

Nuovo round di politica monetaria e fiscale

Outlook trimestrale



Monica Defend
Head of Global Asset
Allocation Research

Il quadro strutturale nel suo complesso rimane fragile e ricco di incognite: per queste ragioni preferiamo mantenere un atteggiamento prudente nell'asset allocation.

Quali sono le prospettive economiche globali per gli ultimi mesi dell'anno? E quali sono le prime impressioni per il 2017?

Nei mesi seguenti il referendum nel Regno Unito, l'andamento dei mercati finanziari è stato decisamente più favorevole rispetto a quanto inizialmente ci aspettassimo. Il pronto intervento delle banche centrali per garantire liquidità nell'immediato, seguito dalle specifiche e tempestive misure della Banca Centrale inglese e la risposta politica del governo inglese che ha posticipato l'inizio dell'iter di uscita a marzo 2017, sono stati tre elementi chiave per consentire ai mercati finanziari e alle attività rischiose di riprendere la loro corsa.

Al tempo stesso anche i dati congiunturali che sono stati pubblicati nei mesi estivi evidenziano un contesto tutto sommato positivo. Il quadro strutturale nel suo complesso rimane fragile e ricco di incognite: per queste ragioni preferiamo mantenere un atteggiamento prudente nell'asset allocation.

La nostra lettura è che il sistema economico rimanga in bilico tra due scenari: uno di bassa crescita e bassa inflazione e l'altro di crescita quasi a singhiozzo, scandita dalle politiche fiscali e riforme strutturali, implementate dai paesi a velocità diverse. Il grado di convergenza politica sulle misure da intraprendere e la relativa velocità di implementazione saranno determinanti.

Non dobbiamo trascurare l'importanza dell'agenda politica decisamente densa di appuntamenti - oramai alle porte. I risultati delle votazioni saranno determinanti per capire quale sarà l'entità e la qualità dell'espansione fiscale e questo influenzerà anche le misure di politica monetaria. Partendo proprio da quest'ultima, c'è da dire che l'attuale politica monetaria non convenzionale è stata portata quasi all'estremo, tanto da far pensare che i costi sostenuti in termini di allocazione non efficiente del rischio e di disuguaglianza nella redistribuzione della ricchezza, rischino di superare i benefici di stabilità finanziaria contingenti.

Le iniziative recenti, della Banca d'Inghilterra e della Banca Centrale del Giappone, dimostrano quanto ancora una volta il peso delle misure sia sulle spalle delle banche centrali e non della politica fiscale che dovrebbe invece essere in grado di offrire soluzioni di medio/lungo termine alla crescita e alla produttività.

Non siamo lontani da un punto di svolta, e la richiesta di intervento della politica fiscale da parte delle autorità sovranazionali è davvero forte. L'auspicio è che avvenga il prima possibile.

Cosa si aspetta il mercato dall'azione delle Banche Centrali e cosa pensa succederà?

Crediamo che le condizioni economiche che giustificerebbero una normalizzazione delle misure di politica monetaria purtroppo non siano ancora del tutto presenti, ma riteniamo improbabile che le Banche Centrali espandano ulteriormente i loro bilanci: è più facile che nel prossimo futuro cambi la composizione dei loro bilanci. Il messaggio del Fondo Monetario Internazionale, a Washington, è stato chiaro: la politica monetaria è accomodante a sufficienza. L'oggetto di studio dei governatori oggi è quello di rielaborare il modello di funzionamento delle Banche Centrali per aumentare la sinergia con la politica fiscale senza perdere però la propria indipendenza.

Negli ultimi anni questi istituti si sono impegnati a rendere trasparente il proprio processo decisionale utilizzando la maggiore trasparenza come misura per preservare la stabilità finanziaria. Purtroppo gli investitori hanno reagito caricando di aspettative - non necessariamente giustificate - qualunque dichiarazione rilasciata dai membri dello staff delle banche stesse e questo non ha fatto altro che generare volatilità.

Il mercato, quindi, continua a chiedersi se la Fed muoverà o meno i tassi a dicembre. Noi crediamo, e lo abbiamo spesso ribadito, che non è importante quando questo avverrà, ma se sussisteranno le condizioni per poterlo fare e, soprattutto, a che velocità il rialzo avverrà. Dal canto nostro, ci aspettiamo dei rialzi davvero gradualmente, in linea con le divergenze economiche globali e la fragilità del ciclo economico.

Pensiamo che i tassi rimarranno bassi per un periodo di tempo prolungato.

Per quanto riguarda la Banca Centrale Europea ("BCE"), l'efficacia delle sue misure rischia di essere compromessa senza il supporto determinante della politica fiscale. Personalmente, non ricordo un solo intervento di Draghi durante il quale non abbia fatto appello all'intervento della politica fiscale. Ma se da un lato ci sono stati miglioramenti al margine del meccanismo di trasmissione come evidenziato da alcuni aspetti dell'indagine svolta dalla BCE, dall'altro i danni collaterali dovuti ai tassi bassi stanno avendo effetti sempre meno trascurabili sulla profittabilità bancaria e sui fondi pensione.

A nostro parere, è tempo di politiche fiscali espansive e di procedere con l'unione bancaria. Queste sono le prime pedine da muovere nello scacchiere attuale dove nell'immediato non esiste un progetto di politica fiscale comunitaria.

