

the day after

#5 | Giugno 2020

*Nuove
frontiere
per le
banche
centrali*

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Autore



Didier BOROWSKI
Head of Global Views

La politica monetaria di fronte a nuove sfide

Sintesi

*Le banche centrali (BC) sono per natura più flessibili dei governi. Sono state quindi più proattive in questa crisi, reintroducendo programmi di acquisto di attivi su larga scala finanziati dalla creazione di denaro (politiche di Quantitative Easing o QE). Con la pandemia, in pochi mesi si è verificato un cambiamento notevole nella politica economica: le politiche fiscali e monetarie sono diventate interconnesse, in modo probabilmente non reversibile. Mentre i governi sono diventati **acquirenti di ultima istanza**, le BC stanno svolgendo il loro ruolo di **prestatori di ultima istanza**. Fino a che punto possono arrivare? Riteniamo che le **BC siano ancora ben lungi dall'essere prive di munizioni. La repressione finanziaria e il predominio fiscale sono qui per restare**. Le BC manterranno bassi i rendimenti obbligazionari per un lungo periodo di tempo al fine di alleviare il peso del debito per gli agenti economici più indebitati.*

La debolezza strutturale dei tassi di interesse nominali e reali dovrebbe indurre gli investitori a proseguire nella 'ricerca di rendimento'; in particolare, questo contesto dovrebbe incoraggiare le famiglie a diversificare i propri risparmi allontanandosi dai titoli di Stato. In ultima analisi, non possiamo escludere l'emergere di nuove bolle, il cui scoppio potrebbe compromettere la stabilità macrofinanziaria. La regolamentazione e la tassazione potrebbero dover essere mobilitate per contenere l'inflazione dei prezzi delle attività, in particolare per quanto riguarda il mercato immobiliare. Le politiche monetarie non convenzionali richiedono più regolamentazione, non meno.

Le BC continueranno a fornire liquidità per quanto necessario e a combattere la frammentazione finanziaria. Tuttavia, non ci si può aspettare che le BC facciano l'impossibile; non possono né assorbire da sole la crescente frammentazione economica derivante dalla crisi, né impedire alle aziende di alcuni settori di registrare default o di andare in bancarotta.

Crediamo che la reflazione globale sia realizzabile con il giusto mix di politiche economiche. Tuttavia, nel caso in cui la crisi e le pressioni deflazionistiche si intensificassero, le BC probabilmente non esiterebbero ad esplorare nuove strade, tutte potrebbero avere effetti collaterali indesiderati. Dobbiamo prepararci e quindi 'pensare all'impensabile': monetizzazione totale del debito, helicopter money, cancellazione del debito o persino tassi di interesse nominali molto negativi.

La crisi del Covid-19 ha innescato la più forte recessione globale mai vista. La sua durata e profondità sono ancora molto incerte. Al fine di evitare una grave crisi finanziaria, i governi e le BC hanno rapidamente messo in atto programmi su larga scala. Le politiche economiche attuate su entrambe le sponde dell'Atlantico sono senza precedenti, con piani di stabilizzazione pari al 10-20% del PIL (compresi prestiti e garanzie) e le BC si sono impegnate, più o meno esplicitamente, ad acquisire importi equivalenti di titoli.

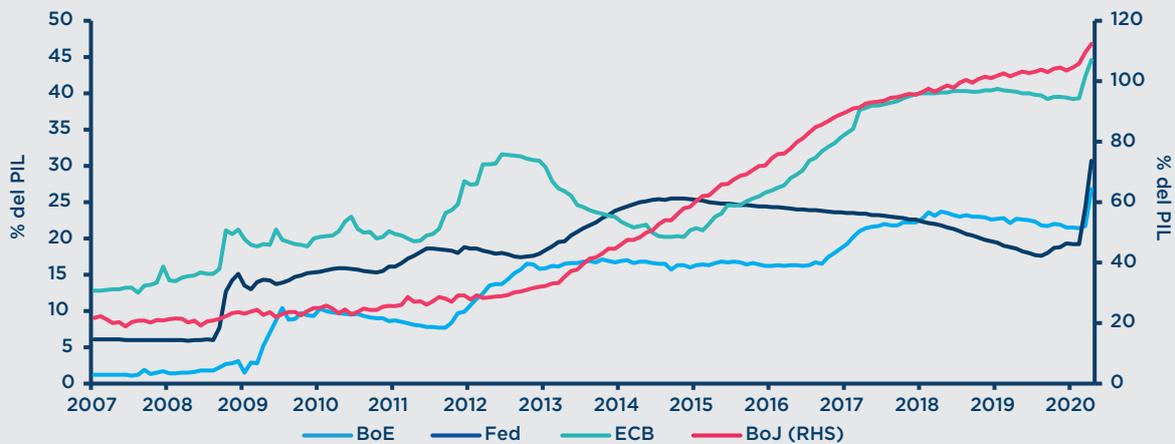
Le BC sono per loro stessa natura più flessibili dei governi, dal momento che i parlamenti non sono coinvolti nel loro processo decisionale. Sono state quindi più proattive in questa crisi, abbassando - quando era ancora possibile - i loro tassi di interesse principali e reintroducendo programmi di acquisto di attività su larga

