

Meeting BCE: adesso la politica fiscale deve fare la sua parte



Monica DEFEND
Global Head of Research



Valentine AINOUIZ
Deputy Head of Developed Market Strategy Research

“Le nuove misure annunciate dalla BCE si concentrano principalmente sugli strumenti per il miglioramento della liquidità e non includono il taglio dei tassi.”

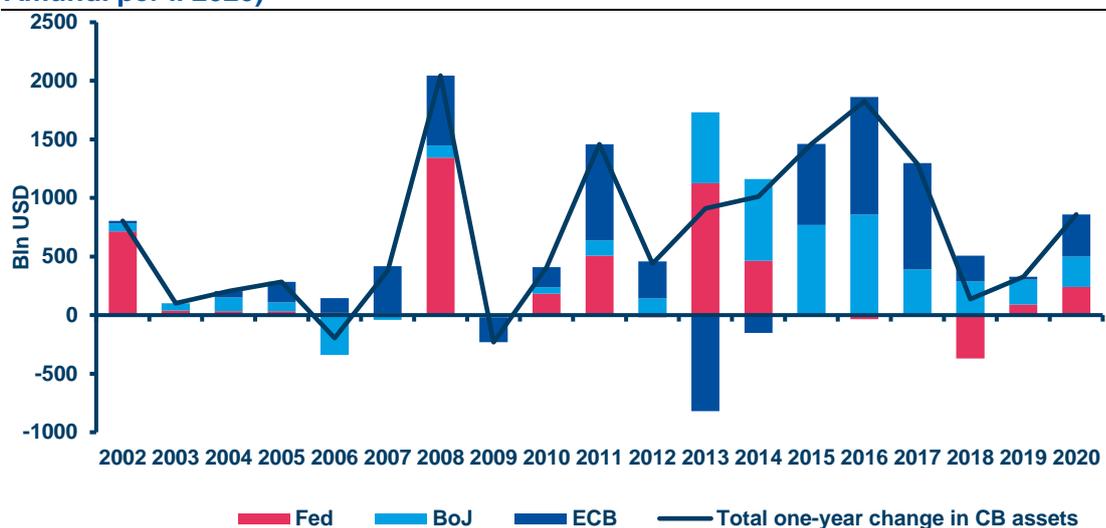
- **Decisioni della BCE:** Nella riunione del 12 marzo, la BCE ha deluso le aspettative del mercato non tagliando i tassi in risposta alla diffusione del coronavirus. Ha disposto un ulteriore allentamento monetario non convenzionale attraverso un **incremento temporaneo del programma di Quantitative Easing**, che vedrà una serie di ulteriori acquisti netti di attività per 120 miliardi di euro, ammontare da utilizzare entro la fine dell'anno. Tali acquisti saranno principalmente indirizzati verso il settore privato. Inoltre, saranno condotte, temporaneamente, operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) per fornire un supporto immediato al sistema finanziario dell'Eurozona, mentre la BCE, in materia di supervisione bancaria, fornirà temporaneamente allentamenti nei vincoli di capitale e nei vincoli operativi in risposta allo scoppio del coronavirus. Infine, la BCE sostiene la decisione dell'Autorità Bancaria Europea di rinviare lo stress test del 2020 in modo che le banche possano concentrarsi sulla propria attività. **È importante sottolineare che Lagarde ha chiesto fortemente una "politica fiscale ambiziosa e coordinata", poiché la risposta alla crisi indotta dal coronavirus dovrebbe essere innanzitutto fiscale. In effetti, i paesi europei stanno annunciando importanti piani di stimolo che faranno guadagnare tempo mentre si cerca di contenere l'epidemia. In un secondo momento - una volta contenuta l'epidemia - sarebbero necessarie misure per stimolare la domanda aggregata per garantire un significativo rimbalzo della crescita.**
- **Implicazioni sugli investimenti:** le recenti azioni delle banche centrali non sono state in grado di supportare i mercati, che hanno registrato pesanti perdite su tutta la linea. Anche la decisione della Fed di immettere ulteriore liquidità nel sistema non è riuscita a determinare un rimbalzo. È necessario un fattore di innesco e potrebbe essere una reazione fiscale massiccia e coordinata, insieme a drastiche misure di contenimento del virus. Fino a quando qualcosa di concreto non si materializzerà, la volatilità del mercato rimarrà molto elevata. Almeno, l'azione delle banche centrali dovrebbe evitare una stretta creditizia, ma è probabile che permanga la pressione sui prodotti a spread. Ci aspettiamo una **crescente divergenza tra le valutazioni dei titoli di emittenti con un bilancio solido e quelli degli emittenti più deboli**. Il programma di QE continua ad essere favorevole al credito IG in euro. Tuttavia, è ancora troppo presto per un riposizionamento aggressivo nelle attività rischiose.
- **Al di là del breve termine:** lo shock di offerta iniziale legato all'epidemia si è associato ad uno shock della domanda di portata crescente e l'economia globale potrebbe precipitare in una recessione grave come quella del 2008-09. Tuttavia, le misure di stabilizzazione macroeconomica sono relativamente semplici da progettare e non sono di esclusiva responsabilità della politica monetaria. I governi hanno preso coscienza della gravità della situazione e, in circostanze eccezionali, il Patto di Stabilità e Crescita prevede un temporaneo allentamento delle regole di bilancio. **Tuttavia, affinché la politica fiscale sia veramente efficace, deve essere accompagnata da una politica monetaria persistentemente accomodante.** Alla fine, i paesi in crisi si troveranno con maggiore debito pubblico e il bilancio della BCE crescerà in modo significativo. Affinché i paesi rimangano solventi, i tassi di interesse dovranno rimanere bassi.

