

## DALLA REAGANOMICS ALLA BIDENOMICS

Il mese di giugno si è chiuso come il primo semestre dell'anno: positivo malgrado le continue stoccate di scetticismo. Alla fine del 2022 molti guardavano all'anno nuovo con la stessa paura con la quale hanno concluso quello vecchio. E invece a gennaio si sono registrate, per ora, le migliori performance del 2023. E anche a giugno le preoccupazioni non mancavano. I titoli dell'Intelligenza Artificiale (IA) avevano raggiunto livelli estremi dai quali sembrava naturale aspettarsi per lo meno una naturale correzione. E invece no. Apple è addirittura riuscita a superare i tre trilioni di dollari di capitalizzazione di borsa. Da inizio anno lo S&P ha messo a segno un +17%. L'EuroStoxx50 ha continuato il trend ascendente con un +3% nell'ultima settimana del mese (+17% da inizio anno). Più defilato lo svizzero SMI che nel 2023 registra solo un aumento di poco più del 4%. I più saggi investitori si affrettano a ricordare che questo *rally* è trascinato da pochi titoli: Apple, Amazon, Google, Meta, Tesla, NVIDIA che, per

capitalizzazione, hanno un peso preponderante nello S&P, come pure nel Nasdaq (+31% da inizio anno). Se si prende lo S&P, ma equi ponderato, la performance del semestre è di poco positiva. Evidentemente sono le aspettative di un mondo provocato dall'intelligenza artificiale a muovere i mercati. C'è quindi il rischio di alimentare una bolla su questi titoli, come era già successo ad inizio millennio con quelli dell'allora nascente mondo internet? Domande legittime che rivelano il disagio di chi non si è lasciato travolgere dall'onda dell'IA e ora rischia di doverla cavalcare suo malgrado. Il VIX, l'indice della paura che misura le fluttuazioni dell'ampio mercato statunitense, è sceso al di sotto del livello pre-covid. E si sa che gli algoritmi reagiscono con acquisti automatici quando la volatilità si restringe così tanto.

In questo primo semestre, a cominciare proprio da gennaio, a muovere al rialzo i mercati sono sempre state le aspettative

sull'inflazione. Se questa diminuisce, le banche centrali non solo non dovranno continuare le turbo manovre di rialzo dei tassi, ma addirittura potrebbero iniziare a ridurli, in particolare la Federal Reserve, che detta il ritmo. I titoli della tecnologia avevano trascinato al ribasso le borse l'anno scorso, proprio perché valutavano i loro futuri utili con tassi d'interesse di poco superiori allo zero: scontarli al 4-5% inevitabilmente voleva dire attualizzarli alla luce di costi finanziari lievitati di quattro, cinque volte. Ma i tassi nel frattempo non sono scesi, anzi, sono saliti. I mercati si stanno convincendo che l'inflazione ha già iniziato a contrarsi: i massimi raggiunti negli scorsi mesi sembrano ormai accantonati. Negli Stati Uniti, l'inflazione PCE, quella preferita dalla Fed, a maggio è scesa al 3.8% dal 4.3% di aprile. E per questa ragione la banca centrale ha deciso di concedersi una pausa a giugno rinunciando a rialzare i tassi d'interesse. Il problema è che l'inflazione *core*, depurata da energia e alimentari (il cui corso non dipende direttamente dalla politica monetaria ma da fattori internazionali), sembra più

“sticki”, più persistente: è scesa al 4.6% dal 4.7%. È da dicembre che questo indicatore mantiene una velocità relativamente stabile, senza dare veri segnali di frenata. Discorso simile per i servizi che, Oltre Atlantico, sono aumentati del 5.3% annuo, dal 5.5% di aprile, mentre i tassi della Federal Reserve sono al 5-5.25%.<sup>1</sup>

