

GOLDILOCKS ECONOMY

L'Orso grande, l'Orso medio e l'Orso piccolo preparano il *porridge* per la colazione. Aspettando che questo si raffreddi decidono di uscire a passeggiare, lasciando la porta aperta. Una vecchietta entra in casa e assaggia il contenuto delle tre ciotole divorando quella dell'Orso piccolo, calda al punto giusto, mentre quella dell'Orso grande era caldissima e quella dell'Orso medio ancora troppo calda. I cucchiari sono di legno perché se fossero d'argento la perfida vecchietta se li sarebbe messi in tasca. La malintenzionata si siede sulla sedia piccola, rompendola. Poi si addormenta nel letto piccolo, dopo averli provati tutti, perché appropriato al suo fisico. Rientrando, gli orsi scoprono l'accaduto. Ma la vecchietta, che dormiva nel letto del piccolo orso, si sveglia e scappa dalla finestra. Questa è la trama di *Goldilocks*, in italiano *Riccioli d'oro*. L'antica favola venne messa per iscritto la prima volta nel 1837 dal poeta romantico Robert Southey. Ma nella realtà storica esistono varie versioni che traspongono la tradizione orale. In quella del 1831 di Eleanor Mure,

la vecchietta non scappa, ma viene impalata al campanile della cattedrale di *Saint Paul* di Londra, in altre gli orsi la sbranano.

Nel tempo la favola si è trasformata fino a diventare il racconto che conosciamo oggi, dove la protagonista non è più una malefica vecchietta, ma una bambina monella, curiosa e sfacciata, dai riccioli d'oro che si rifugia nella casa della famiglia degli orsi per rifocillarsi dopo aver vagato nei boschi: quando questi la scoprono, chiede scusa e scappa via. Una favola che ha accompagnato l'infanzia di molti bambini, soprattutto del mondo anglosassone, con l'idea d'instillare una morale che si è spesso adattata ai canoni educativi del tempo.

Il mondo della finanza l'ha scelta per descrivere una situazione economica che non è né troppo calda, né troppo fredda, ovvero una condizione di equilibrio ideale. Con il termine *Goldilocks* si vuole rendere l'idea di un ambiente economico in cui la crescita è sufficientemente forte da sostenere l'occupazione senza causare

inflazione eccessiva. In altre parole, l'economia è in uno stato "giusto", simile al cibo o al letto di Riccioli d'oro che era giusto dopo aver provato le varie opzioni disponibili.

L'adozione di termini come "*Goldilocks economy*" è probabilmente avvenuta nei primi anni '90 per descrivere la situazione degli Stati Uniti o di altre economie che stavano vivendo una crescita stabile, bassa inflazione e bassa disoccupazione, senza i picchi estremi che avevano caratterizzato i periodi precedenti. Il testo di Robert J. Gordon, pubblicato nei *Brookings Papers* nel 1998, rende bene il periodo: lo studio evidenzia una situazione in cui, nonostante le previsioni di inflazione accelerata con il tasso di disoccupazione al di sotto del 6%, questa ha in realtà rallentato significativamente tra il 1994 e il 1998.¹ Ciò ha permesso alla Federal Reserve di mantenere bassi i tassi d'interesse che spinsero il mercato azionario a valutazioni, a quel tempo, senza precedenti.

L'idea di un'economia da *Goldilocks*, più recentemente, è stata associata ad un

contesto in cui, malgrado i tassi a zero o negativi, l'inflazione non rialza la testa: il debito pubblico può quindi essere finanziato gratuitamente. Ludwig Straub, Atif R. Mian e Amir Sufi, in un testo del 2021, "*A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits*"², identificano una "zona Goldilocks" in cui il tasso d'interesse nominale sul debito pubblico è inferiore al tasso di crescita dell'economia, permettendo livelli significativi di debito pubblico e consentendo di superare momenti di debole domanda per raggiungere l'*output* potenziale. Questo studio sottolinea anche la fragilità di questa zona, che può scomparire di fronte a una diminuzione della crescita potenziale del Prodotto Interno Lordo (PIL), un aumento della domanda aggregata o una riduzione della disuguaglianza di reddito.

L'approccio di entrambe le analisi contribuisce ad alimentare la narrativa che ha portato le borse a superare, in questo primo trimestre, record storici. In particolare, lo S&P ha registrato un guadagno di quasi il 10%, con un

¹ Robert J. Gordon, "Foundation of the Goldilocks Economy: Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU", *Brookings Papers on Economic Activity*, n.2, 1998.

² Atif R. Mian, Ludwig Straub, Amir Sufi, *A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits*, NBER Working Paper No. 29707, Gennaio 2022.

impressionante *rally* del 30% dal suo minimo del 27 ottobre. Nel mese di marzo non ci sono state grandi sorprese con la Federal Reserve che ha continuato a credere in una solida crescita mantenendo il piano di tagliare i tassi quest'anno. Nel mese le borse hanno segnato un +3.3% (MSCI USA), Germania (+3.1%) Francia (+2.5%), Giappone (+2.5%), raggiungendo tutti nuovi massimi.

