
Alessandro Fugnoli

Forte ma instabile: il ciclo dell'economia

62

2021

95

Aspenia

L'economia americana dell'era pandemica non è affatto in declino e non ha nemmeno fragilità preoccupanti. Il rischio da monitorare per i prossimi anni, semmai, è quello dell'instabilità, collegato ai segnali di surriscaldamento già emersi con evidenza. Le prime incognite si presenteranno a partire dal 2023, quando inizieranno a venire meno gli effetti euforizzanti delle terapie in corso.

Ray Dalio è certamente paragonabile a George Soros per la sua capacità di combinare una straordinaria abilità nella navigazione dei mercati finanziari a una visione storica e strategica dotata di grande profondità analitica. La sua casa d'investimenti, Bridgewater Associates, è da sempre un laboratorio di idee audaci e innovative che cercano di anticipare il futuro.

Il futuro che Dalio vede oggi per l'America è però un cielo carico di nubi tempestose. Il suo libro *The Changing World Order*, uscito di recente e di prossima traduzione in italiano, è un ambizioso e meticoloso tentativo di

modellizzazione del ciclo di
vita delle grandi civiltà, con

Alessandro Fugnoli, economista di Kairos, è autore della newsletter di strategia "Il Rosso e il Nero".

un'attenzione particolare agli aspetti economici e finanziari della loro evoluzione. Sulla scia di Toynbee, anche Dalio sembra credere che le civiltà muoiano per scelta propria. E nella sua stadiazione in sei fasi – tre ascendenti e tre discendenti – mentre la Cina si trova nel pieno della terza fase ascendente, l'America è già entrata nella seconda fase discendente. Ha cioè già superato la fase dell'allargamento sempre più rapido della spesa pubblica, dell'indebitamento e della disparità di ricchezza e potere politico, e vive ormai in un contesto di deterioramento finanziario e di conflittualità interna sempre meno controllabili.

UN'ESPANSIONE DA TEMPI DI GUERRA. Se Dalio vola a 50.000 metri di altezza, Larry Summers e Jason Furman (economisti di Harvard che hanno lavorato ai livelli più alti delle amministrazioni democratiche), guardando le cose da 10.000 metri, alzano il livello del loro dissenso nei confronti delle politiche economiche ultra-espansive di Biden. C'è solo un 10-15% di probabilità, dice Summers, che l'esito di queste politiche abbia successo. Lo scenario di base resta infatti quello della stagnazione secolare in cui l'America è entrata dopo la Grande Recessione del 2008. La massiccia iniezione di steroidi monetari e fiscali, dopo una fase di recupero che non potrà prolungarsi oltre il 2022, ha già iniziato a produrre un'inflazione che sta mettendo radici. Questo rischia a un certo punto di costringere la Federal Reserve, che al momento mantiene una posizione sostanzialmente attendista, a recuperare il tempo perduto frenando bruscamente e provocando così una nuova recessione e un crollo delle borse.

Se guardare l'America dall'alto e sui tempi lunghi porta a evidenziare alcuni aspetti critici, l'osservazione dal basso e su tempi ravvicinati mostra una situazione di notevole forza assoluta. E ancora più forte appare l'America se la si raffronta con il resto del mondo.

