

NON È TUTT'ORO ...

Sono numerose le analogie con gli anni Settanta: alta spesa pubblica, bassa disoccupazione e, soprattutto, la tolleranza iniziale che liberò la grande inflazione di quel decennio. L'oro fornì una efficace difesa dall'inflazione, ma non è sempre stato così, l'oro non è sempre la miglior protezione dall'aumento dei prezzi

Un mercante salì su una nave portando con sé una cassa colma di monete d'oro.

Quando un'improvvisa tempesta fece naufragare la nave, il mercante, pur di non separarsi dal suo denaro, si gettò in mare aggrappato alla cassa. Mentre stava affogando, scrive Peter Bernstein, era lui ad avere l'oro o era invece l'oro a possedere lui?

Comincia con questo apologo "The Power of Gold", il bel libro che Bernstein ha dedicato al fascino, al potere, all'ossessione che l'oro ha esercitato sugli uomini sin dall'inizio della storia. Il metallo giallo (il termine "gold" deriva dall'antica parola inglese "gelo", che significa giallo) è brillante, denso, estremamente duttile, ha "intossicato, ossessionato, perseguitato, umiliato ed esaltato l'umanità, ha spronato e dilaniato economie, deciso il destino di re e imperatori".

L'oro è chimicamente inerte, significa che resiste agli acidi e agli agenti atmosferici mantenendo sempre la sua lucentezza; al Museo Egizio del Cairo è conservato un dente d'oro impiantato 4.500 anni fa, ed è ancora in "condizioni sufficientemente buone per essere impiantato nella bocca di qualcuno".

Dai tempi di Augusto fino al 1914, quando cominciò il declino fino a diventare per Keynes, nel 1924, "barbara reliquia", l'oro è stato la moneta universale che ha consentito il funzionamento dei sistemi monetari, il legame tra passato e futuro, il modo più semplice per trasmettere la ricchezza nel corso delle generazioni.



Gustav Klimt (1862-1918) "Il bacio" (1908). Klimt era figlio di un orafo boemo, l'attività del padre esercitò suggestioni percepibili nel cosiddetto "periodo d'oro" che coincide con la sua maturità artistica. Klimt non usa l'oro solo come fondale, con l'uso sapiente di luminosità e opacità lo distribuisce nell'intera opera. In questo dipinto gli unici elementi naturali sono i volti e le mani dei protagonisti

Negli anni Settanta l'oro ha costituito anche un baluardo dalla grande sorpresa di quel periodo, il ritorno dell'inflazione dopo decenni di crescita e benessere privi di tensioni sui prezzi.



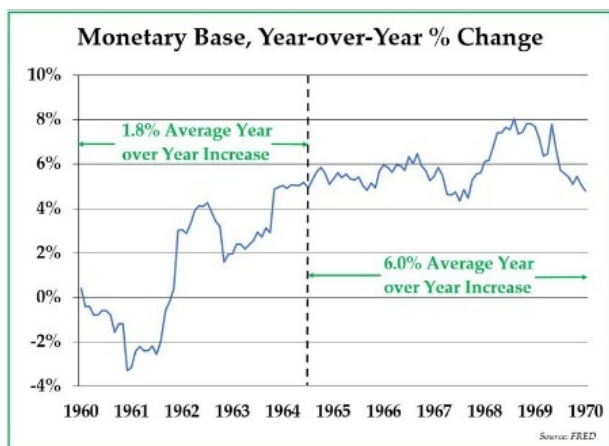
Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Ricordando quel decennio, molti si chiedono se oggi non si stia ripetendo l'errore di allora, quando i primi segnali di inflazione vennero definiti transitori e ignorati, la Fed lasciò che la domanda superasse l'offerta e quella tolleranza liberò la grande inflazione degli anni Settanta.

Il grande responsabile di quell'epico fallimento della politica monetaria fu Arthur Frank Burns, nominato a capo della Fed da Richard Nixon nel 1970. Burns ebbe la sua bella parte di responsabilità, era un uomo ambizioso e Nixon fu abile a far leva sulle sue aspirazioni per ottenere ciò che voleva, una politica monetaria accomodante.

