

## La panacea della politica fiscale a costo zero è un'illusione per chi investe

DI PASCAL BLANQUÉ\*

**G**li investitori tendono a sottovalutare il fatto che i tassi di interesse saliranno e che di conseguenza il margine di manovra fiscale sarà limitato. Di fatto, stiamo passando da un modello di banca centrale sincronizzato e basato su regole a un modello frammentato. Questo cambiamento avrà conseguenze importanti per gli investitori.

I sostenitori della retorica della politica fiscale illimitata sostengono anche che la creazione e lo scoppio delle bolle (che l'economista Olivier Blanchard definisce «equilibri delle macchie solari») è un fenomeno limitato. Non è proprio così. Altri elementi insiti nei fenomeni psicologici (ad esempio preferenze, aspettative e appetito per il rischio) hanno gonfiato le valutazioni ben al di sopra dei fondamentali.

Questo fenomeno è molto più frequente di quanto comunemente si creda. Quindi in che direzione ci muoviamo? A che punto è il percorso di repricing delle obbligazioni? Per quanto (e fino a che punto) le azioni riusciranno ad assorbire i tassi di interesse elevati?

Queste sono alcune delle domande principali che gli investitori dovrebbero porsi oggi. Le risposte a queste domande dipendono dalla reazione della politica monetaria all'inflazione elevata, nonché dal momento (e dalla misura) in cui si verificherà una reale normalizzazione degli approcci politici. Il livello del 3% è diventato una soglia critica non solo per le obbligazioni ma anche per le azioni (in quanto proxy degli attivi rischiosi).

Secondo noi non ci sarà una vera e propria normalizzazione della politica. Le banche centrali rimarranno «dietro la curva» e manterranno

il loro orientamento di disinteresse benevolo. I responsabili delle politiche, combattuti tra dare la priorità alla crescita o all'inflazione, si focalizzeranno sulla prima: non saranno dei «killer dell'inflazione» col rischio di soffocare la crescita. I tassi di interesse rimarranno quindi relativamente bassi ancora per un po' di tempo, creando le condizioni per il proseguimento della repressione finanziaria e del dominio fiscale.

Inoltre, la transizione energetica, così come le conseguenze derivanti dalla guerra in Ucraina, implicheranno necessariamente un maggiore - e non un minore - grado di accomodamento delle politiche. Infine, la soglia del 3%-3,4% dei Treasury decennali Usa (paragonabile a una riduzione di 3.400 miliardi di dollari del bilancio della Federal Reserve nei prossimi tre anni, neutralizzando difatto ciò che è stato compiuto sinora in termini di iniezioni di liquidità per far fronte alla pandemia da Covid-19) sta iniziando a diventare attraente.

La domanda degli investitori (per via dei requisiti normativi essi devono prendere in considerazione questi attivi) garantirà l'autocorrezione dei mercati, limitando il potenziale di un'ulteriore forte correzione delle obbligazioni.

Nel complesso, possiamo immaginare tre scenari per i possibili policy mix futuri: 1. *Espansione fiscale e piena normalizzazione della politica monetaria.* Questa prima opzione appare finora difficile perché una piena normalizzazione è un killer dello spazio fiscale. I tassi di interesse più alti rendono insostenibili i forti oneri del debito e limitano i

margini per ulteriori interventi che potrebbero essere necessari per evitare che si inneschi una recessione qualora le condizioni monetarie siano troppo rigide. Il rischio principale in questo caso sta nella tempistica: le autorità monetarie potrebbero chiudere i rubinetti in modo troppo precipitoso, mentre le autorità fiscali potrebbero intervenire troppo tardi. Sui mercati ciò comporterebbe ulteriori riprezzamenti al ribasso per gli attivi rischiosi e in particolare per le azioni che sono più sensibili alla dinamica dei tassi di interesse.

2. *Una certa espansione fiscale, con le banche centrali che rimarranno chiaramente «dietro la curva» come mossa cooperativa per assecondare l'impulso fiscale.* Questo è il modo migliore per ottimizzare il trade-off tra crescita e inflazione e per organizzare un rallentamento controllato dell'economia: tuttavia, l'inflazione continuerà a correre. In questo caso alcuni attivi rischiosi, in particolare le azioni che distribuiscono dividendi e gli attivi reali, meritano una maggiore esposizione così da tutelarsi contro la minaccia dell'inflazione.

3. *Espansione fiscale con piena collaborazione e accomodamento sul fronte monetario.* Ciò porterebbe inevitabilmente a un disancoraggio delle aspettative d'inflazione, e gli investitori non avrebbero quasi più spazi in cui nascondere contanti e attivi reali.

Se si fa poco o nulla sul fronte fiscale, ci sarà un inasprimento meccanico del policy mix complessivo, invertendo la tendenza degli ultimi anni, che avrà come conseguenze ovvie una recessione e un brusco repricing del mercato. (riproduzione riservata)

\*chairman Amundi Institute