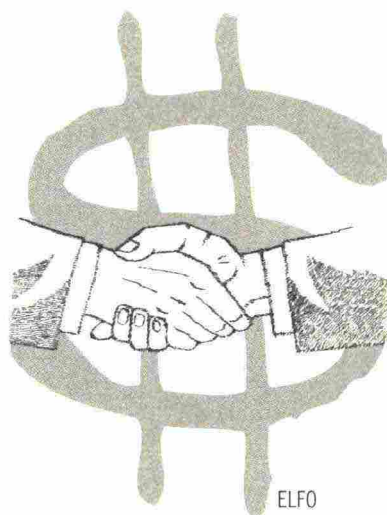
Il 2021 si chiude con un PIL americano che supera i 24.000 miliardi di dollari. Il resto del mondo si avvicina a 70.000 miliardi. Vent'anni esatti sono passati da quando Jim O'Neill teorizzò l'ascesa irresistibile dei BRIC e delle economie emergenti in generale, ma gli Stati Uniti continuano a produrre solidamente un quarto del PIL globale con il 4,2% della popolazione. In questi stessi vent'anni l'Europa è cresciuta del 20% contro il 40% dell'America. Certo, la Cina è cresciuta nel frattempo di sei volte, ma ha anche già raggiunto una maturità precoce. Nel giro di pochi anni la crescita cinese si è dimezzata e il 5% di oggi continuerà a ridursi rapidamente. Il sorpasso della Cina sull'America, che dieci anni fa veniva indicato tra il 2025 e il 2030, è oggi rinviato a data da destinarsi.

64

La pandemia, per effetto delle misure di sostegno, ha ulteriormente rafforzato l'America rispetto al resto del mondo. Normalmente, quando la politica fiscale è particolarmente espansiva, la politica monetaria, in nome della stabilità, viene orientata in senso restrittivo. È stato così nel 2018, quando la Fed, per compensare il taglio delle imposte sulle imprese, alzò più volte i tassi e avviò il *quantitative tightening*, provocando nell'ultimo trimestre una forte caduta delle borse. Con la pandemia, invece, la politica monetaria e quella fiscale hanno agito insieme nella stessa direzione espansiva, come è in uso, storicamente, in caso di guerra.

Da tempo di guerra è stato anche il disavanzo federale nel 2020 e 2021. Il 2020 ha visto i 2.200 miliardi del Cares Act e i 900 miliardi del pacchetto di aiuti alle famiglie. Il 2021 ha visto aggiungersi 1.900 miliardi per l'American Rescue Plan e i due programmi di infrastrutture che si distribuiranno nei prossimi anni (il primo da mille miliardi e il secondo formalmente di 1,7 miliardi ma in realtà molto di più). Come ha osservato Larry Summers, se gli stimoli fiscali dopo la Grande Recessione sono stati la metà di quello che serviva per colmare l'*output gap*, questa volta sono stati il quadruplo.

Quanto al lato monetario, basta dire che il 23% dei dollari oggi in circolazione nel mondo sono stati creati nel solo 2020 mentre un altro 13% si è aggiunto all'offerta di moneta nel 2021. La base monetaria, ovvero la moneta creata direttamente dalla Fed, è nel frattempo addirittura raddoppiata.



65

LA FORZA DELLA RIPRESA. Con questo imponente carico di stimoli l'economia americana è stata in grado di superare il livello di PIL pre-Covid già a metà 2021. La distanza rispetto all'Europa, che pure ha adottato questa volta politiche quantitativamente molto simili a quelle americane, è ulteriormente aumentata. Mettendo infatti insieme i tre anni che vanno dall'inizio del 2020 alla fine del 2022, la crescita degli Stati Uniti, nelle stime di J.P. Morgan, sarà del 5,6%, quella dell'eurozona del 3,1% e quella giapponese dell'1%.

È notevole anche il forte recupero di produttività dell'economia americana, che a fine 2021 produce di più, rispetto al periodo prepandemico, con 4 milioni di lavoratori in meno. Si vede qui un'altra differenza rispetto all'Europa, che durante la crisi ha cercato di mantenere l'occupazione nelle grandi e medie imprese mentre l'America ha lasciato libertà di licenziare. Una volta ripartita l'economia, il mercato del lavoro si è ripreso rapidamente, ma

molti lavoratori hanno trovato un impiego in un settore diverso, favorendo così un'allocazione più efficiente delle risorse.

