

GIANNA DIFENDEVA IL SUO SALARIO DALL'INFLAZIONE

Le similitudini con gli anni Settanta intensificano le paure di uno scenario segnato come allora da alta inflazione e bassa crescita. Ma quel decennio non tornerà, gli anni Venti del nuovo secolo forse non saranno "ruggenti" come quelli di un secolo fa ma saranno gravidi di novità

I più autorevoli commentatori del nostro settore tendono a elaborare di continuo similitudini, corrispondenze o espressioni linguistiche che, come gli scatti di un fotografo, "fermano" nella memoria le caratteristiche di una particolare fase del mercato.

E' un esercizio che richiede originalità e immaginazione, nel tempo i neologismi più efficaci entrano nell'uso corrente e diventano iconici.

L'espressione "mercati emergenti" risale agli anni Ottanta, venne conosciuta per pure esigenze di marketing: l'investimento in "mercati emergenti" suonava molto più promettente che mettere denaro in paesi "in via di sviluppo" o, peggio, del "Terzo Mondo".

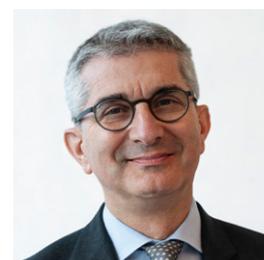
Anche "quantitative easing", "alleggerimento quantitativo", è una formulazione incomprensibile se presa alla lettera e priva di spiegazioni e Daniel Kahneman ha rivelato che la definizione di "Teoria del Prospetto", che ha rivoluzionato l'approccio ai mercati finanziari, è stata scelta da lui e Amos Tversky solo perché orecchiabile e facile da ricordare.

Non sempre però le torsioni dell'immaginazione e la ricerca di analogie riescono con la stessa efficacia. Poche settimane fa alcuni commentatori hanno evocato l'ombra del "Minsky moment" in relazione alla crisi di Evergrande.

L'espressione "Minsky moment" fu conosciuta da Paul McCulley di Pimco nel 1998 in occasione della crisi del debito russo e divenne di uso corrente dopo la crisi Lehman. McCulley ebbe la felice intuizione di recuperare l'idea di Hyman Minsky per cui le crisi finanziarie cominciano quando una espansione creditizia è alimentata da attese crescenti di profitti che, alla fine, non si realizzano. I prestatori vanno incontro alle insolvenze e crollano le case di carta nel frattempo costruite. Minsky morì nel 1996 poco conosciuto fuori dal mondo accademico: quando era in vita l'Economist lo menzionò solo una volta poi, grazie a Paul McCulley, il settimanale lo citò ampiamente in oltre trenta articoli dal 2007 al 2016.

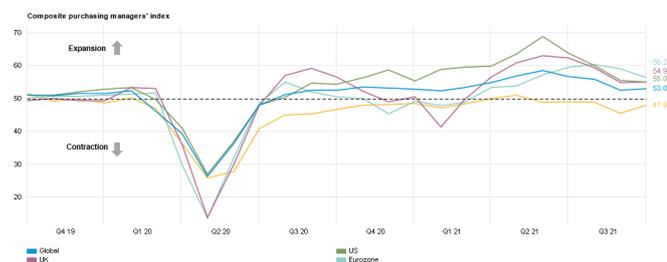
Ma il parallelismo con il "Minsky moment", per quanto accattivante, non funziona con la crisi del gruppo cinese dove le dinamiche che governano i destini delle aziende, e delle crisi, non sono quelle di mercato.

Un altro parallelismo evocato in queste settimane è con gli anni Settanta, decennio segnato da alta inflazione e bassa crescita. Il violento aumento dei prezzi dell'energia ha riportato alla memoria gli shock petroliferi del 1973 e del 1979, esacerbando le paure dell'inflazione e del rallentamento economico.



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

In effetti l'inflazione si fa minacciosa e, parimenti, le strozzature nelle catene di fornitura e la variante Delta incombono sul momentum della ripresa.