scala finanziati dalla creazione di moneta (ad esempio, politiche di QE). Sostenendo che le circostanze erano eccezionali, **non solo si sono impegnate ad aumentare il proprio bilancio a un ritmo mai visto prima, ma hanno anche superato nuovi limiti**. Ciò può essere esemplificato, ad esempio, con l'acquisto da parte della Fed di obbligazioni "fallen angels" e, da parte della BCE, con la decisione di discostarsi temporaneamente, ma in modo significativo, da qualsiasi regola di proporzionalità¹.

Impegnandosi ad acquistare debito pubblico e societario, le BC contribuiscono a mantenere i rendimenti nominali delle obbligazioni molto bassi e a contenere il costo del servizio del debito. In altre parole, allentano il vincolo di solvibilità. Ciò vale in particolare per il debito pubblico. Le emissioni di debito sovrano (al netto dei rimborsi e degli acquisti delle BC)

1. Gli acquisti della BCE dovrebbero seguire la regola del capital keys (proporzionalità rispetto alla quota di capitale della BCE detenuta dalle BC nazionali).

Grafico 1: Bilanci delle BC, in percentuale del PIL



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 27 maggio 2020.

saranno negative per le principali economie avanzate nel 2020. Negli Stati Uniti, questa è la prima volta che accade.

I governi sono diventati gli acquirenti di ultima istanza, mentre le BC svolgono il loro ruolo di prestatori di ultima istanza. Il principio su cui si basa la loro azione congiunta è che c'è sempre la possibilità, anche in una trappola di liquidità, di stimolare la domanda globale attraverso un'adeguata combinazione di politica monetaria e fiscale. Storicamente, le crisi economiche e finanziarie hanno sempre dato alle autorità l'opportunità di dotarsi di strumenti o di regolamenti adeguati per contenerle². Tuttavia, con questa pandemia, in pochi mesi si è verificato un forte cambiamento nella politica economica: le politiche fiscali e monetarie sono diventate interconnesse, in modo probabilmente non reversibile.

Fino a che punto possono arrivare le BC?

La questione è piuttosto controversa. Le conseguenze economiche a lungo termine delle politiche non convenzionali (acquisti di attività su larga scala e/o tassi negativi) sono ancora per lo più sconosciute, dal momento che le BC prima d'ora non avevano mai aumentato la dimensione dei loro bilanci in tale misura, né abbassato i loro tassi di interesse in territorio negativo. A questo proposito riteniamo che **le BC siano ancora lungi dall'essere prive di**

munizioni, e potrebbero continuare a esplorare nuove strade in prospettiva, come l'helicopter money, la cancellazione del debito, il controllo della curva dei rendimenti o persino tassi di interesse (molto) negativi.

In primo luogo, presenteremo una breve analisi delle politiche di QE, sottolineandone la diversità. Valuteremo quindi la possibilità per le BC di esplorare nuove strade, attraverso il controllo della curva dei rendimenti o tassi di interesse nominali molto negativi. Esamineremo infine il possibile impatto macrofinanziario e le conseguenze per gli investitori.

