

di **Oliviero Lenci**  
e **Silvio Olivero\***

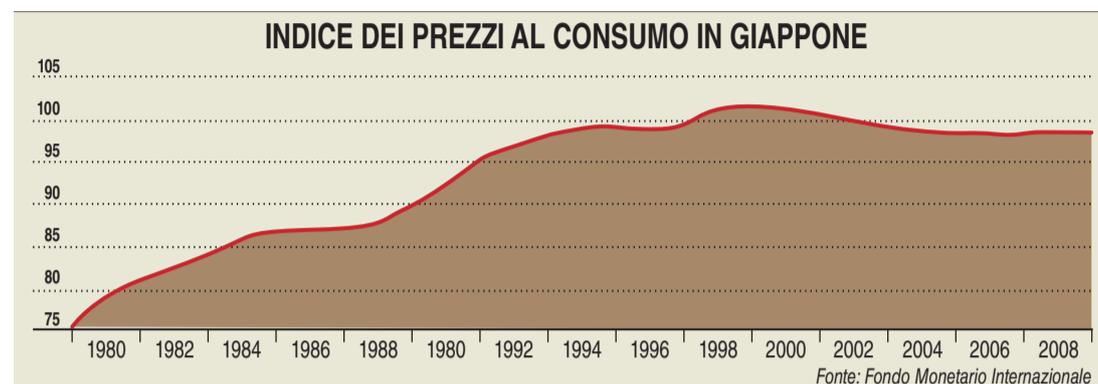
**D**eflazione. Il vero spauracchio per l'economia mondiale è per la verità un concetto molto facile da definire: si tratta di una diminuzione del livello generale dei prezzi, ossia l'opposto dell'inflazione. All'apparenza sembra tutto molto chiaro e immediato, ma ragionare di deflazione è un po' come guardare tutto attraverso uno specchio: improvvisamente ciò che sembrava banale diventa complicato. Al pari delle immagini riflesse, la deflazione è il capovolgimento del mondo. Almeno di quello con cui siamo abituati a confrontarci. La condizione normale dell'economia sconta infatti uno scenario di inflazione ed è quindi con prezzi in aumento che tutti noi siamo abituati a effettuare i nostri calcoli di asset allocation e di portafoglio. Già negli ultimi mesi, complice il crollo dei consumi e la frenata delle materie prime, i prezzi si sono congelati e la stessa Bce ha dovuto prenderne atto avviando finalmente la politica espansiva culminata la settimana scorsa con la discesa dei tassi al 2%. E i primi segnali che vengono dal 2009 non sono per nulla incoraggianti e dipingono una fase recessiva forse più pesante e lunga delle previsioni iniziali.

**Per capire i rischi** e le eventuali opportunità di investimento che un periodo di deflazione può determinare dal punto di vista degli investimenti in borsa occorre fare una premessa di scuola. Conoscere a priori il rendimento reale di un investimento è piuttosto confortante per il risparmiatore che potrà così dormire sonni tranquilli, sapendo che il proprio capitale, oltre a mantenere intatto il potere di acquisto iniziale, gli offrirà un ulteriore reddito. Diversamente, conoscere a priori il rendimento nominale del proprio investimento è meno rassicurante, poiché si vivrà nel timore che questo non basti a controbilanciare l'inflazione e che il proprio capitale venga dunque eroso. Con la deflazione questo principio di base si inverte: la deflazione rassicura i possessori di attività nominali, il cui potere di acquisto cresce grazie alla discesa dei prezzi, mentre detenere attività reali diviene estremamente rischioso, poiché queste tenderanno a perdere valore.

In tempi normali, uno dei principali vantaggi dell'investimento azionario ed il vero motivo per cui ogni investitore dovrebbe detenere, entro i limiti imposti dal proprio profilo di rischio e dal proprio orizzonte temporale, una quota di azioni nel proprio portafoglio è che queste, a differenza delle obbligazioni, offrono propri rendimenti reali. Questa tesi basilare rischia di perdere

**LO SPAURACCHIO** Recessione e gelata dei prezzi sono una mazzata per le borse perché rendono meno certo il rendimento reale dell'investimento. L'esperienza giapponese suggerisce di puntare sulle blue chip value e sul settore healthcare

## Chi sta a galla in deflazione



### LA RADIOGRAFIA DEL LISTINO DI TOKYO DAL 1995 AL 2008

Performance dei principali indici Msci del mercato azionario giapponese della deflazione

Indice generale	1,5%	Inf. technology	60%
Cons. non ciclici	55,4%	Materie prime	19,7%
Consumi ciclici	7,5%	Pubblica utilità	11,2%
Energia	-7,9%	Growth	-26,9%
Finanziario	-48,2%	Value	36%
Salute	153,6%	Small Cap	-30%
Industriale	9,5%		

Fonte: elaborazione Cellino e Associati Sim su dati FactSet

di valore. Ecco perché i timori di deflazione stiano incidendo così pesantemente sul mercato azionario.

