

I BOND VIGILANTES E LA POLITICA ESTERA

Si riprende a parlare del ritorno dei *bond vigilantes*. Il termine, in un mondo sempre più incline alle guerre, sembra quasi segnalare la rinascita di un sano controllo regolatorio. Si tratta di punire chi approfitta sconsideratamente dei soldi del creditore come pure del contribuente. L'espressione si riallaccia all'esperienza dell'amministrazione Clinton che, fra ottobre del 1993 e novembre del 1994, vide i rendimenti del *Treasury*, con scadenza dieci anni, passare dal 5.2% all'8%, mossi dalle preoccupazioni sulle enormi spese governative. Sotto la regia dell'allora Segretario del Tesoro, Robert Rubin, il presidente, supportato dal Congresso, riuscì a provocare un forte contenimento della spesa che vide il rendimento del decennale scendere al 4% a novembre del 1998. Clinton aveva travolto il rivale George H. W. Bush. L'allora inquilino della Casa Bianca aveva contribuito con Ronald Reagan a vincere

la guerra fredda. Era sicuro che lo storico successo in politica estera gli avrebbe garantito altri quattro anni di presidenza. Ma Clinton lo umiliò capendo che gli americani avevano altre preoccupazioni: "It's the economy, stupid!".¹ L'America di Reagan e di Bush padre, aveva continuato ad indebolirsi finanziariamente, in buona parte con significative spese militari, per sconfiggere l'Unione sovietica. Ma alla fine degli anni '80 e all'inizio degli anni '90, gli Stati Uniti avevano attraversato una recessione economica, che aveva ridotto le entrate fiscali e aumentato i disavanzi pubblici. Il mercato obbligazionario fiutava il pericolo chiedendo tassi più alti, che avrebbero strangolato ulteriormente la crescita. L'amministrazione Clinton seppe quindi rispondere alle paure del mercato obbligazionario implementando politiche economiche volte a ridurre il deficit di bilancio, aumentando le entrate fiscali e riducendo le spese. L'inizio di quel virtuoso

¹ The economy, stupid" era la frase coniata da James Carville nel 1992, stratega di Bill Clinton nella campagna presidenziale del 1992. Fu poi da

lui stesso modificata per una trasmissione televisiva in "It's the economy, stupid!".

(almeno in quella fase storica) periodo economico fu però, appunto, preceduto dal “massacro del mercato obbligazionario”.

Oggi però il contesto è molto diverso, anche se c'è qualche somiglianza nella volontà deliberata di punire nuovamente il mercato obbligazionario. Esiste una sostanziale differenza per quanto riguarda i *bond vigilantes*. Questi sono stati uccisi negli anni scorsi, tanto che alcune grandi banche hanno chiuso il *trading* specializzato in questo ambito. Le banche centrali hanno prima portato i tassi a zero, e a volte anche in territorio negativo, per sostenere i mercati durante la grande crisi finanziaria scoppiata nel 2007/8. Poi, per ossigenare un'economia che non voleva ripartire, hanno agito anche sui tassi a media e lunga scadenza acquistando obbligazioni sul mercato. Queste politiche, che dovevano essere d'emergenza, non sono mai rientrate e, nel 2020, con il COVID-19, sono esplose aggiungendo alle facilitazioni monetarie anche quelle fiscali. Tutto ciò è potuto succedere perché il mondo globalizzato ha strangolato i prezzi e quindi l'inflazione. Senza inflazione e con un mercato obbligazionario di fatto nazionalizzato, i

bond vigilantes (quattro gatti a dire il vero) avevano ben poco da vigilare.

L'amministrazione Clinton agiva alla fine della guerra fredda, vinta grazie alla capacità d'indebitamento degli Stati Uniti a capo dell'area dollaro. In quel contesto la dimensione politica dei rapporti internazionali era relativamente chiara: Washington aveva dimostrato la sua indiscutibile forza e quindi ora poteva raccogliere i frutti della nascente globalizzazione in campo economico. Lo scopo della politica era semplicemente quello di non intralciare l'economia.

