index, che misura l'inflazione realizzata rispetto alle stime degli analisti. Le aree di mercato che hanno più riprezzato queste dinamiche sono state ovviamente le commodity, per ragioni endogene, e il settore delle valute legate a materie prime sia in mercati emergenti (come CLP, BRL e RUB) come nei mercati sviluppati (come NOK, NZD e AUD).

Quali sono invece le aree dove l'inf-

Nota

L'articolo è stato redatto a metà ottobre 2016

CINA: DINAMICHE DI PREZZO E YUAN



Fonte: Zest

grafico 1

zione rimane ancora "mal prezzata"?

Un'area di sicuro interesse è quella dei *rates*, in modo particolare nei Paesi sviluppati. A mio modo di vedere le curve dei tassi non stanno scontando minimamente la possibilità di un ritorno a un'inflazione stabile e sembrano ancora ostaggio delle paure deflazionistiche che hanno caratterizzato gli ultimi anni. In alcune situazioni, ci troviamo di fronte a tassi che non prezzano neppure gli attuali valori di inflazione, e ciò tende a essere una rarità. Nel grafico 2, ad esempio, vediamo l'andamento del tasso a dieci anni swap americano, insieme al PCE *core inflation*. Le barre corrispondono alla differenza tra le

due variabili. Negli ultimi 25 anni (con tre recessioni nel mezzo) la differenza è sempre stata positiva e relativamente stabile. Negativa solo in due occasioni: nel 2012 e oggi. Mentre nel 2012 le motivazioni erano da ricercare nel violento *flight to quality* in risposta alla crisi del debito sovrano europeo, è difficile giustificare la presente situazione. I dati sembrerebbero supportare curve più *steep*.

Pensa che l'hunting for yield da altre giurisdizioni possa avere giocato un ruolo importante?

Sicuramente il flusso di acquisto da parte di investitori non americani (giapponesi ed europei in particolare) ha giocato un ruolo importante, soprattutto nella prima metà dell'anno. Tuttavia il livello delle *cross currency basis* (cioè il costo per un investitore *non dollar based* nel procurarsi *Usd*) nella seconda metà dell'anno è esploso al punto tale da azzerare il rentimento al netto del costo di copertura sui cambi. Mi aspetto quindi questo fattore giochi un ruolo minore nel futuro prossimo.

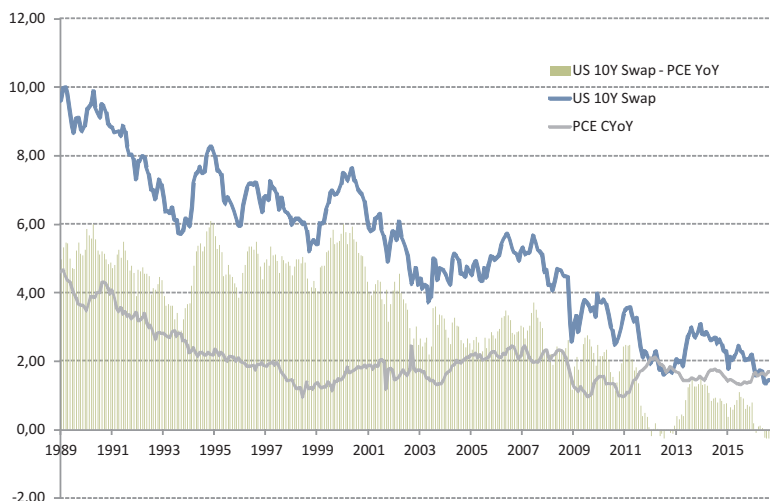
Lei ha parlato di tassi in aumento: c'è quindi il rischio di "uccidere" il ciclo economico?

Attenzione, qui parliamo di curve più *steep*, cioè tassi a lunga in aumento, a prescindere dalle mosse delle Banche Centrali. Curve più *steep* potrebbero sicuramente favorire le dinamiche di trasmissione del credito, aumentando i margini di interesse degli istituti bancari. Curve più inclinate rappresenterebbero una normalizzazione dell'*intertemporal value of money*, cioè del costo implicito tra finanziarsi oggi e finanziarsi in futuro. Curve piatte riducono il costo opportunità nel posticipare investimenti, un fenomeno in sé deflattivo.

Alla luce di queste dinamiche, com'è posizionato il vostro fondo Zest Dynamic Opportunities?

Il fondo Dynamic Opportunities ha partecipato nella prima metà dell'anno ai *trades* di riflazione soprattutto attraverso posizioni lunghe su valute legate alle materie prime. Nella seconda metà dell'anno, invece, sono state aumentate posizioni corte su tassi G10 e aperte posizioni corte su *Jpy* che dovrebbero beneficiare di un movimento di *steepening* della curva. La possibilità di muoversi su diverse asset class in un'ottica di *absolute return* ci rende possibile cogliere opportunità che i multi asset tradizionali e long only non possono cavalcare.

USA: 10Y SWAP RATES ED INFLAZIONE



Fonte: Zest

grafico 2