

La Versione di Iggo

8 MARZO 2019



Chris Iggo
Chief Investment Officer, Fixed Income

Il governo può spendere all'infinito

Le delusioni sul fronte della crescita e le preoccupazioni per la disuguaglianza mettono in difficoltà la politica economica tradizionale. Ad aggravare la situazione c'è l'inerzia apparente della politica in numerosi Paesi. Gli Stati Uniti sono ricorsi agli stimoli fiscali ma nessun altro Paese li sta prendendo seriamente in considerazione. Le banche centrali si stanno chiedendo se hanno fatto abbastanza per far migliorare la crescita nominale. Alcune stanno persino mettendo in discussione il loro approccio. Gli investitori devono essere consapevoli di tali dinamiche. Tutto ciò che devia dall'ortodossia richiederà un premio per il rischio.

La teoria monetaria moderna prende il posto del Quantitative Easing. Questa teoria sostiene esplicitamente che una politica espansiva si trova di fronte al vincolo dell'inflazione solo quando si raggiungono i livelli massimi di utilizzo della capacità. In tale scenario probabilmente vorrò conservare in portafoglio il debito pubblico collegato al tasso d'inflazione.

L'albero magico dei soldi – Dopo un periodo in cui le politiche monetarie non convenzionali hanno sostanzialmente fallito senza riuscire a produrre i livelli di crescita del Pil nominale esistenti prima della crisi finanziaria dell'ultimo decennio, era inevitabile che si aprisse un dibattito sull'efficacia della politica monetaria nelle economie occidentali. Negli Stati Uniti, la Federal Reserve sta valutando quale dovrebbe essere il target più opportuno della politica monetaria, ovvero un determinato tasso d'inflazione oppure un livello dei prezzi tale da consentire periodi di rialzo dell'inflazione per compensare le fasi di più bassa inflazione.

In Europa, la Banca centrale europea ha rinunciato all'obiettivo di andare oltre i tassi di interesse negativi nel 2019, ammettendo che sia la crescita che l'inflazione non hanno rispettato le stime previste. Il ridimensionamento delle aspettative è bastato a spingere il Consiglio direttivo a concordare di immettere nuova liquidità sul mercato più avanti durante l'anno, quando scadranno i repo a lungo termine precedenti. Di per sé questo non rappresenta un nuovo allentamento bensì un ulteriore segnale che la normalizzazione della politica monetaria nell'Eurozona non è in corso. Più in generale, questo dibattito rientra in quella che in alcuni ambiti accademici verrebbe definita come la "teoria monetaria moderna" (da non confondere o forse

facilmente confondibile con l'albero magico dei soldi). Non ho avuto modo di approfondire molto questa teoria ma la mia impressione iniziale, avendo studiato macroeconomia secondo la tradizione di Keynes e Hicks, è che di fatto maschera un approccio basato sull'applicazione delle imposte al fine di incrementare la spesa pubblica, dove il deficit di bilancio e l'eccessiva creazione di moneta sembrano non avere importanza. Sospetto che ne siano convinti personaggi del calibro di Jay Powell, Larry Summers e Ken Rogoff, a giudicare dalle loro dichiarazioni in materia. Tuttavia, nel clima politico attuale, in cui il potere costituito e le sue idee politiche ed economiche vengono minacciate sia da destra che da sinistra, non possiamo ignorarla.

Le teorie accademiche che sostengono un aumento del potere dello stato in un'economia mista dove le banche centrali finanziano il bene pubblico potrebbero piacere all'elettorato. Attraverso il Quantitative Easing, le banche centrali hanno creato "denaro" sostanzialmente per finanziare il debito pubblico (anche se indirettamente). Il fatto che tale approccio non abbia ancora creato un problema sul fronte dell'inflazione ha incoraggiato i sostenitori della teoria monetaria moderna. Dato che la politica monetaria da sola sembra inefficace e alcuni Paesi, come la Germania, possono adottare una politica fiscale più

La Versione di Iggo

aggressiva, possiamo capire perché alcuni europei vedano positivamente un approccio politico che potrebbe risolvere alcuni deficit sociali e infrastrutturali nell'Area Euro (l'unica riserva in questo caso è che la teoria monetaria moderna ha senso in un contesto di sovranità monetaria che non corrisponde esattamente alla situazione dei Paesi membri dell'Eurozona).

Solvibilità o inflazione? – Secondo la teoria monetaria moderna, la politica monetaria non ha un limite finanziario nel senso che i governi possono stampare tutta la moneta che serve per finanziare la spesa. In realtà, c'è un limite reale a una politica eccessivamente espansiva, determinato dalla disponibilità della manodopera e delle risorse naturali. In altri termini, emerge un vincolo inflazionistico una volta che l'economia raggiunge la piena capacità. I deficit di bilancio non contano perché la banca centrale può generare riserve sufficienti al finanziamento, mentre si possono utilizzare le imposte per controllare il tasso di espansione complessivo. Secondo la teoria monetaria moderna, un governo sovrano che ha il controllo della propria valuta non può risultare insolvente in quanto ha una capacità illimitata di pagare i propri conti.