Monetizzazione del debito pubblico, "QE fiscale" e helicopter money

È importante comprendere l'impatto delle politiche delle BC sui loro bilanci al fine di comprendere i percorsi da seguire in futuro. Ricordiamo brevemente le basi del QE. In base alle politiche di QE, la dimensione del bilancio della BC aumenta simultaneamente sia sul lato delle passività che su quello delle attività. Nel senso più stretto del termine, il QE consiste nell'emettere denaro per acquistare titoli di Stato³. Tecnicamente, sul fronte delle passività, le riserve delle banche commerciali presso la BC (l'ammontare della moneta in circolazione) aumentano; mentre i titoli di Stato acquistati dalla BC

2. Fu a seguito della crisi degli anni Trenta che la Fed adottò gli statuti che le consentirono di affrontare la crisi finanziaria del 2008. È grazie alla crisi del debito sovrano del 2012 che la BCE è oggi in grado di sostenere (tra le altre cose) le garanzie fornite dai governi. La maggior parte degli strumenti mobilitati (o che potrebbero essere mobilitati oggi) nell'Eurozona sono stati messi in atto dopo il 2012 per salvare l'euro.

3. Ciò non comprende le operazioni di immissione di liquidità, che sono operazioni più tradizionali il cui impatto sul bilancio della BC è temporaneo.

vengono riportati tra le attività⁴. Un'altra forma di QE consiste nell'acquisto di titoli del settore privato (obbligazioni societarie o persino azioni). Questo tipo di QE è talvolta presentato come 'QE fiscale' perché può essere suddiviso teoricamente in due operazioni distinte: un QE sul debito pubblico e un'emissione parallela di titoli di debito pubblico per l'acquisto di attività private. Questo tipo di QE è definito come "fiscale", in quanto utilizza implicitamente le garanzie costituite dal flusso tributario dei contribuenti per sovvenzionare le imprese private.

Helicopter money⁵ (trasferimenti diretti dalla BC a soggetti privati) è un'altra forma di QE che ha conseguenze molto diverse per il bilancio della BC. Con l'helicopter money, il denaro creato dovrebbe sostenere direttamente la domanda aggregata⁶. In teoria, l'helicopter money equivale a uno stimolo fiscale finanziato dalla BC⁷. Tuttavia, se le BC trasferiscono direttamente denaro a soggetti privati, il trasferimento diventa permanente⁸. L'aumento del bilancio non corrisponde più a un aumento del debito del Tesoro nei confronti della BC, e i parametri delle finanze pubbliche (rapporto disavanzo/PIL) restano invariati nonostante le spese aggiuntive. Questa opzione è quindi tecnicamente diversa dalla monetizzazione del debito, almeno quando i bilanci del Tesoro e della BC sono debitamente separati.

Di conseguenza, la BC ha passività maggiori delle attività. In teoria, il Tesoro dovrebbe optare per la ricapitalizzazione. A tal fine, il governo può emettere un'obbligazione perpetua a cedola zero. Tuttavia, questo credito della BC nei confronti del governo sarebbe fittizio nella misura in cui non ha un orizzonte temporale. Tuttavia, le BC non devono far fronte agli stessi vincoli delle

banche commerciali. In particolare, nulla impedisce a una BC di continuare a operare, anche quando si trova in una posizione di capitale negativa. Ma questa opzione ha i suoi limiti. Se la creazione di moneta supera di gran lunga le attività di una BC, ciò può generare una diffusa perdita di fiducia e aspettative di inflazione che porterebbero a maggiori risparmi o a una fuga verso le attività reali (ad esempio, oro, immobili).

Infine, si noti che, da un punto di vista dei fondamentali, nulla impedisce alla BC di cancellare il debito sovrano che ha accumulato o di mantenerlo indefinitamente nel proprio bilancio, reinvestendo il capitale man mano che i titoli vanno in scadenza. La cancellazione del debito sarebbe simile all'helicopter money. Se la BC decide di ristrutturare in tutto o in parte il debito accumulato nell'ambito di precedenti programmi di acquisto di attività, si tratta di una forma di trasferimento al Tesoro⁹. Considerate tutte le questioni giuridiche che le BC si troverebbero ad affrontare in questo modo, stanno esplorando altre strade.

Controllo della curva dei rendimenti (YCC) in prima linea

Con i tassi di riferimento delle BC prossimi allo zero, le politiche di controllo della curva dei rendimenti (YCC sta per Yield-curve control) sono tornate sotto i riflettori. Attraverso questo strumento, la BC cerca di controllare un particolare punto o segmento della curva dei rendimenti (spesso il rendimento a dieci anni). A tal fine, la BC si impegna implicitamente ad acquistare gli importi di titoli di Stato necessari per raggiungere il proprio obiettivo. Se la BC è credibile, a causa dell'arbitraggio di mercato, i rendimenti obbligazionari tendono a muoversi vicino al loro target. La YCC è spesso simile a una

4. In pratica, si tratta di un finanziamento monetario da parte dello Stato. La BCE può acquistare direttamente titoli di Stato solo sul mercato secondario. È esplicitamente vietato acquistare sul mercato primario, in quanto si tratta di un finanziamento diretto dello Stato. Detto questo, attraverso effetti di sostituzione nei portafogli dei soggetti privati, esiste effettivamente un finanziamento monetario da parte dello Stato, ma è indiretto: gli Stati si finanziano più facilmente a causa dell'interazione naturale tra il mercato primario e quello secondario.