Potreste riassumere le nuove misure annunciate dalla BCE il 12 marzo? Credete che saranno sufficienti a sostenere l'economia dell'Eurozona quest'anno? Nel corso della sua riunione, la BCE ha presentato una serie di nuove misure accomodanti per aiutare l'economia dell'Eurozona a superare le ricadute economiche del coronavirus. **Tali misure si concentrano principalmente su strumenti per il miglioramento della liquidità e non prevedono alcun taglio dei tassi.** La decisione è stata unanime, mentre la *forward guidance* ribadisce che i tassi "rimarranno ai loro livelli attuali o inferiori fino a quando non vedremo le prospettive di inflazione convergere saldamente a un livello sufficientemente vicino, ma inferiore al 2% nel nostro orizzonte di proiezione". La capacità della BCE di ridurre ulteriormente i tassi è limitata e potenzialmente non efficace con rendimenti già negativi: oltre il 50% delle obbligazioni nel mercato del reddito fisso in euro è scambiato con un rendimento negativo.

Al fine di sostenere la liquidità nel sistema, la BCE ha deciso di **potenziare il proprio programma di Quantitative Easing**, attraverso un piano temporaneo di acquisti netti di attività aggiuntivi per 120 miliardi di euro.

Tali acquisti verranno aggiunti fino a fine anno a quelli già programmati (20 miliardi di euro al mese) e saranno principalmente indirizzati verso il settore privato. Tale programma sfrutterà appieno la flessibilità consentita nel quadro attuale, poiché non esiste un importo predeterminato mensile.

Variazioni a un anno degli asset della banca centrale in miliardi di USD (previsioni Amundi per il 2020)



Fonte: Amundi Research, Datastream. Dati al 12 marzo 2020.

Inoltre, la BCE ha annunciato nuove operazioni **per la gestione della liquidità e prestiti a lungo termine, a tassi fissi**, con pieno accoglimento delle domande e tassi preferenziali per supportare il rifinanziamento delle piccole e medie imprese (PMI). Nel dettaglio:

- la BCE lancerà una nuova tranches di LTRO (piani di rifinanziamento a lungo termine) per fornire immediato sostegno alla liquidità del sistema finanziario europeo;
- la BCE, nel suo ruolo di vigilanza bancaria, fornisce allentamenti temporanei nei vincoli di capitale e nei vincoli operativi in risposta all'epidemia di coronavirus; e
- la BCE sostiene la decisione dell'Autorità Bancaria Europea di rinviare gli stress test dopo del 2020 in modo che le banche si possano focalizzare sul proprio business.