Cosa ci si dovrebbe aspettare dalla politica fiscale?

Le misure di politica fiscale espansiva devono essere fondate su progetti di qualità e implementate in modo tempestivo e mirato. Affinché sia possibile sbloccare l'impasse di crescita nel breve termine e si possano avviare meccanismi volano sulla crescita, in grado di innalzare la produttività, la politica fiscale deve essere pensata in modo sinergico rispetto alla politica monetaria, sfruttando il livello di tassi così bassi da consentire di contenere una parte dei costi.

Una crescita più sostenibile vuol dire anche agevolare il pagamento del debito globale. Mi preme qui sottolineare come questo sia tornato a crescere, per arrivare a toccare quota 152 mila miliardi di dollari, stando a dati recenti del FMI, oltre il 200% del PIL mondiale. Un debito così alto e con una distribuzione così iniqua come quella attuale - basti pensare che due terzi del debito è privato - potrebbero rappresentare una seria minaccia per la stabilità dei mercati finanziari nel prossimo futuro.

Non sto dicendo nulla di nuovo, sono tre anni che sentiamo dire queste cose, ma adesso più che in passato, abbiamo un obiettivo di spesa ben definito: spese in infrastrutture, liberalizzazione del mercato dei beni e della competitività ancora prima delle riforme del mercato del lavoro, che generalmente hanno iter molto lunghi.

Madame Lagarde, a capo del FMI, ci ha lasciato con il seguente messaggio conclusivo nel meeting di ottobre: "AZIONE, per favore". Il tempo di agire è adesso. E' vero che mediamente nel 2016 le politiche fiscali sono state un po' più espansive o almeno hanno smesso di essere un freno alla crescita, tuttavia adesso dobbiamo aspettare le nuove nomine di capi di governo e presidenti per vedere materialmente quali saranno le politiche fiscali e le riforme strutturali che verranno portate avanti.

A nostro parere, è tempo di politiche fiscali espansive e di procedere con l'unione bancaria.

La politica fiscale deve essere pensata in modo sinergico rispetto alla politica monetaria, sfruttando il livello di tassi così bassi da consentire di contenere una parte dei costi.

Quali potrebbero essere le sorprese principali?

In un'ottica di stabilità finanziaria e di crescita c'è assoluto bisogno che il settore bancario torni a essere profittevole. Se da un lato è necessario razionalizzare e ripensare i modelli di funzionamento delle banche, dall'altro il rafforzamento del quadro istituzionale è altrettanto importante. Mi riferisco in particolare al progetto dell'unione bancaria che si è arenato sulla garanzia condivisa dei depositi. Non è facile, ma sciogliere questi nodi cruciali sarebbe un segnale molto importante per i mercati con effetti volano davvero significativi.

Tuttavia, nel lungo termine questo potrebbe non essere sufficiente. E' necessario che la spesa pubblica venga rivista e ricalibrata nella sua composizione. Un'espansione fiscale mirata e sostenibile potrebbe essere il fattore critico di successo in grado di rendere la crescita più stabile ed equilibrata, favorendo una ripresa della produttività. Questo è il miglior scenario che ci possiamo aspettare. Nelle nostre previsioni, tuttavia, siamo più cauti: ci aspettiamo un aumento della spesa pubblica marginale, con un contributo alla crescita del PIL di US ed Europa dello 0,2% e 0,4% rispettivamente.

Pensiamo che gli investitori abbiano abbassato l'asticella delle proprie aspettative, diventando molto tattici, pronti a sfruttare opportunità di breve laddove intravedano piccoli spazi di ripresa.

I prossimi risultati elettorali sapranno dirci cosa effettivamente accadrà e che canali di spesa verranno favoriti. Nel frattempo, pensiamo che gli investitori abbiano abbassato l'asticella delle proprie aspettative, diventando molto tattici, pronti a sfruttare opportunità di breve laddove intravedano piccoli spazi di ripresa. Il riposizionamento degli investitori e i flussi spiegano, almeno in parte, i corsi delle attività rischiose nel periodo post-referendum britannico.

Un avvenimento importante riguarda sicuramente il possibile rialzo dei tassi da parte della Fed a dicembre. Noi speriamo che qualunque decisione venga presa, essa sia giustificata non dall'accondiscendenza verso i mercati finanziari ma dalle reali condizioni economiche, al di là della congiuntura di breve periodo. Se ci fosse un rialzo come segnale tangibile del miglioramento del quadro macro, le curve dei rendimenti a questo punto si farebbero più ripide permettendo una normalizzazione dei premi per il rischio e potendo scacciare l'ombra della disinflazione. Se poi vi fosse una reazione composta da parte dei mercati emergenti sarebbe davvero il quadro perfetto.

Infine, c'è il ciclo elettorale in Europa. E' importante che non si raggiungano posizioni estreme, ma venga preservata la continuità: eventi di rottura, come Brexit, possono essere molto dannosi per il contesto socio-economico, il quadro istituzionale e i mercati finanziari.

AVVERTENZE

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Pioneer Investments, che si riserva il diritto di modificarli e aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Pioneer Investment Management SGRpA, non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Pioneer Investments è il marchio che contraddistingue le società di gestione del risparmio del Gruppo UniCredit.