5. La metafora dell'elicottero risale a Milton Friedman, che per primo fece un'analogia tra la creazione volontaria di denaro e la distribuzione di banconote da parte di un elicottero (una tantum). "Supponiamo ora che un giorno un elicottero sorvoli questa comunità e lanci 1.000 \$ dal cielo, che, ovviamente, sono raccolti in tutta fretta dai membri della comunità. Supponiamo inoltre che tutti siano convinti che si tratti di un evento unico, che non si ripeterà mai", Milton Friedman, "The optimum quantity of money", 1969.

6. A condizione che gli operatori economici non anticipino un corrispondente aumento dell'inflazione.

7. Gli Stati Uniti sono stati i primi ad attraversare il Rubicone dell'helicopter money. Nell'aprile del 2020, il Congresso degli Stati Uniti ha approvato un piano che richiede al Tesoro di inviare assegni alle famiglie americane. I membri del Congresso sapevano perfettamente che, alla fine, la Fed avrebbe pagato il conto. La Fed, attraverso la creazione di moneta, acquisterà buoni del Tesoro, se necessario.

8. Consentire alle BC (i cui leader non sono democraticamente eletti) di intraprendere azioni fiscali discrezionali potrebbe porre un problema legale. Negli Stati Uniti, ad esempio, sarebbe necessaria l'approvazione del Congresso. Nell'Eurozona, anche se non è legalmente vietata, probabilmente innescherebbe un'azione legale contro di essa.

9. La BC non è un creditore come gli altri. Pertanto, si tratta di un valido argomento per separare il debito di mercato (detenuto da investitori privati, comprese le banche commerciali) dal debito detenuto dalla BC.

forma di QE, ma con differenti modalità: gli acquisti di obbligazioni si adeguano ai rendimenti delle obbligazioni, e non viceversa. La BC perde quindi il controllo del proprio bilancio. Il controllo del livello dei rendimenti potrebbe persino portare la BC a ridurre il proprio bilancio (quantitative tapering): ciò potrebbe verificarsi nel caso in cui la domanda di investitori privati superi il fabbisogno di finanziamento pubblico (nuove emissioni e rifinanziamento). La YCC è stata implementata negli Stati Uniti nel dopoguerra, fino al 1947. Dal 2016, la BoJ ha esplicitamente fissato il tasso di rendimento del JGB a dieci anni a zero: questa politica, combinata con tassi chiave negativi, ha avuto successo nella misura in cui ha consentito alla BoJ di ridurre gli acquisti di obbligazioni e di contenere il proprio bilancio. Gli ultimi verbali del FOMC mostrano che la YCC è seriamente considerato dalla Fed. Il controllo della curva dei rendimenti è possibile nelle unioni monetarie reali (ad esempio, Stati Uniti, Giappone, Regno Unito) dove esiste un unico strumento di debito pubblico. Tuttavia, non nell'Eurozona per almeno due ragioni. In primo luogo, perché la BCE dovrebbe mirare contemporaneamente a diverse curve di rendimento, una per ogni Stato membro. Oltre alle difficoltà operative, vi sarebbe un ostacolo politico: la BCE non è legittimata a stimare il rischio di credito insito in ogni debito sovrano. Qualunque sia l'obiettivo, sarà oggetto di un infinito dibattito politico. In secondo luogo, la BCE si troverebbe ad affrontare un problema giuridico perché dovrebbe impegnarsi (ex ante) ad acquistare beni senza alcuna regola di proporzionalità, o persino a monetizzare il debito pubblico, che è vietato dal Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE).

Pensate all'impensabile: tassi di interesse nominali (molto) negativi

A partire dagli anni '80, le BC hanno sempre tagliato i loro tassi di interesse di riferimento

molto bruscamente durante le recessioni. Le principali BC (Fed, BCE, BoJ) hanno in media abbassato i loro tassi di circa il 4% in risposta a gravi recessioni. Tuttavia, nell'attuale contesto di bassa inflazione nelle economie avanzate, le BC hanno meno margine di manovra quando i tassi chiave raggiungono il loro 'limite inferiore costituito dallo zero' (ZLB sta per 'zero lower bound').