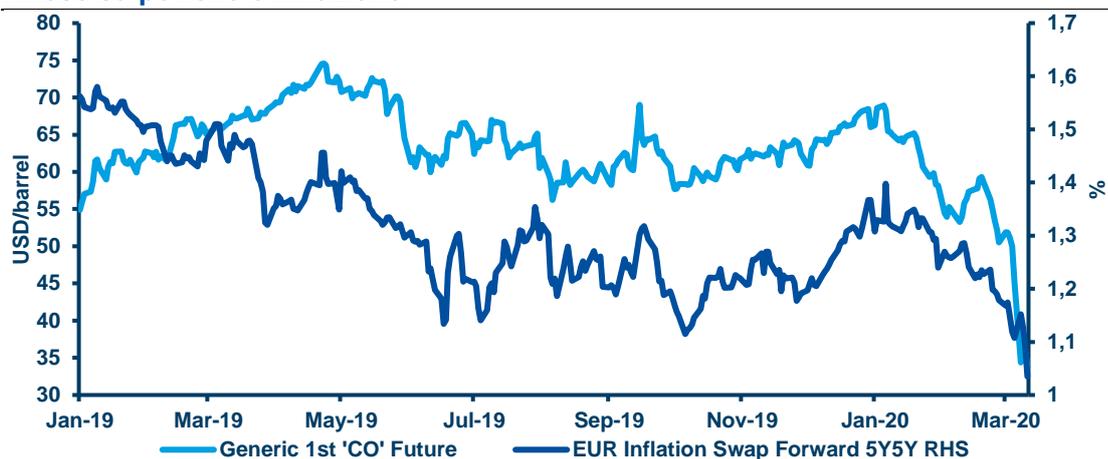
“Lagarde ha chiesto fortemente una “politica fiscale ambiziosa e coordinata” perché la risposta a questa crisi deve essere innanzitutto fiscale.

È importante sottolineare che Christine Lagarde, presidente della BCE, ha chiesto fortemente una **“politica fiscale ambiziosa e coordinata”**, poiché la risposta a tale crisi dovrebbe **essere innanzitutto fiscale**.

Sulle prospettive economiche, il coronavirus compromette fortemente le prospettive di crescita dell'Eurozona, con rischi sbilanciati sul downside. La diffusione del virus è un shock rilevante in un momento in cui l'economia stava già attraversando un periodo di debolezza.

Condizioni finanziarie accomodanti, stimoli fiscali, contenimento e ripresa dalla pandemia aiuteranno l'economia a recuperare terreno. L'andamento dell'inflazione continua a destare preoccupazione, soprattutto alla luce dell'enorme calo del prezzo del petrolio, poiché le aspettative di inflazione su un orizzonte di 5 anni, tra cinque anni da oggi, implicite negli swap, sono scese sotto l'1%. La BCE ritiene che sia molto probabile che l'inflazione sarà inferiore rispetto alle ultime sue previsioni.

Attese su petrolio e inflazione



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 12 marzo 2020.

Cosa potrebbero fare i governi nazionali e la Commissione Europea dal punto di vista fiscale per aiutare il rimbalzo dell'economia dell'Eurozona una volta superata l'epidemia? Ci sono già segnali di un allentamento fiscale?

“L'azione fiscale è un prerequisito perché si verifichi l'atteso rimbalzo economico una volta superata l'epidemia.”