I miglioramenti nella produttività si sono riflessi immediatamente nei margini di profitto e negli utili delle imprese, che hanno segnato un nuovo massimo storico nonostante il rincaro delle materie prime e l'aumento del costo del lavoro. La borsa americana, spinta anche dalla liquidità abbondante e dai tassi a zero, si avvia a chiudere il 2021 su un livello di quasi il 50% superiore a quello pre pandemico dell'inizio del 2020, una performance ampiamente superiore a quella delle borse europee e asiatiche.

L'eccellente andamento della borsa si accompagna al rialzo dei valori immobiliari residenziali, del 20% superiori ai livelli pre pandemici, e porta il patrimonio medio delle famiglie, che per mezzo secolo era stato pari a quattro volte il loro reddito, a oltre sei volte.

66

I segnali di salute sono diffusi in tutto il settore produttivo. La tecnologia mantiene senza difficoltà il proprio primato globale dove già lo aveva e si prepara a ripristinarlo dove lo stava perdendo. La più strategica delle industrie, quella dei semiconduttori, torna a casa. Taiwan e Corea del Sud traslocano in Texas la parte di punta della nuova produzione; in quel Texas (quasi lo stesso PIL dell'Italia con metà della popolazione) che sta diventando una sorta di Cina interna degli Stati Uniti, *hub* manifatturiero di straordinaria vivacità.

Anche gran parte dell'industria tradizionale attraversa un momento positivo. Il carbone è risorto, l'industria petrolifera torna in profitto, siderurgia e miniere rifioriscono (grazie anche ai dazi introdotti da Trump e lasciati quasi intatti da Biden).

Ma è nell'*automotive* che si vede un fermento particolare di novità. C'è la possibilità (per ora solo la possibilità) che con una mossa del cavallo l'America possa seriamente spiazzare l'Europa nella sua ultima roccaforte indu-

striaie. Oggi in borsa le Big Three non sono più General Motors, Ford e Chrysler ma Tesla, Rivian e Lucid, che capitalizzano insieme quattro volte l'auto europea. È vero, si tratta di valutazioni stellari, ma il costo irrisorio del capitale e la facilità di finanziamento che queste valutazioni comportano possono significare disponibilità praticamente illimitata di fondi per l'innovazione e per acquisizioni. Ridurre il fenomeno a una bolla di borsa può essere rischioso se si considera che accanto a Elon Musk (Tesla) e Jeff Bezos (Rivian) un altro grande innovatore come Apple ha ormai deciso di scendere in campo nel settore dell'auto elettrica.

TRE SFIDE IMPEGNATIVE. Tutto bene, allora? I profeti di sventura trovano spazio solo perché da sempre le previsioni più cupe solleticano di più di quelle costruttive?

In realtà l'economia americana si trova di fronte non solo lusinghieri successi, ma anche sfide impegnative e potenzialmente rischiose. Le raggruppiamo in tre filoni: le cicatrici della pandemia, gli effetti collaterali delle terapie monetarie e fiscali e le incognite del 2023, quando inizieranno a venire meno gli effetti euforizzanti delle terapie in corso.

Tra le cicatrici permanenti della pandemia troviamo prima di tutto un aumento strutturale della spesa pubblica, passata dal 25 al 28% del PIL. Come nota Gary Shilling, dal 1930 in avanti a ogni episodio di crisi è seguito un aumento della presenza pubblica nell'economia (sia in termini quantitativi sia in termini di nuovi enti di controllo e regole aggiuntive). L'amministrazione Biden si presta volentieri a farsi protagonista di questa nuova avanzata dello Stato rispetto al mercato. Lo fa con nuove spese che diverranno verosimilmente permanenti (i repubblicani generalmente non introducono nuove spese ma non cancellano quelle introdotte in precedenza dai democratici), con nuove tasse e con una *re-regulation* diffusa. Il rinnovato dirigi-

simo americano, in termini di politica industriale, si concentra su settori strategici come i semiconduttori e appare invece meno pervasivo di quello europeo sul tema della transizione energetica.

