

CONSOLIDAMENTO FISCALE E POLITICA MONETARIA

Commento Aprile 2023

I mercati azionari vedono rosa. Anche ad aprile hanno sfoderato ottimismo. Lo S&P, l'indice faro degli Stati Uniti, ha registrato durante il mese un +1.46% e da inizio anno la performance è dell'8.6%. Più impressionante il Nasdaq che si è rivalutato di quasi il 17%, anche se non si è mosso ad aprile. Pure da questa parte dell'Atlantico la lievitazione degli indici non delude. L'Eurostoxx50 ha messo a segno un +15% da inizio anno e ad aprile non ha voluto arrestare la sua corsa registrando un aumento dell'1.1%. L'azienda più seguita al mondo, la Apple, valutata 169 usd il 28 aprile, non è molto lontana dai suoi massimi storici attorno a 180 usd di fine 2021. Anzi, i titoli della digitalizzazione, puniti l'anno scorso perché sembravano scontare un futuro troppo felice dopo la pandemia, sono tornati con forza.

I mercati si stanno convincendo che l'inflazione inizia a scendere e con essa anche i tassi d'interesse. La crisi bancaria, per ora parzialmente rientrata, ha poi fatto

un altro regalo ai mercati: la liquidità, invece di diminuire, è aumentata ad aprile per la prima volta da inizio anno, a giudicare dall'offerta di moneta M2 negli Stati Uniti (20.877 trilioni di usd), come pure in Svizzera. I dolori delle banche aiutano la Federal Reserve: se gli istituti di credito concederanno meno crediti, l'economia si raffredderà aiutando a sconfiggere l'inflazione, pur allentando la morsa sui tassi. Del resto, le tracce di frenata ci sono. Nel primo trimestre il Prodotto interno lordo (PIL) americano è cresciuto dell'1.1% annualizzato, deludendo le attese di un 1.9% e allontanandosi dal 2.6% del trimestre precedente. Perfino il mercato immobiliare, spesso il primo a subire le bizze del ciclo economico, conferma le difficoltà: a marzo i compromessi per la vendita di case sono scesi del 5.2% contro attese di un aumento dello 0.5%. Malgrado questi indizi di raffreddamento, le trimestrali delle principali aziende sono superiori alle aspettative degli analisti.

Tutto ciò ha spinto i mercati a credere che nei prossimi incontri della Federal Reserve ci saranno segnali chiari. Magari dopo un ulteriore +0.25%, Jerome Powell si rimangerà l'affermazione secondo cui non intende tagliare i tassi nel 2023, lasciando trasparire che invece già nel corso del secondo semestre dovrà compiere un importante e veloce *dietrofront*.

Le aspettative d'inflazione a cinque anni (*forward*) sia per il dollaro, sia per l'euro si sono ridotte rispettivamente al 2.48% e 2.46%. Il problema è che l'inflazione in generale tende a scendere, ma non quella "core", che esclude i prezzi energetici e alimentari (PCE, *Personal consumption expenditures*): negli Stati Uniti è aumentata a marzo dello 0.3% su base mensile, attestandosi al 4.6% annuo. I *futures* sui tassi non registrano questa divergenza. Le proiezioni del mercato vedono già tre tagli di 0.25% ciascuno tra settembre e dicembre di quest'anno. Un po' diversa la situazione nell'Eurozona dove invece il picco dei tassi è visto a inizio 2024 attorno al 4%, per poi scendere verso il 3%. Il quadro dipinto dalle borse

sembra quello di un *soft landing* e i mercati finanziari hanno già deciso di festeggiarlo. La realtà potrebbe essere più complessa. Come scrive Pierre-Olivier Gourinchas, consigliere del Fondo monetario internazionale (FMI), "stiamo entrando in una fase pericolosa durante la quale la crescita economica rimane bassa per rapporto agli standard storici, mentre i rischi finanziari aumentano, con l'inflazione che non ha ancora girato l'angolo".¹ Secondo l'economista, fin tanto che il sistema finanziario rimane ragionevolmente stabile, la politica monetaria può continuare il suo corso restando ferma sulla lotta all'inflazione. Ma il fatto che la recente crisi bancaria aiuta a fermare la domanda aggregata, mitigando la fermezza delle banche centrali, può far scendere i rendimenti facendo ripartire l'attività economica e quindi l'inflazione. L'ottimismo delle borse è tutto concentrato sulla politica monetaria, soprattutto della Federal Reserve. Per mantenere quella "regione di stabilità" che permette agli *asset* finanziari di prosperare c'è anche la politica fiscale. Prima che l'inflazione ritornasse ad essere una minaccia,

¹ Pierre-Olivier Gourinchas, *World Economic Outlook, A Rocky Recovery*, International Monetary Fund, Aprile 2023, p. xv.

politiche monetarie e fiscali camminavano a braccetto. Nel decennio passato gli interessi nominali erano a livelli estremamente bassi. Mentre quelli reali non sono mai restati negativi così a lungo. Ciò ha permesso ai bilanci delle banche centrali di esplodere e ai debiti pubblici di raggiungere livelli record. Alle banche centrali è stato affidato il compito di combattere l'inflazione. Se però alzano i tassi troppo velocemente, minano la resilienza delle politiche fiscali: i debiti pubblici, con l'inflazione e senza crescita, non sono più sostenibili.

Questa preoccupazione, in modi diversi, accomuna le due sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti bisognerà presto decidere l'aumento del tetto al debito pubblico per permettere il finanziamento delle attività dello stato, come pure i grandi piani d'investimento voluti dall'attuale presidenza. Il difficile compromesso tra Repubblicani e Democratici rischia di frenare le iniziative in investimenti strutturali di Joe Biden quindi quel sostegno alla domanda che fino ad ora è riuscita a resistere, a tratti stupendo, anche al turbo rialzo dei tassi (+5% in quindici mesi). L'Europa, che all'inizio del primo decennio del millennio è andata in crisi anche a causa del rigore imposto

dalla Germania, ha messo in piedi negli ultimi due anni il *Next Generation EU*. Si tratta del primo vero programma di debito comune nella storia del processo d'integrazione europeo: 807 miliardi di euro per rilanciare le economie (soprattutto quelle più in difficoltà) agganciandole al carro della transizione energetica e digitale. Quest'iniziativa si sovrappone a quella di singoli stati che sostengono la domanda e i consumi con il loro indebitamento. La revisione in corso del patto di stabilità intende riportare un po' di quel rigore che la pandemia ha spinto ad accantonare.

Non è detto che anche quest'anno valga il "sell in may and go away". Una frenata nelle politiche fiscali parallela al rialzo dei tassi spingerebbe l'inflazione a scendere e ad essere meno appiccicosa. Il rovescio della medaglia riguarda però il freno alla crescita. Si entrerebbe in una spirale che annullerebbe la speranza di un *soft landing* e aprirebbe la porta ad una seria recessione. Per Agustin Carstens, Direttore generale della Banca dei Regolamenti Internazionali (la banca delle banche centrali), "tassi d'interesse più elevati renderebbero più difficile il consolidamento fiscale; il quale eserciterebbe pressioni sulla politica

monetaria affinché rimanga accomodante più a lungo se la crescita resta contenuta”.² Sarà probabilmente questa inevitabile tensione a caratterizzare la seconda parte del 2023. La transizione verso la “regione di stabilità” non sarà sempre facile. Le banche centrali terranno duro sull’inflazione e non vorranno anticipare pericolosi regali.

² Augustin Carstens, “Monetary and fiscal policies as anchors of trust and stability”, Discorso alla Columbia University, New York, 17 aprile 2023.