

Le ragioni della crociata di Trump contro la Fed

di **Marcello Minenna*** 21 ottobre 2018



I tassi di interesse hanno recuperato il gap con l'inflazione, che non vuole saperne di crescere. Ulteriori rialzi potrebbero raffreddare la crescita usa, proprio sotto elezioni.

Nell'economia USA della crescita superiore al 3% e piena occupazione non è tutto oro quello che luccica e Trump, in campagna elettorale per

le midterm, lo sa bene. Per questo Trump ha bisogno di un nuovo avversario, facilmente identificabile, su cui scaricare le responsabilità: il Presidente Fed Powell da lui nominato, con la sua policy di rialzo dei tassi di interesse, sembra essere il bersaglio perfetto.

La violenza verbale di Trump nei confronti di Powell ha raggiunto livelli elevati anche per gli USA, dove nei rapporti tra governo ed autorità monetarie c'è un atteggiamento più rilassato rispetto all'Europa. Trump ha ventilato il licenziamento del Presidente Fed, con l'escamotage di citarlo in negativo ("non ho nessuna intenzione di licenziarlo"). Si tratta di un evento estremo che teoricamente potrebbe avvenire solo per "gravi cause" scisse dalla politica monetaria e su cui la Corte Suprema ha ampio potere di blocco.

Cosa preoccupa Trump? Alcuni dei cavalli di battaglia che lo hanno portato sullo scranno presidenziale rischiano di disarcionarlo. Il deficit fiscale innanzitutto: non sorprendentemente, dopo il taglio permanente della tasse, nel 2018 il deficit è in rotta per raggiungere la cifra monstre di 779 miliardi di \$ con un incremento del 17% rispetto al 2017. Il miracoloso aumento della base imponibile che avrebbe dovuto ridurre l'indebitamento totale del governo questa volta non è avvenuto. Altro record poco invidiabile è quello della spesa per interessi, giunta al massimo assoluto di 523 miliardi di \$.

Anche i conti con l'estero non sembrano dare cenno di particolare miglioramento: il deficit commerciale continua ad ampliarsi ed ha raggiunto un massimo a -53 miliardi nel mese di agosto rispetto ai -40 registrati all'inizio della presidenza Trump. Nonostante l'escalation della guerra commerciale con la Cina e le minacce all'Europa, le importazioni continuano la propria fase di solida crescita.

La forza del Dollaro è la principale indiziata per questo mancato miglioramento del saldo commerciale. Dopo un primo periodo di svalutazione il Dollar Index, che misura la forza del biglietto verde rispetto alle principali valute internazionali, si è mantenuto costante per

poi iniziare un lento percorso di risalita. È stato il graduale rialzo dei tassi che ha favorito l'afflusso di capitali verso attività finanziarie denominate in Dollari. Un Dollaro più forte sta neutralizzando gli aumenti tariffari di Trump e protegge il potere d'acquisto verso l'estero dei consumatori, spiazzando l'industria nazionale. Allo stesso tempo il governo ha subito il rialzo dei tassi in termini di costo per interessi sul debito. Trump dunque non ha tutti i torti nella sua personale crociata contro la Fed.

C'è inoltre un grattacapo più grande, condiviso con i mercati: la prosecuzione di una politica monetaria restrittiva potrebbe colpire i motori stessi della crescita, sia USA che globale. Dalle minutes dell'ultimo meeting FED sembra che il consensus dei Presidenti sia di impostare il pilota automatico e proseguire con i rate hikes, prevendo un altro rialzo a dicembre, 3 nel 2019, ed almeno 1 nel 2020: questo implica che i tassi saliranno ancora di almeno l'1,5%.

