

BANCHE CENTRALI AL CENTRO

Il successo nella sconfitta della Grande Inflazione negli anni Settanta ha dato credibilità alle banche centrali ma oggi le cose sono radicalmente cambiate e si opacizza la credibilità delle banche centrali

Il 15 agosto 1971 il presidente Richard Nixon faceva interrompere la trasmissione del telefilm Bonanza per annunciare agli americani che il dollaro non sarebbe stato più convertibile in oro, gli Stati Uniti si ritiravano dagli accordi presi a Bretton Woods ventisette anni prima.

Fu il segnale del "liberi tutti" del sistema monetario globale.

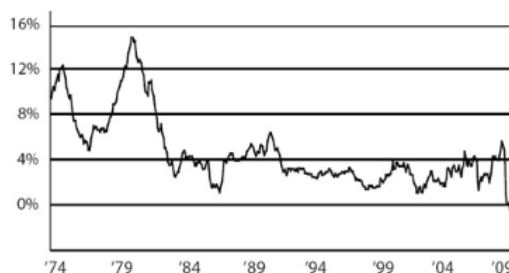
Il Governatore della Banca d'Italia Guido Carli non era in sede. "A Roma c'era Paolo Baffi" ricorda Carli, "mi avvisò subito a Nizza, dove mi trovavo per qualche giorno di vacanza. Rientrai immediatamente. Il 16, d'accordo con le Banche Centrali di tutto il mondo, chiudemmo il mercato dei cambi. Da tempo il mercato dei cambi dava segni di grave turbamento, il dollaro non era più il sovrano incontrastato del sistema monetario e parecchie Banche Centrali preferivano avere nelle proprie riserve una quota d'oro anziché accettare moneta americana in misura sovrabbondante".

La forza delle politiche stampo keynesiano che avevano guidato la ricostruzione negli anni del Dopoguerra si stava affievolendo. Il punto centrale di quelle politiche, detta in modo molto schematico, era la gestione della domanda aggregata tramite adeguate politiche di spesa pubblica (e di fiscalità) e di politica monetaria. Era ancora fresco e drammatico il ricordo dell'elevata disoccupazione degli anni Trenta e le conseguenti derive nazionaliste e totalitarie.

L'idea che la politica monetaria potesse e dovesse essere utilizzata come strumento di gestione della domanda aggregata è un'idea che ispira ancora oggi le politiche della Federal Reserve e delle altre banche centrali. Negli anni '60 e '70 l'assunto alla base di quelle politiche era che esistesse una forte correlazione inversa tra inflazione e disoccupazione, si pensava che si potesse ottenere la piena occupazione "pagando" con un po' di inflazione.

La cosiddetta Curva di Phillips rappresentava la relazione di lungo termine tra due grandezze economiche dal diverso peso specifico: la disoccupazione era il male assoluto, da evitare anche al costo di un po' di inflazione, considerata alla stregua di poco più che un impiccio. La fragilità dell'assunto, dimostrata già negli anni '60, era compensata dalla stabilità valutaria, dall'ancoraggio del dollaro all'oro.

Durò fino al 1971, appunto, quando saltò tutto in aria, quando cominciò la stagione dei cambi flessibili e, soprattutto, il ventennio della Grande Inflazione, l'evento economico di maggior rilievo della seconda metà del secolo scorso.



L'inflazione americana dal 1974 al 2009

Nel suo "Stocks for the Long Run, a Guide for Long Term Growth", Jeremy Siegel ha definito il periodo della Grande Inflazione "il più grande fallimento della politica economica americana del Dopoguerra", un fallimento che perlomeno ha portato a una migliore comprensione dei fenomeni e, in definitiva, ha dato origine alle attuali regole di governo dei sistemi finanziari.

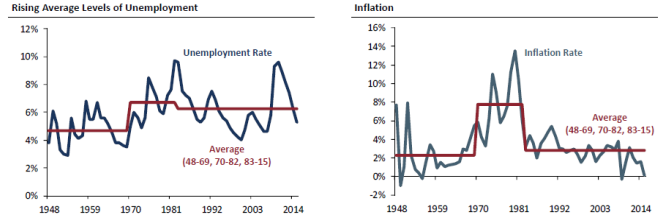


Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.

Con l'abbandono dell'ancoraggio all'oro, per la prima volta nella storia le monete dei paesi industrializzati si trovarono nella condizione di vero e proprio "fiat money", denaro il cui valore è tutto riposto nella credibilità dei governi e nella stabilità dei sistemi finanziari.

Intanto la relazione della curva di Phillips si andava indebolendo, anche l'economista italiano Paolo Sylos Labini notò negli anni '70 che la grande inflazione andava di pari passo con alta disoccupazione, non solo in Italia. A metà del drammatico decennio che in Italia cominciò nel 1969, negli Stati Uniti l'inflazione viaggiava attorno al 12%, la disoccupazione era oltre il 7%. Nell'estate del 1980 l'inflazione americana era attivata a quasi il 14,5%, la disoccupazione oltre il 7,5%. Venne creato il neologismo "stagflazione" per definire un inedito mix di crescita dei prezzi, alta disoccupazione e stagnazione economica.