Joe Biden, invece, agisce nel pieno di una guerra in Ucraina, di una sfida aperta con la Cina sul controllo di Taiwan e con la polveriera del Medio Oriente sempre più difficile da contenere. Il mondo inoltre è appena uscito da una pandemia che ha, con la geopolitica, contribuito a frenare la globalizzazione. Il ruolo della politica è tornato ad essere centrale assieme all'esplosione dell'inflazione. Inoltre, i BRICS, termine coniato nel 2001 da Jim O'Neill, economista di Goldman Sachs, per indicare le principali economie emergenti (Brasile, Russia, India, Cina e poi Sud Africa), stanno lavorando per lo sviluppo di un'economia alternativa a

quella dell'area dollaro. Quest'anno, nella riunione di agosto, il gruppo ha deciso di aprirsi a nuovi membri (Iran, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Argentina, Egitto ed Etiopia). L'obiettivo è quello dichiarato di rafforzare le economie emergenti che, da gennaio dell'anno prossimo, rappresenteranno il 36% del PIL mondiale e il 47% della popolazione globale. Si tratta anche di contrastare l'egemonia economica occidentale rafforzando "la fiducia di molti paesi nel mondo – dice Narendra Modi, premier indiano – in un ordine mondiale multipolare".

L'attuale amministrazione americana è cosciente che gli Stati Uniti non sono più la potenza assoluta che ha saputo sconfiggere l'Unione sovietica. Ma, in un mondo multipolare, intendono rafforzare il loro ruolo egemonico per costruire un nuovo ordine mondiale basato sui valori che la caratterizzano. Come ha chiaramente scritto Jake Sullivan, ascoltato consigliere per la sicurezza nazionale, "l'essenza della politica estera del presidente Joe Biden è quella di

gettare nuove fondamenta di forza americana in modo che il paese sia nella posizione migliore per plasmare la nuova era in un modo che protegga i suoi stessi valori e promuova il bene comune".² Per l'influente consigliere è necessario cambiare la maniera in cui gli Stati Uniti pensano il potere. "Questa amministrazione – scrive Sullivan – è entrata in carica credendo che il potere internazionale dipenda da una forte economia interna e che la forza dell'economia si misuri non solo dalle sue dimensioni ed efficienza, ma anche dal grado in cui funziona per tutti gli americani ed è libera da pericolose dipendenze".³ Biden ha quindi dato la priorità agli investimenti nell'innovazione e nella forza industriale in patria. È questa l'essenza della *Bidenomics*. Gli investimenti pubblici devono coinvolgere e stimolare anche quelli privati. "Stiamo promuovendo nuove scoperte nell'intelligenza artificiale – continua Sullivan – nell'informatica quantistica, nella biologia, nell'energia pulita e nei semiconduttori, proteggendo contemporaneamente i vantaggi e la

² Jake Sullivan, "The Sources of American Power, A foreign Policy for a Changed World", *Foreign Affairs*, Novembre/Dicembre 2023; (<https://www.foreignaffairs.com/united->

[states/sources-american-power-biden-jake-sullivan](https://www.foreignaffairs.com/united-states/sources-american-power-biden-jake-sullivan))
³ *Ibidem*.

sicurezza degli Stati Uniti attraverso nuovi controlli sulle esportazioni e regole sugli investimenti, in collaborazione con altri alleati. (...) Ora stimiamo che gli investimenti pubblici e privati in questi settori ammonteranno a 3.5 trilioni di dollari nel prossimo decennio. E la spesa per l'edilizia nel settore manifatturiero è raddoppiata dalla fine del 2021".⁴

Dall'economia, il disegno presidenziale passa alla difesa. "Quando questa amministrazione è entrata in carica – nota l'uomo del presidente – abbiamo scoperto che, sebbene l'esercito americano sia il più forte al mondo, la sua base industriale soffriva di una serie di vulnerabilità da affrontare. Dopo anni di investimenti insufficienti, invecchiamento della forza lavoro e interruzioni della catena di approvvigionamento, importanti settori della difesa sono diventati deboli e meno dinamici. L'amministrazione Biden sta ricostruendo questi settori, facendo di tutto, dagli investimenti nella base industriale sottomarina alla produzione di munizioni critiche, in modo che gli Stati Uniti possano fare ciò che è necessario per sostenere la deterrenza nelle regioni

competitive".⁵ Certo, ammette Sullivan, le future amministrazioni potrebbero avere visioni diverse su come sfruttare le fonti interne della forza nazionale. "Ma – conclude – in un mondo più competitivo, non ci possono essere dubbi sulla necessità di Washington di abbattere la barriera tra politica interna ed estera e sul fatto che i maggiori investimenti pubblici siano una componente essenziale della politica estera".⁶ E ciò deve avvenire con la collaborazione del settore privato, in coordinamento con gli alleati e concentrando l'attenzione sulle tecnologie d'avanguardia.