La situazione è ben diversa in Europa. I dati *flash* di Eurostat mostrano un indice complessivo in aumento del 5.5% annuo, mentre era al 6.1% a maggio. Il rallentamento è però tutto dovuto al calo dei prezzi dell'energia (-5.6% dal livello di un anno fa). L'inflazione *core* resta molto alta e persistente: 6.8% a giugno dal 6.9% a maggio (7.5% a marzo). In Europa il ciclo di rialzi dei tassi appare in ritardo per rapporto agli Stati Uniti: i tassi reali (nominale 4%) sono ancora negativi, diversamente dagli Stati Uniti, dove sono saliti del 5% in appena 14 mesi (bisogna tornare all'era Volcker per ritrovare politiche così restrittive). I banchieri centrali, come ha recentemente riassunto a Lugano il numero uno della Banca dei Regolamenti Internazionali, Agustín

<sup>1</sup> “Eurozona, scende l'inflazione ma l'indice 'core' resta alto”, *Il sole 24 Ore*, 1. Luglio 2023.

Carstens, sono determinati a riportare l'inflazione vicino al target del 2%. Ma, anche se il processo di disinflazione è in corso, il fatto che l'inflazione *core* sia così persistente alimenta incertezze e anche attacchi nei confronti delle banche centrali. Ha senso rischiare di trascinare le economie in recessione quando non si riesce nemmeno a capire con chiarezza quali sono i meccanismi di quest'inflazione? È ancora attuale combattere per contenere i rialzi dei prezzi al 2% con una guerra in corso in Ucraina e una potenziale in Asia?

La realtà è che, malgrado i forti rialzi dei tassi, le economie sono più resilienti di quanto ci si aspettava anche solo pochi mesi fa. Gli operatori finanziari sono abituati da una trentina d'anni a concentrarsi sull'attività delle banche centrali per valutare il futuro andamento dell'economia e, soprattutto, delle borse. Il ruolo dello stato, in un quadro economico di libero mercato, sembrava ormai irrilevante. Ci avevano pensato Margaret Thatcher e Ronald Reagan negli anni '80 a convincere il mondo che la migliore maniera per crescere era quella di non intervenire nelle economie e di lasciare che il capitale andasse naturalmente là

dove è meglio remunerato. Quest'impostazione intellettuale, alimentata da Milton Friedman, ha avuto risvolti pratici sorprendenti in quanto ha permesso a centinaia di milioni di persone (soprattutto in Cina) di uscire dalla povertà. Ma nell'allora mondo industriale ha provocato la perdita di potere della classe media: i lavoratori costavano meno nei mercati emergenti e le multinazionali hanno quindi spostato le loro catene produttive. L'Unione europea, oltre a vivere questa trasformazione, ha subito per anni le politiche di austerità promosse dalla Germania, che meglio di tutti aveva saputo cogliere l'occasione di produrre all'estero e approfittare dei prezzi a sconto delle materie prime russe, diventando una agguerrita realtà nell'*export*. Il peso congiunto di queste politiche ha alimentato la crescita della potenza cinese e, allo stesso tempo, ha banalizzato la potenzialità che rappresentano i 500 milioni di consumatori ricchi del Vecchio continente.

Le distorsioni internazionali di quest'impostazione hanno contribuito alla grande crisi finanziaria del 2008, partita dagli Stati Uniti. Per superarla, le banche centrali hanno assunto ancora di più un

ruolo chiave. Inondando il mondo di liquidità hanno scongiurato una terribile recessione come quella vista negli anni '30. La teoria era che, anche se la ricchezza si riversava sugli asset finanziari (e su chi li deteneva), una parte sarebbe comunque gocciolata (*trickle-down*) nell'economia reale. E così è stato. Si sono però alimentate ulteriori distorsioni: l'1% della popolazione americana arrivava a detenere più della metà dell'intera ricchezza degli Stati Uniti. La classe media riusciva a mantenere una parvenza del benessere passato solo attraverso l'indebitamento, facilitato dai tassi estremamente bassi. La frustrazione ha portato gli americani a votare Donald Trump, che prometteva "America First". Poi, secondo una visione più strutturata, ha scelto Joe Biden.

