

## COAZIONE A RIPETERE

### Eviteremo il flip-flop degli anni Settanta?



De Kooning. *Whose Name Was Writ in Water*.  
1975

Coazione a ripetere, concetto esposto da Freud in *Al di là del principio del piacere* del 1920. Il Dizionario Treccani lo riassume così. Tendenza incoercibile, del tutto inconscia, a porsi in situazioni penose o dolorose, senza rendersi conto di averle attivamente determinate, né del fatto che si tratta della ripetizione di vecchie esperienze.

Con l'inflazione sopra l'8 per cento e la crescita a zero, Europa e Stati Uniti rivivono la stagflazione degli anni Settanta ma continuano a proclamare che questa volta sarà diverso, perché proprio da quella esperienza abbiamo imparato tante cose.

Bene, la prima cosa che si sarebbe dovuta imparare sarebbe stata di non arrivare a questo punto. Se l'abbiamo fatto è perché nel 2020-21 abbiamo proclamato superate tutte le regole che ci eravamo imposti per quarant'anni proprio per evitare di rivivere l'incubo degli anni Settanta.

Se davvero vogliamo evitare di ripercorrerlo tutto, quell'incubo, dobbiamo da una parte studiarne bene il template e, dall'altra, liberarci dell'idea che oggi siamo sofisticati e la sappiamo lunga mentre gli uomini di allora erano dei primitivi inesperti che, non avendo dietro una solida teoria, si muovevano in modo confuso e sgraziato.

La prima cosa da capire è che gli anni Settanta non furono il prodursi di un cataclisma occasionale, ma il susseguirsi di ondate di shock inflazionistici successivi che furono affrontati, dopo i primi anni, con una certa fermezza. Non ci furono, insomma, solo i pannicelli caldi dei blocchi dei prezzi e dei salari, ma anche, nella maggioranza dei casi, robusti rialzi dei tassi, anche a colpi di 100 punti base alla volta.

Il problema è che proprio la fermezza della risposta monetaria in presenza di shock generò regolarmente delle recessioni. Al comparire delle recessioni, invariabilmente, la Fed tagliava i tassi. Per qualche tempo l'economia e le

borse respiravano, anche piuttosto bene, ma poi l'inflazione ripartiva forte come prima, se non di più, e la Fed tornava a stringere. È quello che Mohamed El-Erian ha definito il flip flop di una Fed che si ritrovava perennemente dietro la curva.

Le ondate furono ben sei (1968-69, 1971, 1973-74, 1977, 1979, 1980). Le prime due furono dovute a fattori endogeni, le altre a shock esogeni. La prima, quella del 1968-69, fu l'effetto del senso di onnipotenza dell'amministrazione Kennedy e, ancora di più, dell'amministrazione Johnson. Si pensava di potere spendere impunemente e contemporaneamente per il welfare, per la corsa alla luna e per la guerra in Vietnam. L'inflazione accelerò e il dollaro fu svalutato, ma i mercati, fino al 1972, pensarono che l'inflazione fosse transitoria e accettarono rendimenti reali fortemente negativi sui bond governativi.

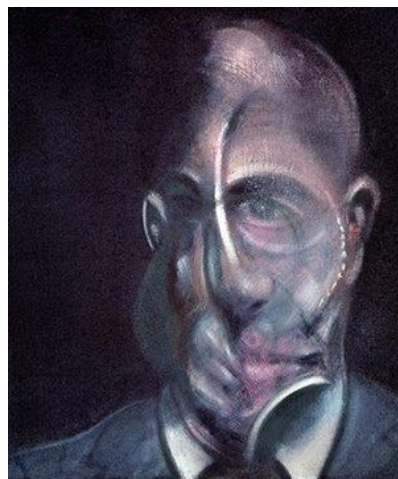


Roy Lichtenstein. *Girl with Tear.* 1977

Seguirono poi le due crisi petrolifere, l'inflazione salariale e le indicizzazioni. I mercati, a un certo punto, smisero di accettare rendimenti reali negativi e li richiesero decisamente positivi.

Sono cose note, ma l'elemento che merita più attenzione è che anche il mitico Paul Volcker, nel 1980, abbassò i tassi di 300 punti base prima di provocare una seconda recessione tornando ad alzarli. (Si veda su questi punti l'ottimo riassunto di quegli anni pubblicato nei giorni scorsi da Niall Ferguson su Bloomberg).

La storiografia, santificando Volcker per la sconfitta dell'inflazione, dimentica che nei due anni prima della sua nomina a governatore, i tassi furono alzati di 775 punti base. Ma soprattutto dimentica che il fattore strutturale che negli anni Ottanta e Novanta permise di sconfiggere davvero l'inflazione fu l'adozione generalizzata delle politiche dell'offerta, prima tra tutte la globalizzazione.



Francis Bacon. *Portrait of Michel Leiris.* 1976

Oggi la Fed rievoca Volcker per fare di Powell la sua reincarnazione. Il mercato, tuttavia, scommette su una Fed che, di fronte alla recessione, abbandonerà presto la linea della fermezza. Guardando alla curva dell'eurodollaro a tre mesi, infatti, si vede il picco dei tassi tra dicembre e marzo e poi una graduale discesa fino al 2025.

Ogni ripensamento da parte della Fed sarà festeggiato da recuperi anche importanti in borsa. Finché però tutto verrà giocato all'interno della sfera della domanda (stimoli fortissimi nel 2020-21, freno nel 2022, di

nuovo stimoli moderati nel 2023) ci si continuerà a muovere nel template degli anni Settanta. Che cosa infatti impedirà all'inflazione di rialzare la testa una volta che la Fed, spaventata dalla recessione, avrà ricominciato a tagliare i tassi? Che cosa impedirà al conflitto strategico tra Occidente da una parte e Russia e Cina dall'altra di riproporre nuovi shock nelle filiere produttive e nelle materie prime?

Finché non si comprenderà di nuovo che alzare i tassi senza affiancare politiche dell'offerta alle politiche della domanda rischia di provocare solo una coazione a ripercorrere il ciclo di inflazione-rialzi dei tassi-recessione-tagli-inflazione, non potremo avere di nuovo un lungo ciclo di rialzo strutturale degli asset finanziari. Il buy and hold non sarà lo stile d'investimento ottimale in un mondo stop and go. I bull market, in altre parole, andranno venduti.

Un segnale positivo di attenzione alle politiche dell'offerta verrà probabilmente dal nuovo Congresso che si insedierà in gennaio. Se la produzione di energia, in tutte le sue forme, verrà di nuovo stimolata negli Stati Uniti si sarà fatto un passo importante nel contenimento dell'inflazione per via non recessiva.



Robert Rauschenberg. Signs. 1970

Se la guerra non avrà un'ulteriore escalation, dopo un'estate faticosa i mercati potranno vedere una fine d'anno di cauto recupero anche in presenza di una moderata recessione. A patto che l'inflazione inizi a scendere sul serio, naturalmente.

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](http://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.