

## GOCCIOLAMENTO CON LEVA FISCALE

Sui mercati finanziari le paure estive sono rientrate. Lo S&P, l'indice faro mondiale, è in prossimità dei suoi massimi storici toccati il 16 luglio (+17% da inizio anno). In Europa, l'Eurostoxx50 (+10%) ha recuperato oltre l'11% dal minimo del 5 agosto e non è lontano dai massimi di marzo e luglio: deve lievitare di un altro 10% per raggiungere l'apice assoluto toccato nel 2000. Il solitamente prudente indice svizzero, SMI (+12% da gennaio), che ha stentato nel primo semestre a mantenere il passo con i più capitalizzati e diversificati indici occidentali, è riuscito a superare il picco di luglio ed è solo ad un passo dal record del marzo 2022. Anche il Giappone, epicentro del terremoto estivo (il 5 agosto ha perso il 12% in una sola seduta), ha recuperato due terzi delle perdite. L'indice mondiale MSCI World ha addirittura rotto la resistenza dettata dai massimi storici.

La miccia della ripresa è stata accesa dal presidente della Federal Reserve, Jerome

Powell, alla riunione annuale dei banchieri centrali di Jackson Hole. Il suo canto di vittoria sull'inflazione, ma anche sulla crescita, ha scaldato i mercati. "Quattro anni e mezzo dopo l'arrivo del COVID-19 - ha detto Powell -, le peggiori distorsioni economiche legate alla pandemia stanno svanendo. L'inflazione è diminuita in modo significativo. Il mercato del lavoro non è più surriscaldato e le condizioni sono ora meno rigide di quelle che prevalevano prima della pandemia. I vincoli di offerta si sono normalizzati. E l'equilibrio dei rischi per i nostri due mandati è cambiato. Il nostro obiettivo è stato quello di ripristinare la stabilità dei prezzi mantenendo al contempo un mercato del lavoro forte, evitando i bruschi aumenti della disoccupazione che hanno caratterizzato i precedenti episodi disinflazionistici quando le aspettative di inflazione erano meno ben ancorate. Sebbene il compito non sia completato, abbiamo fatto molti progressi verso quel risultato".<sup>1</sup> L'esplicito

<sup>1</sup> Jerome H. Powell, "Reassessing the Effectiveness and Transmission of Monetary Policy", Jackson Hole, Wyoming, 23 Agosto,

2024.  
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm>.

riconoscimento di questi progressi ha spinto i mercati a considerare ormai certo un primo taglio dei tassi d'interesse già alla prossima riunione del 15-18 settembre, tra 0.25% e 0.5%. L'accento sul cambiamento "nell'equilibrio dei rischi dei nostri due mandati", tra inflazione e disoccupazione, ha spinto i mercati ad immaginare che Powell si concentrerà di più sul mantenimento dei posti di lavoro; quindi, virando verso politiche monetarie più favorevoli alla crescita, in un quadro che già si delinea come un *soft landing*. In pratica, l'economia americana riesce a portare l'inflazione verso il 2% evitando la recessione la cui probabilità statistica è mediamente riconosciuta tra il 25% e il 30%.

La carica della Fed rientra nel sempre più diffuso movimento di allentamenti monetari. Ad agosto, per la prima volta da aprile 2022, il numero di banche centrali che ha tagliato i tassi d'interesse (56%) ha superato quelle che li hanno aumentati (44%): fra queste la Banca centrale europea (BCE), la Banca nazionale svizzera (SNB) e la Banca d'Inghilterra. La massa monetaria (M2) dei principali centri

finanziari mondiali è rimasta invece stabile ai livelli massimi in cui si trova, fra alti e bassi, da marzo del 2022.<sup>2</sup> Ciononostante l'inflazione, nei paesi dell'OCSE, nel secondo trimestre si è attestata attorno al 2.7%. In molte delle economie più sviluppate continua ancora a frenare, come in Italia e in Canada, scesa a luglio rispettivamente al 1.6% e al 2.5% e negli Stati Uniti dove il PCE, l'indicatore dei prezzi preferito dalla Fed, è al 2.5%. I segnali che possa accelerare, al momento, sembrano limitati: i salari nominali, pur essendo, nei paesi del G10, a livelli superiori rispetto al periodo pre-pandemico, continuano a scendere per rapporto all'aumento annuale attuale del 4%. Nei paesi dell'OCSE ciò avviene con la crescita costante attorno al 1.8%, con un tasso di disoccupazione attorno al 5% (anche se in leggera salita quest'anno) e con un tasso di partecipazione della forza lavoro ai massimi da sempre. Per non parlare dei risultati aziendali che, malgrado un discreto livello di scetticismo, sono cresciuti nel secondo trimestre di oltre il 10% anno su anno.

---

<sup>2</sup>

[https://en.macromicro.me/central\\_bank/overview](https://en.macromicro.me/central_bank/overview).

L'insieme di questi dati, indirettamente, conferma l'orgoglioso ottimismo di Jerome Powell. Pochi economisti avrebbero scommesso in un simile successo solo pochi mesi fa. Come faranno - si chiedevano in molti - le complesse economie moderne a crescere in un contesto di tassi alti? I tentativi di risposta non mancano. Le economie di servizi, sempre più digitalizzate, hanno meno bisogno delle forti iniezioni di capitale che caratterizzavano quelle dell'industria pesante e delle costruzioni. Anni di tassi bassi hanno spinto molti ad indebitarsi a tasso fisso a medio-lungo termine, mentre i rendimenti sui conti correnti sono tornati positivi, contendo l'erosione dei risparmi accumulati durante la pandemia.