La teoria ortodossa si fonda sul concetto che un deficit di bilancio rappresenta un vincolo per via della necessità di emettere obbligazioni e della presunta capacità del settore privato di acquistare tali titoli. Questo spostamento del problema alla fine fa alzare il costo del capitale per il settore privato e riduce gli investimenti e la produttività. Secondo la teoria monetaria moderna, la spesa pubblica non ha bisogno di essere finanziata interamente dai prestiti del settore privato poiché il governo, per il tramite della banca centrale, può stampare moneta. Nella realtà odierna c'è sempre un elemento di rischio di credito, seppur appaia remoto in Paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito, l'Australia e il Canada dove il credito tende a essere in valuta locale. Tuttavia, dove i governi prendono a prestito valuta estera, il rischio aumenta relativamente alla capacità di ripagare il debito in una valuta diversa dalla propria. Un Paese come l'Italia non ha il controllo sulla propria moneta. Si profila, dunque, chiaramente un rischio di credito sovrano poiché il governo deve fare affidamento sul settore privato per reperire i fondi, e questo rappresenta un vincolo significativo. Secondo la teoria monetaria moderna, il rischio maggiore è il valore reale degli strumenti a reddito fisso, che potrebbe diminuire se non ci fosse un controllo sufficiente del rischio inflazionistico.

Calcolare il rischio inflazione – Finora il dibattito è rimasto in ambito accademico. Tuttavia, la teoria monetaria moderna ha dei sostenitori a Washington, in particolare nelle frange di sinistra del Partito democratico, guidate da Bernie Sanders e da Alexandria Ocasio-Cortez.

Nel Regno Unito, nei circoli del Partito laburista, si è discusso della possibilità di finanziare un incremento della spesa pubblica attraverso un approccio analogo a questa teoria. Provenendo dalla sinistra, come sembra, la teoria comporta chiaramente un elemento redistributivo. Gli aumenti delle imposte per controllare l'inflazione sarebbero probabilmente progressivi, andando a integrare l'incremento della spesa sociale per cure mediche, educazione e occupazione. Chiaramente l'economia americana oggi è abbastanza vicino alla massima capacità da non richiedere nuovi stimoli: l'annuncio del disavanzo commerciale più ampio da anni nel 2018 evidenzia chiaramente l'eccesso di domanda rispetto alla produzione interna. Immaginatevi se i Democratici assumessero il controllo del Congresso e se alcune proposte della teoria monetaria moderna (come il "Green New Deal") diventassero realistiche. Credo che il premio per il rischio inflazionistico nel mercato dei Treasury salirebbe in misura significativa.

Per il momento, non serve – L'inflazione, per il momento, non sta determinando la politica monetaria. Dalla fine dello scorso anno è stato fatto qualche passo indietro sulla stretta monetaria. Ciò ha consentito agli strumenti più esposti al rischio di riportare buone performance e agli spread di credito di scendere molto rispetto ai livelli in cui si trovavano quando il team obbligazionario di AXA Investment Managers ha condotto l'ultimo riesame strategico sulle prospettive del mercato. A 1 anno, il credito ha iniziato a sovraperformare il mercato dei tassi nel corso dell'ultimo mese circa, e probabilmente l'ultimo intervento accomodante della banca centrale va a sostegno di tali sviluppi. Tuttavia, io inizio a essere preoccupato per le valutazioni e per la sostenibilità dei rendimenti che abbiamo registrato finora. Lo spread aggiuntivo nei mercati del credito dovrebbe favorire la sovraperformance, ma non mi sembra che gli investitori stiano puntando in massa sui titoli di credito in questa fase del ciclo economico. Per il momento l'unica eccezione sembra essere rappresentata dai titoli di Stato in Europa: persino la Grecia è riuscita ad attirare miliardi di euro con la sua recente emissione. Per quanto non ci sia una minaccia esistenziale imminente per i titoli di Stato europei, la remunerazione derivante dal *carry* aggiuntivo rispetto al tasso swap sembra irresistibile per molti investitori obbligazionari europei.

Meno fiducia sulla crescita – L'approccio più accomodante della politica monetaria nel 2019 riflette le preoccupazioni ufficiali sulle prospettive dell'economia. Questa settimana l'OCSE ha rivisto al ribasso le stime di crescita del Pil per il 2019. La BCE ha fatto lo stesso per l'Area Euro, anche se, in verità, non ha fatto altro che recuperare il passo con il settore privato.

La Versione di Iggo

I dati manifatturieri globali, sebbene indichino ancora una crescita nel complesso positiva, sono scesi molto. Gli indicatori europei e cinesi hanno toccato i livelli massimi a inizio 2018 e l'indice ISM USA li ha raggiunti alla fine dell'anno. Ci sono poi altri rischi (per quanto sia noioso ripeterlo) derivanti dalle controversie commerciali tra Cina e Stati Uniti e dalla Brexit. Va fatta chiarezza su queste questioni e il sentiment sulle prospettive di crescita deve stabilizzarsi per poter rivedere al rialzo le aspettative sui tassi di interesse.