Contrariamente alla strategia di Donald Trump, Biden punta sul consolidamento delle alleanze perché queste, se ben allineate, esprimono l'egemonia americana. "Di conseguenza – prosegue Sullivan –, abbiamo rafforzato queste alleanze e partenariati in modi materiali che migliorano la posizione strategica degli Stati Uniti e la sua capacità di affrontare le sfide condivise".⁷ La guerra in Ucraina ha permesso la rinascita della NATO e l'indiscussa centralità di Washington nel contenimento delle mire

⁴ *Ibidem.*

⁵ *Ibidem.*

⁶ *Ibidem.*

⁷ *Ibidem.*

russe. Ma molte altre trame diplomatiche e militari sono state intessute dalla diplomazia di Washington: AUKUS (Stati Uniti, Australia, Inghilterra), Quad (Stati Uniti, Australia, India e Giappone) sono solo alcuni esempi di un attivismo impressionante per un presidente ormai più che ottantenne.

La strategia va comunque costantemente adattata all'evolversi della geopolitica. L'uscita improvvisa dall'Afghanistan si è resa necessaria perché "è molto probabile che la Russia starebbe facendo tutto il possibile in questo momento per aiutare i talebani a inchiodare Washington lì, impedendogli di concentrare la sua attenzione sull'aiuto all'Ucraina".⁸ A settembre, nell'ottica di un interventismo che lega politica ed economia, il presidente ha annunciato un nuovo corridoio economico (una versione americana della *Belt and Road Initiative*) che collega l'India all'Europa attraverso Emirati Arabi Uniti, Arabia Saudita, Giordania e Israele, anche con progetti infrastrutturali congiunti tra Israele e i suoi vicini arabi.

Nella versione originale del suo articolo, scritta prima del 7 ottobre, Sullivan ammetteva che "questo progresso era fragile e che rimanevano sfide perenni, comprese le tensioni tra Israele e palestinesi e la minaccia posta dall'Iran. Gli attentati del 7 ottobre hanno gettato un'ombra sull'intero quadro regionale, le cui ripercussioni sono ancora in corso, compreso il rischio di una significativa *escalation* a livello regionale. Ma l'approccio disciplinato che abbiamo perseguito in Medio Oriente rimane fondamentale per la nostra posizione e pianificazione nell'affrontare questa crisi".⁹ Nel quadro di questa disciplina c'è il sostegno totale a Israele "poiché protegge i suoi cittadini e si difende dai brutali terroristi".¹⁰ E un chiaro e non molto velato avvertimento all'Iran: "Siamo impegnati a garantire che l'Iran non ottenga mai un'arma nucleare. E anche se la forza militare non deve mai essere uno strumento di prima istanza, siamo pronti e preparati a usarla quando necessario per proteggere il personale e gli interessi statunitensi in questa importante regione".¹¹