Come sempre però, le cose sono più complesse di come appaiono. Non sono i Napoleone o gli zar a fare la storia ma l'insieme complesso di molte circostanze diceva Tolstoj; vale lo stesso per Arthur Burns, le sue responsabilità vanno poste in prospettiva, quando prese il timone della Fed il genio dell'inflazione era già uscito dalla lampada. Nel 1964 il presidente Johnson aveva operato un taglio delle tasse (come Trump nel 2017) e avviato un imponente programma di spesa sociale (come Biden nel 2021) che si sommava alle spese della guerra in Vietnam. La crescita media annua della spesa pubblica aumentò da 5,5% degli anni tra il 1960 e il 1964 a 10,8% dal 1965 al 1969.

Il capo della Fed William McChesney Martin provò a opporsi aumentando i tassi nel 1965 ma Johnson fece leva sul patriottismo: "Bill, i miei ragazzi stanno morendo in Vietnam e tu non vuoi stampare il denaro di cui ho bisogno". Martin non rimase insensibile, la crescita media annua della base monetaria, 1,8% tra il 1960 e il 1964, triplicò al 6% tra il 1965 e il 1969. Adam Strauss racconta che, anni dopo, Martin ammise il rammarico per aver assecondato le richieste di Johnson, "a mia perpetua vergogna, alla fine mi arresi".



Crescita della base monetaria USA negli anni Sessanta. Fonte: Forbes apr 2021, FRED, Pekin Hardy Strauss Wealth Management.

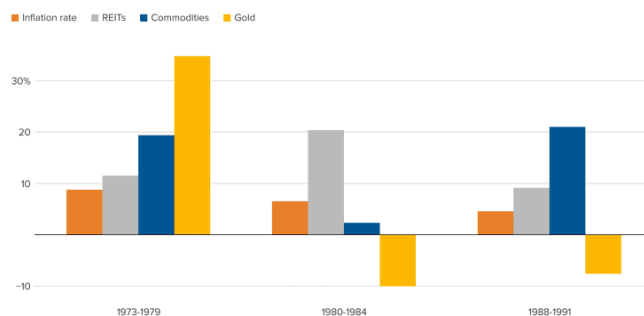
Restando nei parallelismi con gli anni Settanta, l'oro è come allora un efficace strumento di protezione dall'aumento dei prezzi?

L'oro, ancor prima che venissero adottate le monete attorno al 700 avanti Cristo, era già usato come riserva di valore: il suo valore intrinseco è dato dalle sue caratteristiche di lucentezza e duttilità, dalla quantità finita, non offre cedole e dividendi ma è privo di rischio di credito e di default, in caso di crisi è percepito da tutti come porto sicuro, è volatile nel breve termine ma conserva il suo valore nel lungo periodo.

Ai tempi di Augusto, la paga di un anno di un centurione era poco più di 36 onces d'oro, ai valori di oggi circa 65.000 dollari, più o meno lo stipendio annuo di un capitano dell'esercito americano con qualche anno di servizio. Circa sei secoli prima di Augusto, nella Babilonia di Nabucodonosor, un'oncia d'oro comprava 350 pagnotte di pane. Oggi, arrotondando a cinque dollari il costo di una pagnotta (di farina bianca, confezionata, nei super-market a New York), se ne acquisterebbero 360. Dunque sì, l'oro conserva il suo valore nel tempo, ma un orizzonte di duemila anni è davvero eccessivo anche per il più paziente degli investitori!

In intervalli di tempo più ragionevoli non sempre l'oro è stato la miglior difesa dall'inflazione.

Agli investitori andò bene tra il 1973 e il 1979, il valore dell'oro crebbe del 35% distanziando di molto l'inflazione che correva a quasi il nove percento all'anno. Il gioco si interruppe negli anni successivi, tra il 1980 e il 1984 l'oro perse circa il dieci percento mentre l'inflazione media annua si aggirava a 6,5%. Lo stesso tra il 1988 e il 1991, il prezzo dell'oro diminuiva e l'inflazione correva al 4,6%. L'oro resta invece un efficace strumento di difesa quando si tratta di proteggersi da shock improvvisi o crisi politiche: quando viene meno la fiducia nelle istituzioni si rafforza la fiducia nel metallo prezioso, anche questa è una tendenza vecchia come il mondo.