Qualche leggero cambiamento è apparso sul fronte macroeconomico. I dati relativi alle buste paga non agricole di febbraio hanno mantenuto una crescita sana di 275 mila posti di lavoro e le vendite al dettaglio hanno mostrato un modesto aumento dell'1.5% su base annua, mentre l'inflazione ha smesso di scendere in maniera significativa. A fine marzo il FOMC (Federal Open Market Committee) ha visto la Fed mantenere il piano di tre tagli dei tassi quest'anno, alzando le prospettive di crescita fino al 2026 (al 2% o meglio). Le proiezioni sull'inflazione (PCE) sono rimaste stabili. Questi segnali indicano lo scenario di "nessun atterraggio con tre tagli dei tassi", che è persino meglio dell'idea precedente di un atterraggio morbido con gli stessi interventi monetari. In effetti, fino a non

molto tempo fa gli investitori si aspettavano una recessione, o comunque, una qualche forma di atterraggio più o meno duro. Ora non più. L'inflazione è scesa dai picchi, malgrado gli alti tassi d'interesse non siano riusciti, almeno negli Stati Uniti, a piegare la crescita. La politica fiscale espansiva ha continuato a tenere viva la domanda con l'occupazione ai minimi storici e l'inflazione in discesa, anche se gli ultimi dati sono più incerti. L'ampia liquidità fornita per far fronte alla crisi del Covid sembra ancora inesauribile: a fronte di alcune banche centrali che drenano liquidità, ci sono la Cina e il Giappone che ne pompano in abbondanza. Un contesto che viene quindi facilmente definito da *Goldilocks*.

L'ottimismo dei mercati non ha risparmiato neanche l'Europa, come confermano alcuni indicatori prospettici. I salari reali stanno iniziando a salire. I risparmi accumulati durante il Covid, circa l'8% del PIL, sono ancora presenti. La spesa pubblica si è lasciata alle spalle la retorica dell'*austerità*, inforcando quella del *Recovery Fund*. L'attesa ripartenza della

Cina³ muoverà anche la domanda europea.

Continuerà anche nel secondo trimestre l'ottimismo sulle borse? Dopo il *rally* così potente degli ultimi mesi sarebbe legittimo aspettarsi una correzione o perlomeno una fase di stallo. Ma le ragioni che sostengono i mercati azionari sono ancora presenti. È possibile che l'economia americana, non mostrando significativi segni di cedimento, spinga la Federal Reserve a ridurre le sue aspettative su quanti tagli dei tassi effettuare quest'anno. Per i mercati, però, ciò che conta è che si mantenga la traiettoria di riduzione: se verranno tagliati due volte invece di tre perché la crescita è importante, si farà meno caso alla persistenza dell'inflazione nell'ultimo miglio. L'inflazione, però, non può scappar di mano. Prezzi del petrolio fino a 90 dollari non sposterebbero di molto le aspettative sul generale rialzo dei prezzi, ma oltre questo livello probabilmente sì.

Tra i motori della crescita delle borse c'è l'avvento dell'intelligenza artificiale e dei titoli che ne sono direttamente portatori.

Nel 1998, Robert J. Gordon, dopo aver analizzato le ragioni che tenevano bassa l'inflazione, non volle dare eccessivo peso a chi individuava nella tecnologia la capacità di contenere l'inflazione perché, secondo lui, bisognava spiegare "come i benefici dell'alta tecnologia hanno contenuto l'inflazione misurata senza spingere la produttività misurata".⁴ Oggi, però, gli effetti dell'intelligenza artificiale sono veloci e possono coinvolgere molti settori dell'economia spingendo ad un aumento della produttività: non a caso l'esuberanza del mercato si sta espandendo al di fuori dei titoli dell'informatica. I mercati aspetteranno probabilmente i risultati aziendali del primo trimestre e le note dei *manager* per individuare quanto l'intelligenza artificiale sia entrata nell'operatività quotidiana e con che costi.

Quindi tutto bene? I dati economici, soprattutto negli Stati Uniti, ma non solo, sono da *Goldilocks*: su questi impulsi oggettivi bisogna organizzare le scelte d'investimento. Ma la realtà più globale, con una guerra in Ucraina, una crisi in

³ L'indice dei prezzi al consumo cinese è aumentato dello 0.7% su base annua a marzo, dal -0.8% del mese precedente. La crescita su base annua del consumo di elettricità e dei profitti totali

delle imprese industriali è salita rispettivamente all'11% e al 10%.

⁴ Robert J. Gordon, *Op. cit.*

Medio Oriente con Israele e una sfida sempre più serrata tra Stati Uniti e Cina, potrebbe cambiare molte aspettative e ricordare ai mercati che la favola di Riccioli d'Oro, prima d'incarnare la bella bambina della nostra infanzia, era rappresentata da una vecchietta malefica e ladra.