Ma lo ZLB non è una legge di natura. Tra il 2012 e il 2016, alcune BC hanno cercato di liberarsi da questo vincolo. Le BC di Svizzera, Svezia, Danimarca, Giappone e la BCE hanno ridotto i tassi di riferimento sotto lo zero per la prima volta nella storia economica, ma in ultima analisi solo marginalmente. L'efficacia delle politiche dei tassi di interesse negativi (NIRP) è ancora altamente controversa. Le grandi istituzioni finanziarie restano fortemente contrarie¹⁰. Il punto di vista dominante tra gli economisti è che non ci si può aspettare che i tassi di interesse nominali si spostino significativamente al di sotto dello zero. In questo caso, gli operatori economici preferirebbero accumulare denaro sotto forma di contante, limitando la capacità delle BC di stimolare la domanda e il credito. Un altro argomento più spesso addotto è che i tassi negativi riducono la redditività delle banche e le portano a ridurre i loro prestiti. Non dimentichiamo che è in ultima analisi il tasso di interesse reale, non il tasso nominale, che conta per l'economia. Le BC sono spesso ingiustamente accusate per il livello eccessivamente basso dei tassi di interesse. Ma in realtà sono vittime del calo dei tassi di interesse reali tanto quanto le banche commerciali. Inoltre, i tassi di interesse reali non sono determinati dalla politica monetaria nel lungo periodo. I tassi di interesse reali globali sono scesi dalla metà degli anni '80 per ragioni strutturali¹¹.

Alcuni economisti¹² continuano quindi a promuovere le NIRP e persino a dire che i tassi di interesse nominali possono essere spinti in territorio molto negativo. In pratica, essi sostengono che le misure legali, normative

10. Si sostiene spesso che le banche commerciali non possono trasferire i costi ai correntisti. Ma in realtà, vi sono prove empiriche che le banche europee sono state in grado di trasferire tassi di interesse negativi ai loro grandi clienti con relativa facilità. Di fatto, molti investitori istituzionali sono ancora disposti a detenere titoli di Stato con rendimenti negativi. Inoltre, i sostenitori delle NIRP sostengono la possibilità di adottare misure volte a proteggere le famiglie, ad esempio ricompensando le banche commerciali per i depositi bancari al di sotto di una certa soglia. 11. Sono state fornite varie spiegazioni: l'aumento del risparmio globale dovuto al ciclo demografico, la domanda nei mercati emergenti di beni sicuri dei paesi avanzati (ad esempio, una crescita della produttività tendenziale più bassa), il calo del costo dei beni strumentali e la stagnazione secolare della domanda aggregata globale.

12. Kenneth Rogoff è stato recentemente tra i maggiori sostenitori.

e fiscali potrebbero aumentare il costo della detenzione del contante¹³. Contrariamente all'opinione generale, non sarebbe necessario eliminare la moneta fisica¹⁴. Ricordiamo che se la Fed è ancora fortemente contraria alle NIRP¹⁵, la BoE ora sembra prendere seriamente in considerazione questa possibilità. Tuttavia, cerchiamo di essere chiari: per ragioni pratiche, l'introduzione di tassi chiave molto negativi non può avvenire da un giorno all'altro. Tale mossa dovrebbe essere preparata con largo anticipo. Non possiamo negare che la tecnologia e la moneta elettronica stanno aprendo nuove strade attraverso il tradizionale canale dei tassi di interesse. Ma crediamo che questa opzione sarebbe prevista solo se le altre opzioni fallissero (cioè, se le pressioni deflazionistiche si intensificassero).