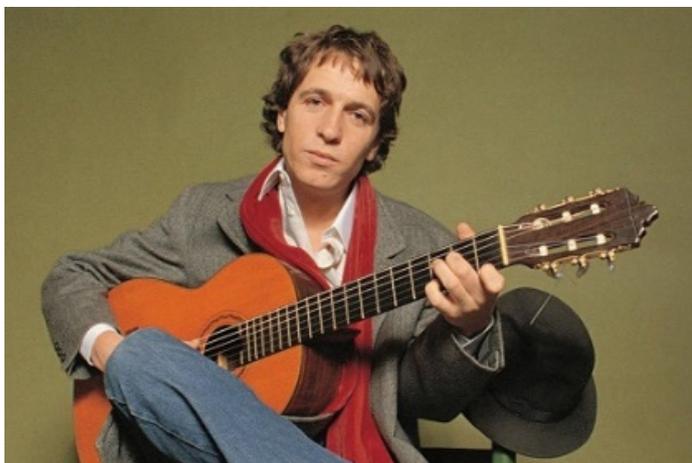
Si indebolisce il momentum della crescita. Fonte: GAM Investments, IHS Markit, JP Morgan, Bloomberg.

Nouriel Roubini mette in guardia: la combinazione di politiche monetarie e fiscali estremamente accomodanti e i contestuali shock nelle forniture potrebbe dare origine a una situazione analoga a quella degli anni Settanta. L'economista evoca quello scenario di stagflazione (alta inflazione e recessione) con l'aggravante che "il rischio oggi è ancora più grande di allora".

Gli anni Settanta, drammatici per il nostro paese, sono stati un irripetibile crocevia di correnti della storia. Terminavano i "Trenta Gloriosi", i tre decenni di sviluppo che diffusero il benessere ad ampie fasce della popolazione nel secondo dopoguerra. Furono anche anni del disordine monetario seguito all'abbandono del regime di cambi fissi e gli anni dei pellegrinaggi dei presidenti del consiglio a Washington e Bonn a impetrare (ma all'epoca il termine ufficiale era "negoziare") prestiti contro la garanzia di oro.

Fu il decennio delle continue svalutazioni della lira, la prima si verificò nel gennaio del 1976 e fu drammatica per una "economia di trasformazione" come quella italiana, costretta ad importare pressoché tutto ed esportare a prezzi competitivi.

Erano gli anni in cui la Gianna di Rino Gaetano "difendeva il suo salario dall'inflazione".



Rino Gaetano (1950-1981), artista "fuori ordinanza" secondo la definizione di Renzo Arbore, raccontava con i testi beffardi delle sue canzoni-filastrocche le crisi e le contraddizioni degli anni Settanta

La perequazione tra salari e inflazione era stata sancita da accordi siglati nel dicembre 1945 per le province del Nord e nel maggio 1946 per le province del Centro Sud. A capo della CGIL c'era Giuseppe Di Vittorio, a capo di Confindustria Angelo Costa.

Trent'anni dopo, la fine dei cambi fissi e il primo shock petrolifero mandarono l'inflazione alle stelle falciando il potere d'acquisto dei salari, soprattutto i più bassi che avevano coefficienti di adeguamento inferiori. Nel 1975 la Confindustria guidata da Giovanni Agnelli e i sindacati con la CGIL di Luciano Lama siglarono l'accordo del "punto unico di contingenza", ad ogni punto di aumento del costo della vita sarebbe seguito in modo automatico un corrispondente aumento dei salari di tutti i lavoratori.



Milano 1973, il primo shock petrolifero impone il razionamento dei consumi. Gli italiani conoscono le domeniche senza auto o con la circolazione a targhe alternate, pari e dispari. Fonte: La Repubblica, De Bellis/Fotogramma.

Gli anni Settanta furono anche anni di radicale trasformazione sociale. I movimenti del Sessantotto si invernarono in un sorprendentemente rapido cambiamento dei costumi, nel 1970 venne approvata la legge sul divorzio, nel 1974 venne confermata dal referendum, nel 1978 passò la legge sull'aborto, a sua volta confermata dal referendum popolare tre anni dopo.

Lo scenario dei nostri Anni Venti è profondamente diverso a causa delle due maggiori "disruption": le economie emergenti con il loro enorme accumulo di risparmio e la rivoluzione digitale. Paragoni con gli anni Settanta sono impropri, gli anni Venti del nuovo secolo costituiranno un decennio di svolta, magari non saranno "ruggenti" come quelli di un secolo fa ma saranno gravidi di cambiamenti.

Cominciamo con l'inflazione.