Total return di commodities (colore blu), REITs (grigio) e oro (giallo) nei passati periodi di alta inflazione (arancione). Fonte: CNBC, Morningstar Direct

Anche la situazione debitoria di molte economie è un'altra analogia con gli anni Settanta che non manca di sollevare qualche apprensione. La liquidazione del debito del secondo dopoguerra fu agevolata dalle banche centrali che, di concerto con i governi, tennero i tassi nominali sotto l'inflazione alleggerendo il peso reale del debito. Carmen Reinhart e Belen Sbrancia hanno calcolato che la repressione finanziaria negli anni di Bretton Woods abbia diminuito il debito americano e inglese di tre, quattro punti all'anno sul PIL.



G. Klimt (1862-1918 "Ritratto di Adele Bloch Bauer" (1907). Il ritratto è stato al centro di una disputa legale tra Maria Altman, nipote di Adele Bloch Bauer, e il governo austriaco. L'opera si colloca nel pieno del periodo d'oro di Klimt

Potrebbe così riaffiorare la tentazione di lasciar fare all'inflazione il lavoro sporco, diminuire il peso reale del debito senza tagliare spesa sociale o aumentare le tasse, azioni impopolari a tutte le latitudini. Ma nel dopoguerra il sistema monetario era a cambi fissi sotto le regole di Bretton Woods, non c'erano movimenti di capitali, le economie crescevano, distribuivano benessere e, soprattutto, il mondo era molto più piccolo. Oggi la repressione finanziaria sarebbe una pessima idea, i mercati finanziari sono molto più ampi, liquidi e affollati, sarebbero necessarie politiche monetarie interventiste, misure di controllo rigorose che avrebbero esiti ancora più distorti nell'allocazione dei capitali.

Veniamo al Super-Giovedì di settimana scorsa.

Pangloss sarebbe molto soddisfatto osservando questi mercati, il precettore di Candido e Cunegonda troverebbe conforto nel vedere confermata la propria teoria che le cose vanno "nel migliore dei modi nel migliore dei mondi possibili". Negli Stati Uniti l'inflazione fa un balzo che non si vedeva da anni eppure gli operatori non battono ciglio, quasi immemori del vecchio detto secondo il quale i mercati sono "un muro di preoccupazioni". Invece nessuno sembra preoccupato del 5% di inflazione, il rendimento del Treasury non si è mosso: dal sonnacchioso 0,9% di inizio anno, a fine marzo veleggiava a 1,7%, oggi si muove nell'intorno di 1,5%.

Con il rendimento reale del Treasury negativo di circa tre punti e mezzo, o Powell è davvero convincente nel presentare l'inflazione come transitoria, oppure c'è dell'altro. Ad esempio l'aiutino di ottanta miliardi di Treasury che la Fed acquista tutti i mesi, argomento più convincente di mille parole. Se i prezzi del Treasury mostrano olimpica indifferenza ai timori sull'inflazione, certamente è per gli acquisti di chi non vuole privarsi dell'asset più liquido in assoluto ma, soprattutto, è grazie alle quantità acquistate dalla banca centrale, la metà delle emissioni degli ultimi dodici mesi, più delle emissioni di aprile e maggio.

In questo momento non c'è un argomento che preoccupi più dell'inflazione, per gli effetti che potrà generare nella seconda parte dell'anno, e per come potrebbe condizionare l'orizzonte di lungo termine. Due personaggi lontani nel tempo, nello spazio e nella formazione intellettuale usano quasi le stesse parole per descrivere i pericoli dell'inflazione.

"E' chiaro che chi ha un reddito fisso in dollari soffre all'aumentare del costo della vita, e lo stesso vale per chi ha un capitale fisso in dollari" scrive Benjamin Graham nell'Investitore intelligente del 1949 "chi invece detiene titoli azionari ha la possibilità che una perdita del potere d'acquisto del dollaro sia compensata da un aumento dei dividendi e dei prezzi delle azioni". Circa trent'anni dopo, nelle Lezioni di Politica Economica, Federico Caffè scrive che "è appena il caso di ricordare che una rapida insorgenza dei prezzi colpisce i percettori di redditi fissi (stipendiati, salariati, pensionati) e i creditori, mentre in generale avvantaggia i percettori di redditi variabili (...) e i debitori".