Questi sono aspetti indubbiamente importanti. Ma, probabilmente, sono le politiche fiscali decise dai governi ad alimentare la domanda aggregata. Le misure adottate nell'urgenza della pandemia mostrano ora tutta la loro valenza elettorale. È difficile toglierle in società dove il divario tra ricchi e poveri si è ampliato negli ultimi venti anni. Gli Stati Uniti sono il paese dove questo contrasto si è distinto al punto da produrre candidati alla presidenza che incarnano i valori

estremi dei loro rispettivi schieramenti, ma che non intendono mettere mano ai problemi dell'indebitamento. Anzi, Washington replicherà quest'anno un deficit pari al 7% del PIL (Prodotto interno lordo), mentre la media di sforamenti è attorno al 4.4% nei paesi più ricchi. I vecchi economisti direbbero che è strano che si mantenga una forte leva fiscale quando la disoccupazione è di fatto contenuta.

Ma c'è un aspetto fondamentale che va considerato. Anni di economie basate sui Quantitative Easing (QE), cioè sulla forte produzione di liquidità, come dimostrano i bilanci delle banche centrali, sono riusciti solo moderatamente a creare ricchezza nell'economia reale. L'idea del *trickle-down*, dello sgocciolamento di liquidità dall'economia finanziaria a quella reale, non ha funzionato molto, pur avendo permesso al sistema di mantenersi: l'economia reale negli ultimi quindici anni non si è sviluppata quanto quella finanziaria. L'inflazione sembrava un retaggio del passato mentre la deflazione era un pericolo costante proprio perché non c'erano eccessi di liquidità nel sistema produttivo: questa restava impigliata in quella finanziaria. Già prima della

pandemia si era capito che bisognava pilotare liquidità direttamente nel mondo reale. Con il COVID si arrivò addirittura a mettere i soldi direttamente nelle tasche dei consumatori.

Powell si è trovato a dover gestire questo dualismo: il mantenimento dei QE, seppur ridotti, in un contesto di stati che spendono. I rischi d'inflazione, in un primo tempo li aveva valutati "passeggeri". Poi, però, quando i rincari si sono rivelati persistenti, ha portato i tassi oltre al 5%, pronto ad accettare una temuta recessione. Ma questa non si è manifestata, proprio perché, parallelamente, le politiche fiscali mantenevano viva la domanda. È in questo doppio contesto che la trasmissione dall'economia finanziaria a quella reale, produttiva, ha trovato una ragione d'essere che è andata ben oltre il *trickle-down effect*. L'inflazione, invece di scoraggiare la domanda e la produttività, è servita a stimolare la ricerca d'investimenti nell'economia reale.

La guerra in Ucraina ha certo avuto la sua parte. Putin sperava di distruggere le economie occidentali attraverso l'inflazione veicolata dall'energia e dalle materie prime. Si è trovato di fronte la

determinazione della Federal Reserve e di Biden che ha operato per mantenere basso il prezzo del petrolio favorendo anche il tanto disprezzato *fracking* che neppure la candidata Kamala Harris intende proibire e nemmeno limitare. L'amministrazione americana è stata anche aiutata dalla Cina, che ha scelto di non attuare le potenti misure di rilancio necessarie alla sua economia per superare la trasformazione che sta vivendo.

Il boom dell'Intelligenza artificiale (IA), invece di restare ancorato all'economia finanziaria, come avvenuto con la bolla delle *dot-com* all'inizio del millennio, proprio per gli investimenti dell'economia privata e degli enti governativi operanti in un contesto di guerra, ha sbaragliato il *trickle-down effect*, contaminando direttamente l'economia reale. Nella prima fase, a catalizzare l'attenzione degli investitori, sono state soprattutto le sette grandi aziende direttamente coinvolte nella nuova evoluzione tecnologica. Ma ora, con la prospettiva che i tassi scendano senza dover prima affrontare una grave recessione, anche altri titoli riflettono la prospettiva di aumentare gli utili e quindi di affrontare nuovi

investimenti nelle dinamiche ineludibili dell'Intelligenza artificiale.

Le paure che i mercati hanno manifestato ad agosto erano completamente fuori luogo? Dettate solo da giochi speculativi estivi? Probabilmente no. I mercati hanno segnalato quanto uno squilibrio strutturale tra un paese, il Giappone, che è destinato ad alzare i tassi mentre altri, soprattutto gli Stati Uniti, li abbassano, possa contaminare l'intero sistema finanziario occidentale: se il Giappone smette di investire nel debito pubblico americano, rafforzando lo Yen, la struttura finanziaria americana ne risentirebbe pesantemente. Ma la geopolitica ha il suo peso: Tokyo non ha mancato di segnalare che il rialzo dei suoi tassi avverrà con molta moderazione. Il secondo aspetto riguarda proprio l'inflazione. Se i mercati dovessero convincersi che l'ottimismo di Powell è esagerato e che la lotta all'inflazione passa in secondo piano, magari per ragioni strettamente politiche, lo scenario cambierebbe velocemente. In un'attenta analisi storica Christina e David Romer identificano due canali di successo nella lotta all'inflazione: ridurre l'inflazione

attesa ed evitare di allentare prematuramente la politica monetaria.<sup>3</sup> I mercati saranno molto attenti a questi due aspetti, dopo le parole di Powell.

Le borse entrano in una difficile stagionalità che potrebbe segnare qualche battuta d'arresto tra settembre e ottobre. La nuova forma del *trickle-down effect* continuerà a sostenerle almeno fin che la tematica dei debiti pubblici, soprattutto quello americano, non prenderà il sopravvento.

---

<sup>3</sup> Christina D. Romer, David H. Romer, *Lessons from History for Successful Disinflation*, Working

Paper 32666, National Bureau of Economic Research, Luglio 2024, p. 2.