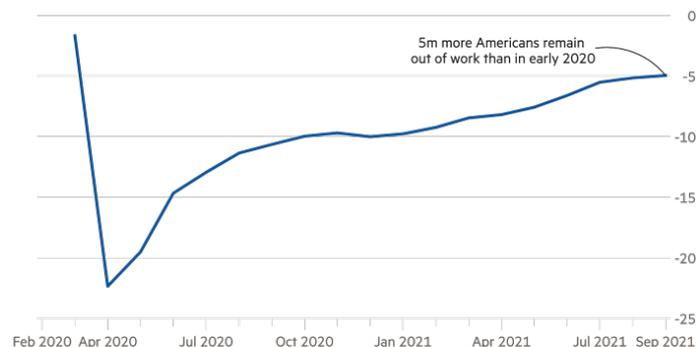
Nella sua prima pubblica apparizione, il nuovo capo economista della Bank of England ha messo in guardia dall'inflazione che potrebbe rivelarsi "più persistente di quanto pensato in origine".

Huw Pill non è il solo a temere un radicamento dell'aumento dei prezzi, ma la Gran Bretagna costituisce un caso a sé, le complicazioni dell'emergenza sanitarie si sommano agli effetti del referendum del 2016. Gli ostacoli alla mobilità dei lavoratori europei affievoliscono l'offerta di lavoro, la probabilità di tensioni sui salari sono più probabili che altrove e queste sì che incidono strutturalmente sull'inflazione. Il barometro dei tassi swap sull'inflazione inglese a dieci anni è su valori che hanno superato la soglia del 4%, storicamente tra i più elevati.

Negli Stati Uniti, il tasso swap sull'inflazione a dieci anni è a 2,7%, per il secondo mese consecutivo sono diminuiti i nuovi occupati, meno di duecentomila in settembre, meno del pur debole valore di agosto, molto al di sotto delle attese e della media mensile di 561.000 da inizio anno. Il ritorno alla normalità e alla piena occupazione si rivela più lento di quanto previsto.

US jobs recovery stalls in September

Shortfall in non-farm payrolls since early 2020, m

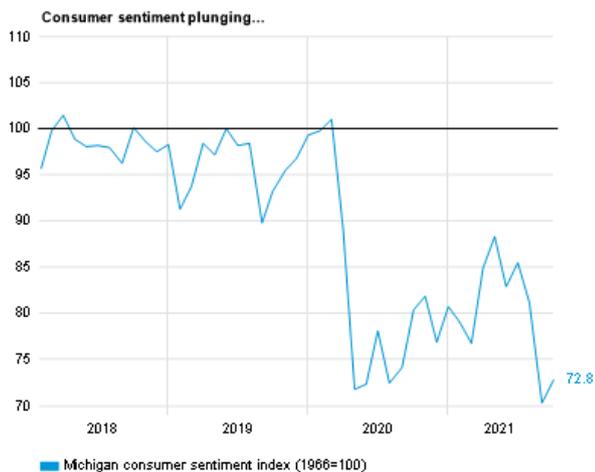


Source: US Bureau of Labor Statistics © FT

I nuovi posti di lavoro frenano in settembre. Fonte: FT, US Bureau of Labor Statistics.

Veniamo alla qualità della ripresa.

La settimana scorsa annotavamo come la ripresa globale stia perdendo momentum. Negli Stati Uniti rallentano i consumi, che contano per il 70% dell'economia, la fiducia nell'immediato futuro si incrina a causa dei rallentamenti nelle forniture e della lentezza nell'uscire dalle incertezze della variante Delta.



Il Michigan Consumer Sentiment Index mostra il calo dei consumi negli USA. Fonte: GAM Investments, Bloomberg, University of Michigan.

In questa cornice, punteggiata dalle incertezze sui prezzi dell'energia, le banche centrali segnalano l'inversione delle politiche. "Qui si parrà la tua nobilitate", potremmo dire ai banchieri centrali che dovranno dare prova di accorta flessibilità, di adattamento a condizioni di mercato in costante cambiamento.

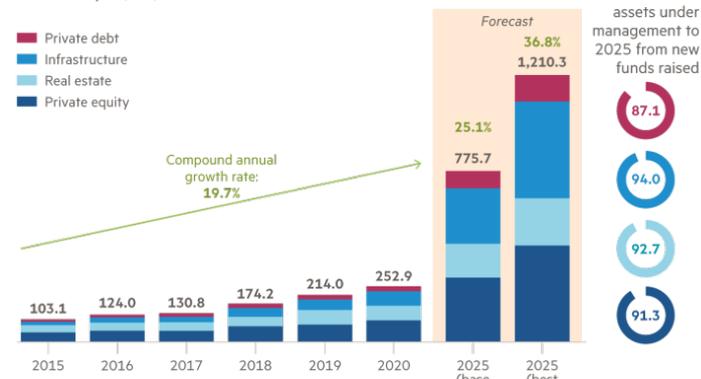
Guardando al lungo periodo, non spariranno i fattori strutturali che schiacciano verso il basso il tasso di rendimento del capitale ai quali in soprammercato si aggiungeranno i costi che il cambiamento climatico imporrà sulla crescita.

