

ANNI SETTANTA

Analogie e differenze



N. Spencer. Near Avenue A. 1933

Torniamo sugli anni Settanta perché, nello spaesamento di un mondo che cambia in fretta e in cui diventa ogni giorno più difficile orientarsi, costituiscono l'unico precedente storico in cui possiamo trovare qualche riferimento.

È vero, c'è chi preferisce l'analogia con periodi ancora più antichi, come l'immediato secondo dopoguerra o gli anni della guerra di Corea. Una breve sintesi di questa posizione si può ritrovare sul blog della Casa Bianca in un intervento del Council of Economic Advisers (i consiglieri del presidente) del 21 agosto scorso. È un pezzo dall'intento chiaramente difensivo in cui viene espressa l'idea, che qua e là continua a circolare, dell'inflazione transitoria.

Quello che accomunerebbe i periodi citati con l'attuale, dicono gli autori, è la concomitanza di strozzature temporanee dal lato dell'offerta e di una certa quantità di domanda arretrata che non aveva potuto essere soddisfatta negli anni precedenti. Una volta normalizzate le filiere produttive e una volta soddisfatto l'eccesso di domanda arretrata, l'inflazione tornò velocemente al punto di partenza, ovvero vicina a zero.

In realtà, a ben vedere, l'inflazione del 1946-47, che arrivò a toccare il 20 per cento, più che alle strozzature dell'offerta e all'esuberanza della domanda fu creata a tavolino dalla Federal Reserve. L'obiettivo della Fed era quello di ridurre drasticamente il peso del debito pubblico accumulato durante la guerra. Stampando moneta aggressivamente, ma in modo calcolato, la Fed riuscì ad alzare il livello dei prezzi di un terzo mentre il Tesoro continuava a pagare il 2 per cento sul nuovo debito che emetteva. L'operazione fu compresa dai soggetti economici, che negli allora scarsi sondaggi sulle aspettative d'inflazione furono concordi nel considerare la crescita dei prezzi una fiammata *una tantum*.

Nel 2020-21, tuttavia, l'aumento di un quarto della base monetaria (cui sta ora seguendo un aumento dell'offerta di moneta creata dalle banche ordinarie) è stato pensato non per ridurre il debito e chiudere il ciclo economico bellico, ma per finanziare l'esplosione del disavanzo pubblico di un nuovo ciclo di spesa che sembra destinato a continuare. L'inflazione così

creata ha reso possibile stabilizzare il rapporto tra debito e Pil, ma non l'ha ridotto ai minimi termini come invece accadde nel dopoguerra.

In quel periodo, inoltre, ci fu una liberalizzazione dei prezzi che durante il conflitto erano stati bloccati. Questa volta, come negli anni Settanta, c'è esattamente il contrario, ovvero il tentativo di frenare alcuni prezzi, in particolare quelli dell'energia, sia vendendo il petrolio accumulato in mezzo secolo nelle riserve strategiche sia mettendo a carico della fiscalità generale una parte degli aumenti.



N. Spencer. *Waterfront Mill.*
Moma

Il mercato coglie perfettamente la natura artificiosa di questi tentativi di contenimento e mantiene sui massimi i prezzi dell'energia. In novembre (in non casuale concomitanza con le elezioni di mid-term) le vendite di petrolio dalle riserve strategiche cesseranno e già da adesso l'amministrazione Biden deve pensare a come ricostituire le scorte a partire da allora.

Se negli anni Settanta i prezzi rimasero effettivamente fermi nei periodi di vigenza del blocco, salvo poi esplodere quando il blocco veniva revocato, oggi i mercati giocano d'anticipo e smussano i movimenti dei prezzi.

Un altro importante fattore di analogia con gli anni Settanta è la possibilità di una rincorsa tra prezzi e salari. Questa sta già avvenendo in America anche in assenza di scioperi o richieste da parte sindacale. I sindacati, allora potenti in tutto l'Occidente, sono oggi molto deboli, ma il mercato del lavoro americano è così tirato (come allora) che sono le imprese a concedere unilateralmente aumenti per non rischiare di perdere personale.

In Europa la situazione è però diversa. Il pieno impiego c'è solo in Germania e la rincorsa salariale c'è stata, parzialmente, solo lì. Nel resto del continente la forza lavoro è troppo debole per ottenere un recupero del potere d'acquisto e ne subisce l'erosione perché, diversamente dagli anni Settanta, è più anziana, più impaurita e strutturalmente più debole per l'assenza di pieno impiego.

Un'altra differenza rispetto agli anni Settanta è riscontrabile nel diverso rapporto di forza tra mercati e Tesoro. Allora, dopo due anni in cui prevalse l'idea dell'inflazione transitoria e vennero accettati rendimenti reali negativi, il mercato, vedendo il persistere dell'inflazione, iniziò a pretendere rendimenti



N. Spencer. *Gas House District*

reali ampiamente positivi per tutto il resto del decennio e oltre. Oggi la repressione finanziaria è molto più forte e gli emittenti sovrani si sentono liberi di continuare a pagare rendimenti ampiamente negativi perché si è posta fine al divorzio tra banca centrale e Tesoro e la prima può comprare quantità infinite di debito a prezzo calmierato.

Questo sostegno ha portato finora a una tenuta dei prezzi nominali di azioni e bond molto migliore rispetto agli anni Settanta, ma la normalizzazione monetaria che sta partendo rischia ora di mettere tutto in discussione.

Oggi la Fed mostra il suo volto di falco. Per adesso non le costa molto farlo, perché negli Stati Uniti si sente ancora la spinta degli enormi stimoli dei due anni passati. Tutto diventerà però più difficile con il passare del tempo, perché i tassi cresceranno e l'economia rallenterà.

Già alla fine di quest'anno la Fed si troverà di fronte al dilemma tra l'accettare una recessione globale nel 2023 o interrompere i rialzi e il Quantitative tightening abbandonando la lotta all'inflazione.

Se l'inflazione avrà mostrato segni di volere continuare a scendere per conto suo la Fed potrà dichiarare conclusa in anticipo la normalizzazione ed evitare per un soffio la recessione. I mercati tireranno un sospiro di sollievo e torneranno a salire. Se però l'inflazione, pur scesa verso il 4 per cento, mostrerà segni di resilienza e la Fed deciderà lo stesso di fermarsi, probabilmente eviteremo lo stesso la recessione, ma l'inflazione diventerà strutturale. Quando un giorno si deciderà di estirparla, il prezzo da pagare in termini di crescita sarà più alto.



N. Spencer. Silver Tanks.1952

Molto dipenderà dalla guerra e da altri fattori fuori dal controllo delle banche centrali. Forse portare i tassi poco sopra il livello neutrale e una moderata flessione delle borse saranno sufficienti a ricondurre la situazione alla normalità. Sarà però in ogni caso, per i mercati, un anno complicato e volatile.

Oro e materie prime, in un contesto di tassi in crescita in rallentamento, potrebbero temporaneamente perdere una parte della loro capacità di compensare le flessioni degli asset finanziari pur mantenendo una grande forza strutturale. In questo contesto mantenere una certa scorta di liquidità, pur penalizzata dall'inflazione, può tornare ad avere senso a condizione che non si tratti di una scelta stabile ma di una riserva da cui attingere per cogliere opportunità su azioni, oro, materie prime e bond di alta qualità.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

Tutte le opinioni espresse sono basate sulle valutazioni e sulla strategia di Kairos Partners SGR S.p.A. ("Kairos") alla data di redazione e sono suscettibili di variazione senza preavviso o successiva comunicazione.

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web www.kairospartners.com. La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.