

E la “stagnazione secolare”?

Quadro macroeconomico

Con l'arrivo di Trump ci si è quasi dimenticati di quelle analisi sulla “stagnazione secolare” che Larry Summers, ex Segretario al Tesoro Usa all'epoca di Bill Clinton, aveva rilanciato con forza a partire dalla fine del 2013. Il professore di Harvard e nipote di due premi Nobel, ha più volte sottolineato che “nonostante una politica monetaria molto più espansiva del previsto e il rapido calo dei tassi di interesse, a medio termine, la crescita e l'inflazione, in tutti i paesi industrializzati, sono sempre state più basse di quanto preventivato. E' esattamente quello che ci si aspetterebbe se fossero all'opera fattori che accrescono la propensione al risparmio rispetto alla propensione all'investimento”. (Il Sole 24 ore, 18 febbraio 2016) L'idea della “stagnazione secolare” risale all'economista americano Alvin Hansen che, nel 1937 la utilizzò per descrivere la depressione economica che continuava ad affliggere gli Stati Uniti dal 1929 nonostante gli sforzi del New Deal rooseveltiano. Per l'economista americano, diventato estimatore di Keynes, le cause della stagnazione erano da attribuire al declino demografico e all'assenza di innovazioni tecnologiche. Quindi per lui, il solo modo di rilanciare la domanda, i prezzi e la crescita passava dalla spinta che solo la spesa pubblica può provocare. Queste riflessioni sono valide oggi, dopo la grande crisi del 2008? A giudicare da come i mercati si sono infiammati dopo l'elezione di Trump, sembrerebbe di sì. Ma in realtà l'esaltazione, per molti inaspettata, per il nuovo presidente, ha radici diverse. I mercati, per ora, plaudono al ritorno – almeno nella retorica del nuovo presidente - della grande politica, quella che intende riprendere in mano

le leve della crescita economica, intervenendo nella dinamica fiscale, imponendo anche un proprio disegno dell'identità nazionale. Sembrano quindi credere che la “grande stagnazione” possa essere superata se c'è una visione capace di annientarla. La crisi finanziaria del 2008 sarà probabilmente ricordata come il primo cedimento della globalizzazione, ma anche come la rappresentazione dell'inadeguatezza della politica a trovare soluzioni planetarie condivise.

Nei paesi industrializzati sono state le banche centrali, in primis la Federal Reserve, a salvare il sistema da se stesso, trasformando le politiche monetarie in strumenti di salvezza del sistema. Bernanke e poi la signora Yellen hanno potuto decidere ed agire molto velocemente. In Europa la diserzione della politica si è rivelata con evidenza: Mario Draghi non solo ha sfidato la regia tedesca imponendo (con molta fatica ed in ritardo) interventi della Banca centrale europea (BCE) assolutamente nuovi, il banchiere si è anche permesso di occupare il vuoto nell'arena politica, con il dichiarato scopo di agganciare la sopravvivenza della moneta comune alla salvaguardia e al rilancio del progetto europeo. Ma nonostante l'attivismo - non ultimo quello giapponese, che nell'Abenomics ha una sponda politica compenetrante - i banchieri centrali stessi avvertono che loro, funzionari non eletti, non possono essere gli interpreti delle esigenze della società, delle speranze e delle paure dei popoli. Questo ruolo spetta ai politici eletti. L'élite che ha gestito la globalizzazione, ha cavalcato il liberismo reaganiano e tatcheriano convinta che solo la circolazione senza ostacoli può creare benessere e che quindi non ci si può distaccare da questo paradigma. Si è però

Anche se, nonostante l'enorme massa monetaria generata, non si è riusciti a superare la "grande stagnazione", non si è preoccupata di aggredirne le cause: perché tanta moneta non si traduce in inflazione? Perché i debiti aumentano e la domanda non riparte? Trump, a modo suo, dà una risposta: il problema è la globalizzazione che alimenta l'esportazione di deflazione e l'impoverimento di chi non ha la forza e le competenze per affrontarla. Detassare le aziende internamente, favorire il rientro dei capitali, introdurre una border tax, che di fatto è una forma di allineamento a quanto già avviene nel mondo (perché l'IVA si paga all'importazione e non all'esportazione?), favorire gli investimenti nelle infrastrutture, rilanciare la spesa militare, sono proposte che il mercato ha ben accolto perché rilanciano la domanda e l'inflazione, aiutata anche dalla sua nuova geopolitica dell'energia. Wall Street, che in campagna elettorale sembrava non amare Trump, improvvisamente lo premia con continui rialzi, proprio perché le sue ricette, sulla carta, lasciano trasparire la possibilità di superare la "grande stagnazione".

Questo ottimismo beneficia però di due fattori contingenti che il nuovo presidente ha ereditato: contrariamente a Obama, arrivato al potere nel cuore della recessione, Trump beneficia di un ciclo maturo; malgrado ciò, vista la profondità e la novità di quest'ultima grande crisi, i tassi sono ancora molto bassi. Il rapporto prezzo/utili della borsa americana è sui massimi storici (22 per S&P) e per questo c'è chi teme lo scoppio di una bolla finanziaria. Ma la politica di de-globalizzazione di Trump sembra configurarsi come l'opportunità che mancava ai mercati per crescere dopo la fine dei Quantitative Easing (QE) superando la "grande stagnazione". Tanto più che questi, per ora, non sembrano rassegnarsi a nessuna forma di cedimento: il trend è al rialzo.