BC in territori inesplorati, è in gioco la stabilità macrofinanziaria

Con le politiche del QE, non esiste più un chiaro confine tra politica fiscale e monetaria¹⁶. In caso di conflitto tra il mandato delle BC e gli obiettivi del governo (stabilizzazione ciclica, sostenibilità del debito

pubblico), l'indipendenza operativa delle BC potrebbe essere messa a repentaglio¹⁷. Riteniamo che questo rischio sia più pronunciato negli Stati Uniti - dove la Fed opera sotto una stretta supervisione del Congresso - che nell'Eurozona, dove l'indipendenza della BCE è sancita da un Trattato internazionale. **Se la Fed dovesse perdere la sua indipendenza operativa, potrebbe destabilizzare le aspettative di inflazione, e le conseguenze potrebbero essere disastrose per il dollaro statunitense.**

Anche se le BC mantengono la loro indipendenza, dare l'illusione che il denaro possa sempre essere creato *ex nihilo* è come aprire il vaso di Pandora, con richieste di ogni tipo (aumenti pensionistici, tagli fiscali, aumenti salariali, ecc.) che sono potenziali fonti di inflazione. Nell'attuale regime, caratterizzato da una bassa crescita nominale del PIL, da tassi di interesse a breve termine prossimi allo zero e da debiti molto elevati secondo gli standard storici, i benefici della monetizzazione sembrano prevalere sui costi.

Gráfico 2: Bilancio della Fed e deflatore core delle spese personali (core PCE)



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 27 maggio 2020.

13 Cfr. anche Lilley e Rogoff (2019), Agarwal e Kimball (2015) e Buiter e Panigirtzoglou (2003).

14. Ad esempio, Kenneth Rogoff ha proposto di creare un sistema a doppio tasso di cambio, con un "tasso di cambio" tra la moneta cartacea e le riserve bancarie elettroniche o di eliminare le banconote di grandi dimensioni (una proposta che è stata avanzata anche per limitare l'evasione fiscale e combattere le attività criminali). L'obiettivo è quello di aumentare il costo della raccolta su larga scala di carta monetaria. Inoltre, egli suggerisce che i regolatori potrebbero imporre ulteriori vincoli che in pratica aumenterebbero ancor di più il costo dell'accumulo di carta moneta. Il costo di accumulare liquidità per le grandi istituzioni finanziarie (fondi pensione, compagnie di assicurazione) diventerebbe proibitivo.

15. Jerome Powell ha recentemente ricordato che i membri del FOMC erano unanimi nel rifiutare questa possibilità.

16. Si noti che questo limite è già stato superato con il QE dal 2008. Nel caso di helicopter money o di monetizzazione illimitata, la commistione tra politica monetaria e politica fiscale aumenta.

17. L'indipendenza operativa delle BC è piuttosto recente (si è diffusa dagli anni '80). L'indipendenza delle BC è una realtà istituzionale, ma una finzione economica. In effetti, il Tesoro è il beneficiario effettivo della BC: incassa i profitti della BC e, in cambio, è responsabile delle sue perdite. Successivamente, da un punto di vista teorico, dovremmo esaminare i loro bilanci consolidati.

Grafico 3: Bilancio della Fed e attività rischiose



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 26 maggio 2020.

Ricordiamo che in passato, in alcuni casi, la monetizzazione del debito ha avuto successo (in Giappone negli anni '30 o in Canada dopo la Seconda guerra mondiale)¹⁸.

Tuttavia, l'espansione illimitata dei bilanci delle BC potrebbe portare a un collasso del valore esterno della valuta. Gli Stati che hanno poca credibilità sulla scena internazionale - molti paesi emergenti lo sono in questo caso - non possono attuare questo tipo di politica.

Su scala globale, i QE illimitati potrebbero persino innescare una crisi del sistema monetario internazionale, con il potenziale di una fuga generale verso gli asset reali (bolla immobiliare, oro, ecc.), o persino incoraggiare lo sviluppo di crypto-valute.

In alternativa ai tradizionali QE, la YYC potrebbe rafforzare le linee guida future con un forte impegno a mantenere i rendimenti obbligazionari a lungo termine su livelli bassi. In modo complementare (o alternativo), i tassi chiave negativi potrebbero infine far aumentare le aspettative di inflazione e accelerare la curva dei rendimenti. Tale mossa andrebbe a vantaggio delle banche e potrebbe aiutare le imprese e le famiglie a rinegoziare i propri debiti.

Sia i QE che i tassi di interesse nominali negativi hanno **effetti collaterali indesiderati**¹⁹. Ancorando il tasso privo di rischio a un livello

molto basso per un lungo periodo, **queste politiche distorcono i prezzi di mercato e tendono a gonfiare gli attivi rischiosi, indipendentemente dai loro fondamentali.** Il QE è chiaramente ben accetto quando gli attivi rischiosi sono sottovalutati (come subito dopo la grande crisi finanziaria del 2008). Tuttavia, alla fine possono generare bolle su un'ampia gamma di attività (credito societario, azioni, immobili, attività illiquide, ecc.), mettendo a rischio la stabilità macrofinanziaria. **Per non parlare del fatto che, favorendo i detentori di capitale (ossia i più ricchi), hanno anche effetti distributivi indesiderati.**

Quali sono le conseguenze per gli investitori?