"L'inazione non è un'opzione" scrivono gli economisti dello Swiss Re Institute in un Rapporto dell'aprile scorso, "se il riscaldamento globale conserverà l'attuale traiettoria, se non verranno rispettati gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, da qui al 2050 il valore dell'economia globale diminuirà del 10%". Le economie emergenti sono le più vulnerabili alle conseguenze del riscaldamento globale e, di conseguenza, le maggiori beneficiarie del successo nel mantenere sotto controllo la temperatura del pianeta.

Le conclusioni del rapporto sono univoche, non agire nel contrasto al cambiamento climatico non è un'opzione.

ESG is reshaping European private markets

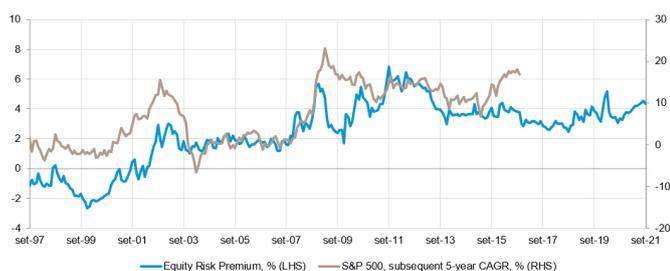
Asset class split (€bn)



Sources: PwC Market Research Centre; Prequin © FT

Il contrasto al riscaldamento globale favorirà gli investimenti ESG e "riavvierà" i "private markets" in Europa. Fonte: FT, PwC Market Research Centre.

Nello scenario di lungo termine i tassi e i rendimenti obbligazionari non sembrano avere grandi spunti di crescita e, al momento, le azioni restano un'opzione ragionevole. Se l'inflazione è corrosiva per il reddito fisso e le azioni, l'evidenza storica mostra che almeno nelle fasi iniziali di inflazione le azioni si comportano meglio. Il premio al rischio è un ulteriore fattore che giustifica il loro sovrappeso relativo e, nella prospettiva di una crescita nel lungo termine contenuta, il tasso risk free continuerà ad essere di supporto.



Il Premio al Rischio supporta il sovrappeso azionario. Fonte: GAM Investments.

Nell'ultimo periodo è tornata l'attenzione ai titoli della tecnologia in una riedizione in sedicesimo di quanto si è verificato nel corso del 2020, il settore tecnologico sembra il nuovo "safe haven", il porto sicuro che rimpiazza le tradizionali obbligazioni governative.

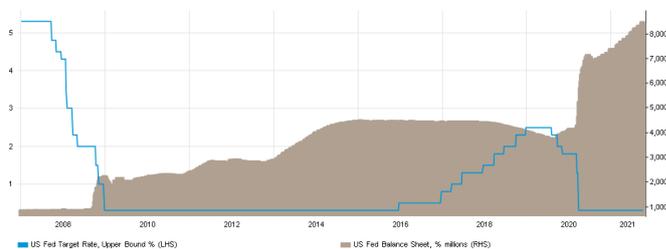
Come detto anche nelle settimane scorse, nei portafogli multi-asset flessibili gestiti dal Team Multi-Asset di Milano, temperiamo i rischi della direzionalità, nelle azioni e nelle obbligazioni, con strategie per quanto possibili neutrali, ad esempio long/short azionari e, per la parte obbligazionaria, long/short sul credito.

La ripresa sarà accidentata ma resta la cifra distintiva delle economie avanzate. Gli investitori tornano a guardare con favore anche alle azioni europee: la stagione degli utili societari è stata positiva, ci si aspetta siano in ulteriore espansione con valutazioni ancora competitive rispetto agli Stati Uniti.

Investimenti tematici di lungo termine restano la tecnologia e il lusso, per la sua peculiarità di hedging contro l'inflazione.

Ci aspetta un autunno interessante e "caldo", ma non nel senso che questa espressione aveva negli anni Settanta. Uno dei rischi maggiori che potrà alterare lo scenario è un errore di policy delle banche centrali, che falliscano cioè la prova della flessibilità cedendo alla tentazione di andare avanti con la normalizzazione a dispetto delle nuove condizioni di scenario.

"Chi vivrà vedrà" cantava il grande Rino Gaetano.



Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.