Altri lasciti permanenti della pandemia sono la sostanziale perdita di autonomia della Federal Reserve (riassorbita nella sfera d'influenza del Tesoro) e il ri-tracciamento della globalizzazione, particolarmente rilevante per un'economia come quella americana in cui agiscono così tante multinazionali. La deglobalizzazione ha anche qualche risvolto positivo, come abbiamo visto con l'*onshoring* dei semiconduttori, ma comporta inevitabilmente un aumento dei costi e una perdita di efficienza.

68

La cicatrice più dolorosa è però l'isteresi del mercato del lavoro, ovvero la perdita di competitività dei disoccupati che non vengono rapidamente riassorbiti nel mondo produttivo e la loro emarginazione definitiva. È vero, la disoccupazione verrà completamente riassorbita entro la fine del 2022, ma quella che rischia di restare è una riduzione permanente del *participation rate*, ovvero del rapporto tra popolazione complessiva e persone che lavorano o che si dicono desiderose di lavorare.

Venendo al secondo ordine di problemi – gli effetti collaterali delle aggressive terapie fiscali e monetarie – è chiaro che l'inflazione è il più pericoloso. La Fed e l'amministrazione Biden avevano messo in conto tensioni sui prezzi e le avevano addirittura auspicato. L'ampiezza dei rialzi, arrivati fin sopra il 6% per i prezzi al consumo, le ha però sorprese. Se la Fed può provare a minimizzare con la narrazione sull'inflazione transitoria (peraltro accantonata) e con un controllo di curva che accentua la repressione finanziaria e un trasferimento di ricchezza dai creditori ai debitori che non sembra creare rivolte nel mercato, l'amministrazione deve stare molto attenta alla perdita di consenso che l'erosione del potere d'acquisto provoca nelle famiglie. D'altra parte, in un contesto di eccesso di domanda rispetto all'offerta, l'a-

dozione di misure che allievinano i sintomi dell'inflazione (come il rilascio di riserve dalla riserva strategica di petrolio per abbassare il prezzo della benzina) offre un beneficio immediato ma non risolve il problema.

Un altro effetto collaterale delle politiche espansive sembra essere l'irrigidimento di alcune parti del mercato del lavoro. Che siano i pensionamenti volontari anticipati, per effetto della sensazione di maggiore ricchezza derivante dall'apprezzamento del portafoglio azionario e della casa, o i giovani che ritengono più redditizio speculare in borsa o sulle criptovalute piuttosto che trovarsi un lavoro tradizionale o, ancora, chi resta a casa perché tra *food stamps* e sussidi di disoccupazione guadagna di più, sta di fatto che nessuno di questi fenomeni può essere definito particolarmente sano. È la sindrome della Great Resignation.

69

Terzo ordine di problemi: che ne sarà di questa economia così brillante quando gli stimoli fiscali e monetari a poco a poco si attenueranno? Quanta crescita di fondo è in grado di produrre a regime un'economia che alla fine del 2022 avrà esaurito l'*output gap*, ovvero le risorse produttive inutilizzate? Torneremo alla stagnazione secolare di Summers con in più il fardello di un'inflazione che sarà scesa dai livelli attuali, ma che si manterrà comunque sopra gli obiettivi della Fed e, soprattutto, non passerà inosservata ai consumatori, agli elettori e ai mercati?

E ancora. C'è altro spazio per manovre fiscali e monetarie espansive nel caso la pandemia torni aggressiva e venga meno l'efficacia dei vaccini?

Il motore dell'economia americana è straordinariamente solido e capace di grandi prestazioni, ma continuare a tirarlo al massimo ancora a lungo senza curarsi dei già evidenti segnali di surriscaldamento crea le basi per un quadro di crescente volatilità, sia nell'economia sia nei mercati. Non è quindi la fragilità o tantomeno il declino il rischio principale che si profila per la prossima fase, ma l'instabilità.