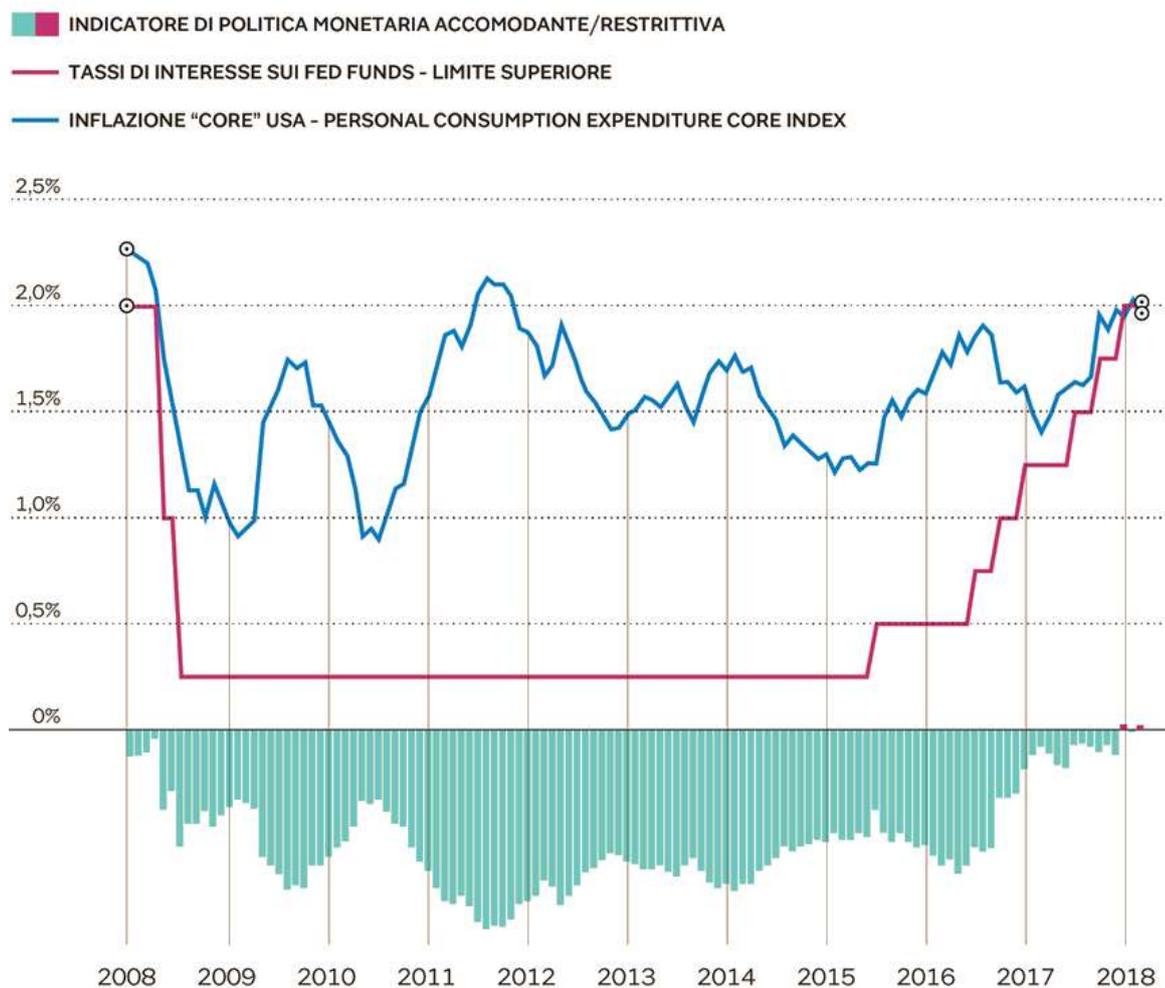
Già ora tassi più alti stanno rallentando la concessione di nuovi mutui immobiliari negli USA. Un Dollaro fin troppo forte sta inoltre portando guai alle economie emergenti fortemente indebitate in Dollari, come l'Argentina o le Tigri asiatiche.

Il tema chiave per spiegare le scelte della FED è il controllo dell'inflazione. La FED ha un mandato duale di piena occupazione e stabilità dei prezzi e può monetizzare/demonetizzare il debito pubblico mentre il Tesoro USA sfrutta lo status di valuta di riserva del Dollaro; di conseguenza il rischio di inflazione rappresenta una variabile endogena nella gestione del debito pubblico e la principale fonte di rischio degli US Treasuries, mentre è trascurabile il rischio di insolvenza/default.

Nell'eurozona invece i limiti operativi della BCE in termini di mandato unico sulla stabilità dei prezzi e divieto di monetizzazione del debito implicano che l'inflazione sia una variabile esogena, ovvero non controllabile dai governi dei vari Paesi membri. A tutti gli effetti i rendimenti reali dei titoli di stato riflettono non il rischio di inflazione ma solo quello di insolvenza. Ed attualmente sono a livelli paragonabili a quelli del periodo 2011-2012, cioè al picco della crisi dell'Eurozona.

Fino a pochi mesi fa la Fed aveva dichiarato di puntare al raggiungimento del c.d. tasso di interesse "naturale", che è quel livello "magico" dei tassi che è in grado di preservare la crescita senza far emergere pressioni inflazionistiche. In maniera intuitiva, se i tassi di interesse si avvicinano a quello di inflazione, non si è molto distanti dal tasso naturale. A settembre per la prima volta dalla crisi del 2009, tassi di interesse e di inflazione si sono eguagliati, rendendo i tassi reali non più negativi.

IL CONFRONTO TRA TASSI D'INTERESSE E INFLAZIONE



Ciò avrebbe dovuto suggerire alla Fed di rallentare o addirittura fermare il ciclo di rialzo dei tassi, ma non è andata così. Anzi l'approccio del tasso naturale, fortemente supportato dal Presidente della Fed di New York John Williams, è stato rinnegato pubblicamente da Powell. Il mercato ha interpretato questa considerazione tecnica come un vero e proprio policy shift in senso restrittivo: Powell vuole andare avanti comunque, utilizzando come bussola valutazioni più legate ai dati, soprattutto del mercato del lavoro.

Il problema è che il track record della Fed non è particolarmente incoraggiante; la banca centrale sembra non avere mai intercettato i segnali anticipatori lanciati dal mercato. Ad esempio nel 2008, la Fed ha effettuato l'ultimo aumento dei tassi quando i dati mostravano già un PIL in contrazione. Il mercato del lavoro è infatti notoriamente un indicatore ritardato del ciclo economico, dato che il picco nei livelli di occupazione spesso avviene proprio all'inizio di una recessione.

Trump non ha dunque tutti i torti a segnalare il pericolo che la Fed possa sottovalutare ancora una volta i rischi di recessione, portando avanti una politica monetaria troppo restrittiva fino a quando "qualcosa si romperà" nell'economia globale.

*Economista

[@MarcelloMinenna](#)