L'azione fiscale è un prerequisito perché si verifichi l'atteso rimbalzo economico una volta superata l'epidemia. La buona notizia è che i paesi europei stanno annunciando - uno dopo l'altro - piani di stabilizzazione significativi. Il Regno Unito e l'Italia sono stati i primi a comunicare e anche la Francia si è impegnata a fare tutto il necessario senza preoccuparsi degli impatti sul bilancio, anche se non ha ancora specificato importi. Ora tutti gli occhi sono puntati su quanto potrebbe fare la Germania. **Le politiche fiscali e di bilancio faranno guadagnare tempo.** Una volta contenuta l'epidemia, è probabile che siano necessarie alcune misure per stimolare la domanda aggregata e garantire un significativo rimbalzo della crescita. **Un inasprimento prematuro delle condizioni potrebbe impedire l'auspicato rimbalzo.**

Implicazioni per gli investimenti

Le attività rischiose, già molto deboli prima della riunione della BCE, hanno reagito in modo estremo, con l'allargamento significativo degli spread dei titoli periferici e del credito e l'euro nuovamente ai minimi rispetto al dollaro e al franco svizzero, in risposta alle deludenti decisioni della BCE che non ha modificato i limiti su emissioni/emittenti e la regola del capital key (che prevede che la BCE possa acquistare debito sovrano in misura proporzionale alla quota che ogni paese detiene nella stessa BCE) e ha inoltre formalizzato un ulteriore QE inferiore alle aspettative.

Spread sul credito – area euro



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 12 Marzo 2020.

Anche se si riconosce chiaramente un ampio grado di allentamento monetario, la BCE sembra essere seduta in disparte, in attesa di uno sforzo fiscale coordinato. La Presidente Lagarde sta facendo pressione sui governi e ha dichiarato di essere pronta a intervenire nuovamente appena verranno implementate le misure fiscali.

In questo contesto, le banche centrali faranno tutto il possibile per evitare una stretta di liquidità, ma loro capacità di stimolare la crescita è limitata data la situazione (lo shock è sia sul fronte della domanda che dell'offerta) e la condizione già accomodante della politica monetaria. La BCE può fornire credito a basso costo alle banche, **ma la sfida sarà quella di evitare un inasprimento delle condizioni di finanziamento in un contesto di rischio crescente.** Credito a basso costo alle banche e minori restrizioni in termini di capitale non sono strumenti sufficienti. In un contesto in cui è a rischio la crescita globale e le banche centrali stanno iniettando liquidità **ci aspettiamo che cresca il divario delle valutazioni tra titoli degli emittenti che possono vantare un bilancio solido e titoli degli altri più deboli.** Questo programma rimane favorevole al credito Investment Grade in euro nello spazio del credito nel suo complesso. Tuttavia, pensiamo che sia ancora troppo presto per muoversi aggressivamente verso le attività rischiose, poiché è necessario un catalizzatore in grado di ridurre la volatilità.



**Didier
BOROWSKI**
Head of Global Views

Politica Monetaria e fiscale oltre il breve termine

Vi aspettate che le Banche Centrali si spingano anche oltre nel campo delle misure non convenzionali?

Non necessariamente, poiché il ruolo e l'impatto della politica fiscale non dovrebbero essere sottovalutati. La crisi epidemica è passata dall'essere un fenomeno locale e temporaneo ad un evento di natura globale e più duraturo di quanto inizialmente previsto. Lo shock iniziale dell'offerta si è associato ad uno shock della domanda la cui entità aumenta di giorno in giorno con l'adozione delle misure di prevenzione massicce. **Esiste ora il rischio che l'economia globale possa precipitare in una recessione grave come quella del 2008-2009. Tuttavia, le radici dell'attuale crisi sono molto diverse dalla Grande crisi finanziaria del 2008-2009 o dalla crisi del debito sovrano dell'Eurozona del 2011-12: è prima di tutto una crisi dell'economia reale e non proviene dal settore finanziario.**

Certo, la contrazione dell'attività economica può essere temporaneamente ancora più pronunciata. Tuttavia, le misure di stabilizzazione macroeconomica sono relativamente semplici da progettare e non sono di esclusiva responsabilità della politica monetaria. I governi sono consapevoli della gravità della situazione a seguito della diffusione del coronavirus, come evidenziato dalle conclusioni del Consiglio europeo speciale tenutosi il 10 marzo, con i Capi di Stato impegnati fermamente ad adottare le misure necessarie per garantire che lo shock temporaneo sull'economia – che è oramai inevitabile e grave - non pregiudichi il potenziale di crescita a medio termine delle economie.