Quali obbligazioni fanno per me? – Dunque, se state cercando rendimenti più alti nel reddito fisso, suggerirei di rivolgere l'attenzione ai mercati emergenti e al segmento high yield USA. In Asia, ogni buona notizia sul sostegno politico all'economia in Cina dovrebbe aiutare il segmento a più alto rendimento del mercato del credito asiatico a riportare un buon risultato. In termini di *carry*, il mercato in dollari è ancora il più interessante: la curva dei rendimenti piatta significa che si può ottenere *carry* senza incrementare molto il rischio di *duration*. In termini di protezione, il segmento a lungo termine della curva in Europa è quello che continuerà ad avere effetti di diversificazione e contenimento del rischio. Il mercato obbligazionario è un po' più eterogeneo di quello azionario anche se, in termini nominali, non sembra così appetibile dal punto di vista del rendimento complessivo. Comunque, direi che in questo momento il rischio di interesse è contenuto mentre il rischio di credito è in genere abbastanza ben remunerato. Un altro shock per la crescita globale si ripercuoterebbe in misura maggiormente sproporzionata sui mercati azionari.

Il sogno impossibile – Sto scrivendo questo articolo sull'Eurostar per Parigi. Purtroppo non ero a Parigi mercoledì sera per assistere alla teatrale vittoria del Manchester United contro il Paris Saint-Germain. Una partita improbabile chiusasi con la decisione controversa che ha consentito a Marcus Rashford di segnare dal dischetto all'ultimo minuto. Si è già parlato molte volte del lavoro fantastico di Ole e della svolta della squadra dopo il suo arrivo. È come quando un CEO di grande fama arriva in una società dagli scarsi risultati e improvvisamente la riporta in positivo. In tal caso, sono gli azionisti a trarne vantaggio. Nel caso dello United sono i tifosi che stanno beneficiando del cambiamento godendo, innanzitutto, per le vittorie e, secondariamente, per l'impegno di una squadra che li fa divertire. Quando venne assunto dallo United, Ole sembrava la scelta "al risparmio" mentre oggi è quella vincente: un posto tra i primi quattro in classifica e un buon risultato nella Champions League ripagherebbero ampiamente l'investimento. Se venisse confermato al suo posto si alzerebbero anche le aspettative per la prossima stagione. Personalmente, sarei d'accordo. Come ha detto Rio Ferdinand dopo la partita di mercoledì, il Manchester United è tornato.

Buon fine settimana,

Chris

La Versione di Iggo

Il presente documento è destinato unicamente a Soggetti collocatori o investitori professionali / istituzionali, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica.

AXA Investimento Managers UK Limited (Londra), è una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito, numero di riferimento 119368, sede societaria al 7. Newgate St, London EC1A 7NX – Registrata in Inghilterra e Galles con il numero: 01431068.

Le informazioni contenute nel presente documento hanno scopo esclusivamente informativo ed in nessun modo rappresentano da parte di AXA IM un'offerta d'acquisto o vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto o vendita di titoli o di strumenti o a partecipare a strategie commerciali.

Le informazioni contenute nel presente documento sono riservate e fornite esclusivamente su richiesta del destinatario. Accettando le informazioni ivi contenute il destinatario si impegna ad usare le suddette esclusivamente per finalità interne e si impegna altresì a non divulgarle a nessun altro soggetto. Qualsiasi riproduzione delle presenti informazioni totale o parziale è vietata.

AXA Investment Managers non offre consulenza legale, finanziaria, fiscale o di altra natura sull'idoneità di questi fondi/investimenti o servizi per gli investitori, che dovrebbero, però, prima di investire, richiedere un consiglio professionale appropriato e fare le loro valutazioni sui meriti, rischi e conseguenze fiscali.

AXA Investment Managers declina ogni responsabilità riguardo eventuali decisioni basate sul presente documento. I pareri espresso nel presente documento non costituiscono consulenza in materia d'investimento

Il presente documento è stato elaborato sulla base di dati, proiezioni, anticipazioni e ipotesi di natura soggettiva. Le analisi e le conclusioni ivi contenute esprimono un'opinione, basata sui dati disponibili ad una data specifica. In conseguenza della natura soggettiva e indicativa di queste analisi, attiriamo la Vostra attenzione sul fatto che la reale evoluzione delle variabili economiche e i valori dei mercati finanziari potrebbero differire significativamente dalle indicazioni (proiezioni, previsioni, anticipazioni e ipotesi) fornite nel presente documento. Inoltre, per esigenze di semplificazione, le informazioni contenute nel presente documento possono essere considerate esclusivamente soggettive. Il presente documento può essere modificato senza preavviso e AXA Investment Managers ha facoltà di, ma non l'obbligo, di aggiornare o rivedere il medesimo.