Politica d'investimento

Se la linea economica del nuovo presidente ha una coerenza per rilanciare la crescita, il suo profilo personale, in chiave politica, lascia costantemente aperti notevoli rischi, partendo dai rapporti con la Russia di Putin, che suscitano molte perplessità, non solo tra chi non ne condivide le motivazioni geopolitiche. Attorno a questo tema è in corso una guerra serrata tra democratici e una parte dei repubblicani i cui esiti sono incerti. Per il momento la borsa non sembra dare troppo peso a questa problematica perché non è in grado di valutarne il rischio reale. Ma Trump ora accusa Obama di averlo spiato durante la campagna elettorale. Si tratta di una escalation importante nella contrapposizione, non solo tra leader, ma tra due visioni degli Stati Uniti. Può un presidente della prima democrazia del mondo calpestare la stampa ed il sistema giudiziario, fregandosene delle più elementari regole sulla separazione dei poteri? Per lanciare gli investimenti in infrastrutture il presidente ha bisogno del sostegno del Senato, dove anche fra i repubblicani non tutti vogliono ulteriormente aumentare il debito pubblico: il rischio del *sequester* potrebbe toccare anche lui.

E' possibile che dopo il primo innamoramento, gli investitori vogliano vedere qualche cosa di veramente concreto per continuare a rinnovare la fiducia ad un presidente "anomalo". Le incertezze possono essere superate se c'è crescita economica e miglioramento degli utili societari. I recenti dati gli danno ragione. Nell'ultimo trimestre (ottobre-dicembre) hanno accelerato i consumi. Il commercio estero è decisamente peggiorato rispetto all'estate, ma a causa della forte crescita delle importazioni, segno di una domanda brillante. Complessivamente, però, nel 2016 la crescita è stata dell'1,6% contro un +1,7% di Eurolandia.

E' quindi legittimo chiedersi se sono sufficienti questi numeri a confermare l'ottimismo delle borse.

Negli Stati Uniti bisogna monitorare i dati sull'occupazione e, soprattutto, sull'inflazione. La prima è sui massimi, mentre la seconda solo recentemente ha iniziato a dare segnali d'incremento. Normalmente la piena o quasi occupazione dovrebbe stimolare l'inflazione. Ma ciò non è avvenuto a causa di salari restati troppo a lungo contenuti e all'importazione della deflazione grazie alla globalizzazione. Ora Trump, volendo porre un freno al commercio globale, stimola l'inflazione e, grazie alla sua geopolitica del petrolio, carica un'altra molla sensibile del rialzo dei prezzi.

In questo contesto la Federal Reserve sarà portata a rialzare i tassi, probabilmente già a marzo. Ma la domanda, che non è stata stimolata da una diversa distribuzione della ricchezza, sarà in grado di alimentare la crescita anche se confrontata con prodotti più costosi e tassi più alti, prima che decollino gli investimenti? Le borse per ora dicono di sì. Ma quando si fermeranno? A frenarle (o almeno rallentarle) saranno i tassi d'interesse. Un decennale che si avvicina al 3% potrebbe riportare i flussi finanziari verso il comparto obbligazionario togliendo un po' di linfa a Wall Street. Inoltre il dollaro forte darà fastidio agli Stati Uniti, anche se vogliono concentrarsi sul mercato interno.

In Europa la situazione dà complessivamente segnali di miglioramento (ultimi PMI a 55.4). La disoccupazione globalmente è attorno al 9,6%, ma sotto il 4% in Germania, e l'inflazione inizia a risalire in maniera differenziata tra stati: 3% in Spagna, 2,2% in Germania, 1,5% in Italia, 1,2% in Francia, 0,3% in Irlanda. Queste differenze macro hanno un forte impatto sulla percezione dell'euro quale valuta comune e vettore d'integrazione. Affinché l'Unione europea

sopravviva, nonostante queste differenze, ci vogliono politiche di redistribuzione e d'integrazione importanti, proprio mentre in alcuni stati matura la voglia di seguire la via dell'affrancamento inglese. Attualmente tutti gli sforzi in questo senso sono sulle spalle di Mario Draghi che, con le politiche monetarie straordinarie, effettua una redistribuzione politica dei tassi d'interesse, mentre i ministri e presidenti preparano Libri bianchi aspettando il Sessantesimo anniversario della firma dei Trattati di Roma, le elezioni in Olanda, Francia, Germania e, magari, Italia.

Più che la Francia, dove si teme l'elezione di Marine Le Pen (potrebbe vincere le elezioni ma non il referendum contro l'eur), il vero problema è rappresentato dall'Italia che, con il suo enorme e crescente debito pubblico, rischia l'impensabile se i tassi ripartono prima della crescita. C'è chi dice che ci sia Mario Draghi dietro la caduta di Renzi, poiché questo, per ragioni elettorali, ha contestato i principali leader europei (in particolare la Merkel), proprio quando la BCE necessita del loro appoggio per continuare con il QE. L'Unione europea ha ancora bisogno di politiche monetarie straordinarie e di tassi bassi, perché l'inflazione si muove soprattutto a causa del prezzo del petrolio e degli alimentari: non si tratta ancora di prezzi rinvigoriti dalla voglia di investire e consumare. In questa fase di rientro da politiche monetarie straordinarie, i pericoli aumentano e l'euro resta la moneta di uno stato in divenire, ma che ha perso la visione dell'orientamento, proprio nella fase di svolta della geopolitica mondiale.

I pericoli sono molti perché tante sono le incertezze: politiche di Trump, crisi dell'euro e dell'Unione europea, rientro dalle politiche monetarie straordinarie, tempeste in Asia, Corea del Nord, Medio Oriente. Inoltre il ciclo rialzista va avanti dal 2010.

Ma non c'è quell'euforia che preannuncia lo scoppio di bolle. Ci sono tanti pericoli annunciati e qualche ancora di protezione (dollaro, franco svizzero). Fin che non si tornerà a parlare sui giornali di "stagnazione secolare" bisogna tenersi pronti ad incidenti di percorso, ma non ancora ad un cambio reale di scenario.