**Un significativo episodio** deflazionistico, spesso evocato in questi giorni, è quello che ha interessato il Giappone come conseguenza dell'esplosione della bolla immobiliare che si era andata formando in quel paese nel corso degli anni '80. L'indice dei prezzi al consumo in Giappone (vedere grafico in pagina) è rimasto sostanzialmente invariato tra il 1995 e il 2007 in un'alternanza di anni in cui si osservava una flebile inflazione con altri in cui i prezzi calavano. Il culmine del fenomeno è stato osservato nel quinquennio 1999-2003, durante il quale si registrarono

ben cinque riduzioni consecutive dell'indice.

Vale dunque la pena osservare un po' più da vicino il mercato azionario giapponese in quegli anni di crisi, per verificarne il comportamento nel suo insieme e per svelare anche, a un livello di analisi più dettagliato, l'impatto della deflazione sui titoli azionari. Innanzitutto è facile verificare, a conferma di quanto detto in precedenza, come la deflazione abbia danneggiato i rendimenti degli asset in equità nel loro complesso: tra il 1995 e il 2007 l'indice Msci Japan in valuta locale registra una modestissima crescita dell'1,5% mentre, nel medesimo periodo, l'omologo indice americano è cresciuto del 223%, quello francese del 219% il tedesco del 205%

e l'italiano del 155%; risultati non dissimili si ottengono convertendo le stesse performance in dollari.

La tabella consente di effettuare alcune analisi sull'impatto della deflazione a un livello di maggiore disaggregazione. Per quanto riguarda i settori merceologici osserviamo che quelli tradizionalmente difensivi (ci riferiamo soprattutto ai consumi non ciclici e alla cura della salute) hanno assolto anche in questo caso alla loro funzione rendendo più del mercato, mentre spicca in negativo il cattivo andamento del settore finanziario, dovuto al fatto che, e qui l'analogia con il momento attuale è evidente, anche in quel caso all'origine della crisi vi fu un brusco calo dei valori immobiliari che gravò sul

settore bancario.

Un altro aspetto interessante è il netto differenziale di performance che si osserva in Giappone fra i titoli value e quelli growth, differenziale che non trova riscontro a livello mondiale dove, nello stesso periodo, l'indice value è cresciuto del 166% e quello growth del 139%. La deflazione avrebbe quindi un effetto più dannoso sui titoli le cui quotazioni poggiano su elevate attese di crescita, constatazione ragionevole se si pensa che il fenomeno tende a rallentare la crescita economica. L'indice dei titoli a piccola capitalizzazione ha manifestato un andamento decisamente peggiore dell'indice generale: anche in questo caso il dato è dissonante con quello globale dove, nello stesso periodo, le small-cap sono cresciute del 182%, facendo meglio dell'indice globale, avanzato del 157%. Una spiegazione potrebbe essere dovuta al fatto che le imprese di grandi dimensioni dispongono generalmente di una maggiore capacità di imporre i prezzi ai consumatori, il che le salva almeno in parte dalla discesa dei prezzi stessi. Anche se si sta irrobustendo la schiera di coloro che la prevedono, attualmente l'ipotesi di una deflazione globale incombente non è condivisa da tutti gli economisti. Che tutte le principali aree del pianeta possano simultaneamente sperimentare una prolungata fase di riduzione dei prezzi appare del resto piuttosto difficile da immaginare, in un mondo il cui sistema produttivo si fonda sul petrolio: una risorsa scarsa il cui più o meno imminente esaurimento attirava, fino a pochi mesi fa, la stessa attenzione che oggi i media riservano alla temuta deflazione.

**Non solo**, il processo di industrializzazione che si è avviato negli ultimi anni in molti Paesi emergenti sembra oramai irreversibile e l'affacciarsi sulla scena di centinaia di milioni di nuovi consumatori rende improbabile la deflazione. Un fenomeno così complesso, inoltre, difficilmente può presentarsi in contemporanea in sistemi economici tanto diversi gli uni dagli altri, caratterizzati da differenti gradi di rigidità del mercato del lavoro, da diverse valute e da differenti psicologie dei consumatori: non dimentichiamo infatti che un elemento importante per la genesi di una spirale deflazionistica risiede proprio nella formazione di aspettative in tal senso.

\*presidente e capo ufficio studi di Cellino sim