⁸ *Ibidem.*

⁹ *Ibidem.*

¹⁰ *Ibidem.*

¹¹ *Ibidem.*

I mercati, fino a fine agosto, hanno dato fiducia all'intraprendenza della muscolosa politica di Biden. Si erano concentrati sulla guerra in Ucraina convinti che gli Stati Uniti stavano dimostrando una grande forza non solo nel sostegno militare all'Ucraina, ma anche nella capacità di consolidare e rafforzare la NATO. Inoltre, la fermezza della Federal Reserve dava sicurezza con la sua sfida aperta all'inflazione, mentre la politica fiscale continua a sostenere la crescita. Il tutto si traduceva nell'idea diffusa che gli alti tassi d'interesse avrebbero per lo più provocato un *soft landing* dell'economia che avrebbe presto spinto i tassi a scendere. L'umore è cambiato dopo la decisione di Fitch di abbassare il rating degli Stati Uniti (da AAA ad AA+), riservandosi di valutare le future mosse dell'Amministrazione. Poi ci sono state le parole di Jerome Powell, secondo cui i tassi sarebbero rimasti alti a lungo. La correzione agostana sembrava però essere il presupposto per l'inizio di un *rally* a settembre, visto che il PIL americano sorprende in positivo. Ma il feroce, drammatico e sconsiderato attacco di Hamas al popolo israeliano e la violenta

reazione che ne è seguita, ha preoccupato – e continua a preoccupare – i mercati, che non hanno intravisto, nei pur interessanti risultati aziendali, un sostegno sufficiente a calmarli.

I *bond vigilantes*, che hanno anche assistito alle difficoltà di nominare il nuovo *speaker* alla Camera, hanno acceso qualche lampadina di pericolo. Questi hanno iniziato a ragionare sulle richieste di Joe Biden al Congresso per finanziare la guerra in Ucraina (61.4 miliardi di dollari) e anche quella di Israele (14.3 miliardi di dollari) ed hanno spinto il tasso del *Treasury* decennale al 5%: i dati del Dipartimento del Tesoro mostrano che il deficit reale è raddoppiato da 1'000 miliardi di dollari nel 2022 a 2'000 miliardi di dollari quest'anno.¹² Ma in realtà i mercati, per ora, sembrano solo aver voluto segnalare il pericolo, senza decidere cambi di rotta significativi. Il decennale ha ritracciato al 4.8%, lo S&P ha perso poco più del 2% e il dollaro da settembre continua ad oscillare attorno a 1.05 contro eur. Neanche il petrolio, malgrado le tensioni in Medio Oriente, si è mosso in maniera significativa, oscillando

¹² James Tweedie, "US Treasury Deficit Doubles as Biden Bankrolls Multiple Foreign Conflicts", *Sputnik International*, 23 ottobre 2023;

<https://sputnikglobe.com/20231023/us-treasury-deficit-doubles-as-biden-bankrolls-multiple-foreign-conflicts-1114427678.html>.

tra 80 e i 90 usd al barile. La realtà attuale è che la crescita dell'economia americana, carburata dalla *Bidenomics*, continua a superare le aspettative, mentre l'inflazione è in fase calante (CPI, 3.7% a settembre). I mercati sembrano dar credito alla determinata politica estera americana e a tollerare quanto accade in Medio Oriente. E se la situazione non sfugge di mano, potrebbero anche esserci i presupposti per un rimbalzo delle borse. Ma ci avviciniamo all'anno elettorale. I paesi BRICS, come pure gli stati più ostici come l'Iran, non hanno, per ora, una forza coerente e propulsiva per contrastare il disegno di Biden in modo aperto. Dove possono, non mancano di sostenere quelle entità capaci di provocare guerre locali (forse è il caso di Hamas), moltiplicando i campi di battaglia nei quali gli Stati Uniti sono chiamati a rispondere. La responsabilità che questa Amministrazione si è assunta è tale che non può permettersi sconfitte, pena la perdita di credibilità. Se i conflitti e le tensioni si moltiplicheranno, aumenterà anche il debito pubblico americano e l'inflazione. I *bond vigilantes* potranno essere tenuti per un po' sotto controllo, magari con operazioni "twist" come ai tempi di Ben Bernanke, per gestire la

curva dei rendimenti. Ma poi torneranno a chiedere quella disciplina fiscale che contrasta con gli obiettivi di Biden: il prezzo dell'oro attorno ai 2'000 dollari l'oncia, malgrado tassi reali positivi al netto dell'inflazione, in un certo qual modo già segnala qualche preoccupazione. Certo, lo sfidante alla presidenza degli Stati Uniti, vecchio o nuovo che sia, attualmente non può scegliere il motto che fu di Clinton, "It's the economy, stupid!". Ma il rischio che il popolo americano si stanchi delle tensioni internazionali potrebbe magari portarlo a scegliere la formula, "It's the foreign policy, stupid!."