Ma in quegli anni la politica monetaria della Federal Reserve aveva subito una definitiva trasformazione, l'obiettivo del controllo dell'inflazione aveva acquisito un ruolo preminente sulla piena occupazione. Cominciava l'era dell'inflation targeting.



L'impatto dell'abbandono delle politiche di piena occupazione da parte della Fed. Fonte: Fred, GMO White Paper Mar 2017



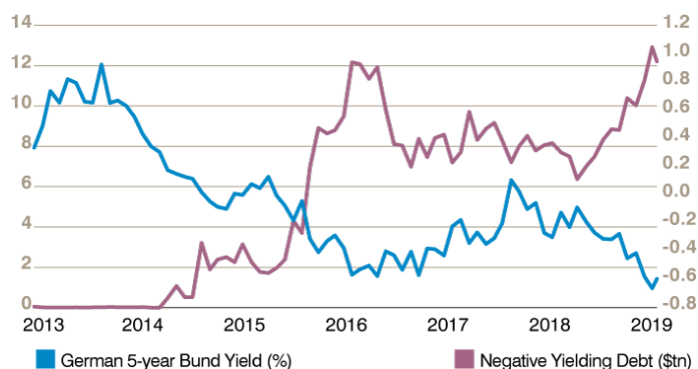
Arthur Burns, presidente della Fed dal 1970 al 1978, non riuscì a contrastare con efficacia la Grande Inflazione

L'azione della Fed sotto la guida di Arthur Burns si rivelò inefficace, ci volle la mano ferma di Paul Volcker, che subentrò a Burns nel 1979, per riportare l'inflazione sotto controllo (vedi L'Alpha e il Beta del 17.6.2019 Anni Settanta).

L'azione di Volcker, durissima (la disoccupazione arrivò a 11%), guadagnò progressivamente credibilità e in breve l'inflazione tornò sotto controllo. Diminuí anche la disoccupazione e l'economia entrò in una fase di stabile crescita, il periodo della Grande Inflazione era terminato.

Oggi i banchieri centrali comprendono che l'impegno a garantire la stabilità dei prezzi è indispensabile per conservare credibilità, e un forte aiuto in questo senso è stato dato dall'indicazione esplicita di obiettivi numerici dell'inflazione. Eppure, nel decennio stravagante segnato dalla Grande Crisi Finanziaria, questi obiettivi di inflazione non sono stati raggiunti ... dalla parte sbagliata. Da anni l'inflazione sembra scomparsa dal radar, le banche centrali hanno dovuto contrastare i rischi della deflazione e oggi si stanno manifestando gli effetti perversi di politiche mantenute accomodanti per troppo tempo. I banchieri centrali sembrano impigliati nella rete da loro stessi tesa, incapaci di riconoscere i limiti della loro azione che necessita, oggi come negli anni Settanta, del concorso delle politiche fiscali. La politica monetaria non può fare tutto da sola eppure è questo che sembrano credere i mercati: nelle ultime settimane i rendimenti sono scesi ulteriormente, è sceso in territorio negativo anche il trentennale tedesco mentre il decennale ha testato nuovi record, il titolo austriaco a cento anni è stato addirittura un outperformer, scambiato a oltre 200 (ricordiamo che nel 2117 rimborserà a 100!). Il rendimento del decennale italiano è precipitato da 1,5% a meno dell'1%, ma nel caso italiano va ricordato il concorso dell'evoluzione della crisi di governo e specificamente l'allontanamento delle ipotesi più radicali nei confronti dell'Europa e della moneta unica.

Se i prezzi delle obbligazioni siano in una bolla o se essi siano coerenti con il rallentamento dell'economia lo scopriremo presto, al momento la recessione è più nei timori diffusi e nell'inversione delle curve che nei numeri.



Fonte: Atlanticomnium, Bloomberg

Un elemento positivo è nella resilienza dei consumi americani, aumentati di +0,4% in luglio rispetto al mese precedente (+2,7% anno su anno, al netto dell'inflazione).

Un altro elemento a favore è il fatto che il 2020 sarà un anno elettorale: per quanto indipendente, la Federal Reserve non potrà non tenerne conto e dal canto suo lo stesso Trump si guarderà bene dal far precipitare le cose esacerbando il confronto con la Cina. Nonostante ieri sia entrato in vigore il nuovo regime daziario su oltre cento miliardi di beni cinesi, Trump doserà i toni, accelerando e frenando nella tecnica del tit-for-tat in cui è maestro, è nel suo interesse che economia e borse continuino a crescere.

Resta forte il dollaro, paradossale esito delle politiche muscolari di Trump e dell'incertezza diffusa, vero frutto avvelenato della guerra commerciale.

L'ombra dell'inflazione resta sullo sfondo, le banche centrali hanno avuto ragione della Grande Inflazione negli anni '70, avranno successo nel riportare la crescita dei prezzi ai livelli voluti, fuori dagli Stati Uniti il dollaro forte fa aumentare il costo delle importazioni, negli Stati Uniti le misure protezionistiche generano inefficienze che, alla lunga, si scaricheranno sui prezzi.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.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.