Per fare ciò, occorre liberare risorse fiscali per garantire l'accesso alle cure sanitarie, aiutare le aziende in difficoltà per evitare una cascata di fallimenti e sostenere i dipendenti che saranno costretti alla disoccupazione temporanea. In circostanze eccezionali, il Patto di Se Crescita prevede un temporaneo allentamento delle regole di bilancio e in pratica **non vi è alcun limite a ciò che i governi possono fare a breve termine, almeno se lo shock è temporaneo.** Le dichiarazioni rilasciate dal presidente francese Emmanuel Macron l'11 marzo sono chiare e vanno in tale direzione (ad es. allentamento temporaneo della tassazione delle imprese, sostegni per la disoccupazione temporanea e aumento della spesa sanitaria). **Tuttavia, ciò non significa che la BCE non abbia alcun ruolo da svolgere. Perché la politica fiscale sia veramente efficace, deve essere accompagnata da una politica monetaria persistentemente accomodante,** come avviene di già. Dalla crisi del debito sovrano, la BCE si è dotata di molti strumenti non convenzionali. **A condizione che i governi annuncino piani sostanziali e credibili, ha chiarito Christine Lagarde la BCE potrebbe fare di più.** La BCE dovrà fare tutto il possibile per evitare che l'attuale crisi porti a una crisi di solvibilità. L'espansione del bilancio della BCE non ha limiti quando si tratta di mantenere la stabilità finanziaria. Se i governi agiranno in linea con i loro impegni, la BCE garantirà finanziamenti a costi inferiori, il che consentirebbe alle economie di superare la crisi limitando le perdite.

“Affinché le politiche fiscali siano efficaci devono essere accompagnate da politiche monetarie accomodanti durature.”

Le somme stanziare a bilancio dai governi saranno ingenti - probabilmente circa 200 miliardi di euro a livello dell'UE, che è lo stesso importo del piano di stimoli proposto nel novembre 2008 dalla Commissione Europea. Le decisioni saranno prese a livello di singolo paese. In caso di aumento incontrollato dei tassi di interesse dell'Eurozona (ad esempio, se il QE non è sufficiente), uno stato indebitato può ricorrere a un programma di assistenza finanziaria tramite

il MES o attivare il Programma di Operazioni Monetarie Dirette (Outright Monetary Transactions Programme) della BCE. Gli strumenti sono sufficienti nel contesto di uno shock temporaneo, della durata di alcuni mesi. È solo nel caso di uno shock di lunga durata che devono essere prese in considerazione altre opzioni di politica monetaria (ad es. acquisti di azioni, "currency helicopter").

Quali saranno le conseguenze a lungo termine di questi movimenti?

Alla fine, i paesi in crisi si troveranno con livelli di debito pubblico significativamente più elevati e il bilancio della BCE crescerà in modo significativo. Perché i paesi rimangano solventi, i tassi di interesse dovranno rimanere bassi, cioè al di sotto della crescita del PIL nominale. Prima o poi il problema della sostenibilità del debito tornerà alla ribalta nei paesi in cui la crescita potenziale è bassa. D'altro canto, la dimensione del bilancio di una banca centrale non costituisce di per sé un problema. La BCE è caduta in una "trappola del QE" dalla quale sarà ancora più difficile districarsi senza minacciare la solvibilità di alcuni stati. Ciò potrebbe costituire un problema a medio-lungo termine, soprattutto se l'inflazione riapparisse. A più lungo termine, questa crisi dovrebbe indurre i governi a ripensare alle politiche fiscali e di bilancio dell'Europa. È tipicamente in questo tipo di situazioni che l'UE dovrebbe dotarsi di politiche di bilancio di stabilizzazione significative. Potrebbe tornare anche sui tavoli la necessità di creare uno strumento di finanziamento europeo.

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 Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed 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 Amundi SGR S.p.A., 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. Data di primo utilizzo: [13 marzo 2020](#).