Con il nuovo presidente democratico cambia il paradigma di riferimento. Ora si tratta "dell'economia che fa crescere l'economia dal centro e dal basso verso l'alto invece che solo dall'alto verso il basso".<sup>2</sup> Sono stanco, dice Biden, di aspettare il *trickle-down*: è ora di finirla di restringere gli investimenti in infrastrutture

ed educazione pubblica lasciando così emigrare posti di lavoro all'estero. "Il mio predecessore – dice Biden – ha applicato l'ultima iterazione di una teoria fallita. Ha tagliato le tasse per i ricchi. Ciò non ha pagato, il costo stimato dell'operazione è stato di due trilioni di dollari".<sup>3</sup> Quella che ora Biden chiama esplicitamente la "Bidenomics" è una strategia che intende: 1) stimolare investimenti intelligenti in America, 2) educare e responsabilizzare il lavoratore americano per far crescere la classe media, 3) promuovere la concorrenza per abbassare i costi e aiutare le piccole imprese.<sup>4</sup> Si tratta di supportare investimenti mirati per rafforzare la sicurezza nazionale, quella energetica e quella del clima. L'accordo *bipartisan* sulle infrastrutture - dice il presidente - ha già creato 35 mila progetti in tutto il paese: "stiamo riparando ponti fatiscenti, rinnovando la nostra rete elettrica come pure i porti e gli aeroporti".<sup>5</sup> Con la Bidenomics, continua Biden, ci sono già 490 miliardi di investimenti privati da aziende americane e da altre nel mondo che hanno scelto di venire negli Stati Uniti. Con l'*Inflation Reduction Act* i

<sup>2</sup> *Remarks by President Biden on Bidenomics*, Chicago, IL, 28 giugno 2023.

<sup>3</sup> *Idem*.

<sup>4</sup> *Idem*.

<sup>5</sup> *Idem*.

prezzi di molte medicine sono fortemente diminuiti, provocando un risparmio di 160 miliardi e di 800 dollari l'anno alle famiglie per i premi delle casse malati.

Agire con la stessa forza propulsiva nel Vecchio continente è molto più complicato, non essendoci ancora uno stato comune chiaramente definito nel quadro dell'Unione europea (EU). Ma il pendolo della storia oscilla anche da questa parte dell'Atlantico. Gli Stati sono tornati ad investire nell'economia, sostenuti dalla politica monetaria espansiva della Banca centrale europea (BCE) esacerbata dalla pandemia. Parallelamente anche a livello comunitario si è iniziato a spendere: l'Italia, per esempio, sta ricevendo 200 miliardi di euro per il suo piano d'investimenti e resilienza dall'UE, un'occasione storica per rilanciare un'economia depressa da almeno vent'anni.

Gli operatori finanziari che hanno popolato i mercati negli ultimi decenni si sono abituati a guardare solo le politiche espansive o restrittive delle banche centrali per avere il polso dell'andamento generale dell'economia: appunto l'approccio dall'alto verso il basso. Con l'esplosione dell'inflazione hanno

continuato a concentrarsi sulle parole di Jerome Powell e Christine Lagarde. In questo paradigma le aziende aumentano gli utili se scendono i tassi e le tasse. Nella nuova impostazione che sta emergendo, le aziende crescono con l'economia se a provocarla sono investimenti diretti dagli stati e condivisi con i privati. Banche centrali e stati sono ora più in competizione che mai: se le prime puntano a riportare a qualsiasi costo l'inflazione vicino al target del 2%, i secondi puntano a stimolare la crescita. Si tratta di una tensione pericolosa ma, se ben gestita, può rivelarsi costruttiva, visto quanto c'è da recuperare nell'economia reale. Le borse continueranno a lasciarsi trascinare dai segnali dell'inflazione che cala e dalla possibilità che l'Intelligenza artificiale, migliorando la produttività, abbassi i costi generali. Ma saranno anche attente alla capacità degli stati di provocare crescita a livelli comunque superiori all'inflazione. Avremo mercati volatili perché la tensione tra crescita e inflazione ci accompagnerà. I mercati saranno però anche resilienti perché troveranno un supporto nell'inflazione che scende o nell'aumento della crescita. Una scommessa complicata? Certo, ma per ora nemmeno

la Banca dei Regolamenti Internazionali  
esclude un *soft landing*.