Per i detentori di obbligazioni l'inflazione è acido che corrode il valore reale delle cedole e dei capitali rimborsati a scadenza, va un po' meglio per le azioni, in modo particolare per le società in grado di adeguare ricavi, utili e dividendi.

La borsa che Hermès creò per Jane Birkin è un oggetto di culto che ha conservato il suo valore nel tempo "meglio di oro e azioni" scrive Swetha Ramachandran di GAM.

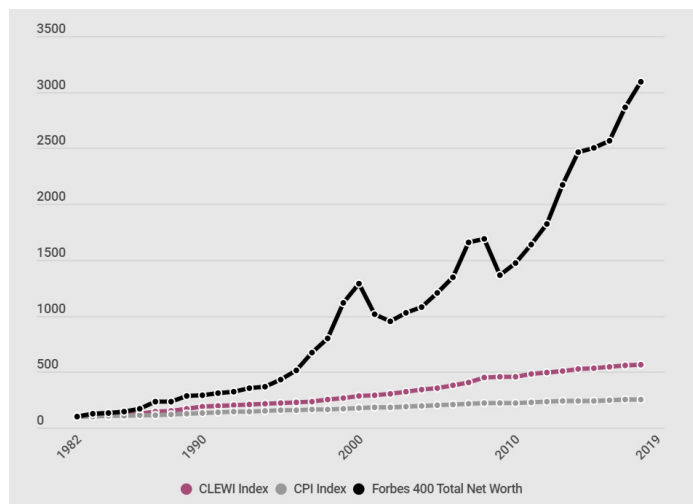
Investment type	Average annual returns 1980-2015	Highest annual returns in this period	Lowest annual returns in this period
S&P 500	11.7% nominal; 8.7% real	37.2%	-36.5%
Gold	1.9%	14.3%	-7.9%
Hermès Birkin Bags	14.2%	25%	2.1%

Fonte: GAM Investments

Passando dal particolare al generale, dalla borsa iconica al più ampio settore degli oggetti di alta gamma, il fenomeno si ripete, i prezzi del settore del lusso crescono fuori scala rispetto ai comuni indici di inflazione. Lo dimostra l'andamento del CLEWI (Cost of Living Extermely Well Index), una specie di "indice della Classe Agiata" messo a punto da Forbes, un paniere di quaranta beni e servizi esclusivi. Ad esempio, se qualcuno tra i lettori di queste note conta di tornare a dare un'occhiata al proprio attico a New York, è bene sia avvertito dell'aumento dei costi del fiorista: il servizio di fiori freschi in sei locali, con cambio settimanale, costa ora poco meno di novemila dollari al mese. Coloro che non hanno l'attico e tirano un sospiro di sollievo per non dover staccare assegni mozzafiato ai fiorai sotto casa, prestino attenzione a dove prenotano, sono aumentati anche i prezzi delle suite negli alberghi di lusso.

La parcella per una seduta di quarantacinque minuti da uno psichiatra nell'Upper East Side supera i quattrocento dollari, la consulenza oraria di un noto studio legale i mille duecento, e non parliamo dei prezzi di elicotteri, aerei o anche di una più modesta scatola da venticinque pezzi di sigari di pregio, di poco sotto i mille dollari.

Di inflazione e di difesa dei portafogli parleremo anche alla web conference che GAM Investments organizza assieme ad AIPB mercoledì 17 giugno alle 17:30, in occasione della presentazione del libro del professor Paolo Legrenzi "Oltre il tempo presente", la moderazione della tavola rotonda sarà affidata a Debora Rosciani di Radio 24.



L'Indice della Classe Agiata. Fonte: GAM Investments, Forbes 2019.

I prezzi di quei beni e servizi salgono liberamente perché non compromettono il gradimento, e l'acquisto, presso un certo segmento di clientela. Le società del lusso rispondono perfettamente ai requisiti indicati da Benjamin Graham, la possibilità di "imporre il prezzo" senza il pericolo di diminuire le vendite ne fanno una protezione dall'inflazione migliore dell'oro.

"Amici, oro e vin vecchio son buoni per tutto" recita il proverbio, ma quando c'è in ballo l'aumento dei prezzi teniamoci gli amici e una buona bottiglia d'annata, lasciamo da parte l'oro.



P. Legrenzi "Oltre il tempo presente", Guerini e Associati 2021

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.