La repressione finanziaria e il predominio fiscale sono qui per restare. Infine, la maggior parte delle opzioni di politica monetaria implica che i tassi nominali dovranno rimanere bassi per un periodo considerevole. Questo è in pratica l'unico modo per garantire la sostenibilità del debito pubblico.

In teoria, le politiche monetarie previste, se combinate con lo stimolo fiscale, dovrebbero alla fine rilanciare le economie e aumentare le aspettative di inflazione, probabilmente al di sopra dei target ufficiali delle principali BC (2%).

18. Il Giappone è sfuggito alla depressione degli anni Trenta grazie a un policy mix altamente espansivo che combinava spesa pubblica e finanziamento monetario. In Canada, la banca centrale ha regolarmente finanziato la spesa pubblica fino agli anni '70, senza conseguenze inflazionistiche.

19. Coloro che sostengono una politica di tassi di interesse reali molto negativi sostengono che la domanda aggregata potrebbe ripartire più rapidamente che con il QE, limitando gli effetti collaterali. Essi sostengono inoltre che, evitando un ruolo quasi fiscale, le BC potrebbero più facilmente mantenere la loro indipendenza operativa e le loro consuete funzioni di reazione.

Dato il livello di leva finanziaria nel sistema (sia il debito privato che quello pubblico ai massimi storici), una certa inflazione sarebbe ben accetta dalle autorità. In questo contesto, le revisioni strategiche della Fed e della BCE, che sono state ritardate dalla crisi, potrebbero presto tornare in prima linea e saranno vagliate dagli investitori²⁰.

Inoltre, vediamo altre conseguenze per gli investitori:

- La debolezza strutturale dei tassi di interesse nominali e reali dovrebbe indurli a proseguire nella 'ricerca di rendimento'; in particolare, questo contesto dovrebbe chiaramente incoraggiare le famiglie a diversificare i propri risparmi lontano dai titoli di Stato.
- Dato che i tassi di interesse dovrebbero rimanere persistentemente bassi, e non molto volatili, le valute dovrebbero svolgere un ruolo sempre più importante: saranno le uniche variabili di mercato in grado di assorbire le divergenze cicliche tra le economie. I mercati valutari dovrebbero pertanto essere caratterizzati da una maggiore volatilità. Ciò dovrebbe dare maggiore importanza alle valute come asset class.
- I paesi emergenti dovrebbero infine beneficiare delle politiche attuate nelle economie più avanzate. Infatti, continueranno a beneficiare di una crescita potenziale nominale più elevata, per offrire rendimenti obbligazionari più elevati, e le loro valute si sono deprezzate in modo abbastanza significativo durante la crisi (molte di esse sono diventate sottovalutate).
- Infine, da un punto di vista più strutturale, con un tasso di sconto persistentemente più basso, è probabile che il valore di equilibrio degli attivi rischiosi venga rivisto al rialzo nel tempo.

Le conseguenze di cui sopra per gli investitori non sono immediate, e sono ancora ampiamente ipotetiche, con particolare riferimento alla determinazione del fair value degli attivi rischiosi in un contesto di rendimenti

obbligazionari controllati e mantenuti artificialmente a livelli bassi. In ultima analisi, non possiamo escludere nuove bolle, il cui scoppio potrebbe compromettere la stabilità macrofinanziaria. La regolamentazione e la tassazione possono quindi essere mobilitate per contenere l'inflazione dei prezzi delle attività, in particolare per quanto riguarda il mercato immobiliare. Le politiche monetarie non convenzionali richiedono più regolamentazione, non meno.

Conclusioni

Contrariamente a quanto si pensi, le opzioni di politica monetaria sono ben lungi dall'essere state tutte completamente esplorate. Data la proattività delle BC, riteniamo che la reflazione si possa realizzare con un dosaggio ben calibrato tra politica monetaria e fiscale. Da un lato, ciò richiederà un maggiore monitoraggio del rischio da parte delle autorità di regolamentazione, mentre, dall'altro, ciò dovrebbe aprire nuove opportunità agli investitori.

Con ogni probabilità, le BC continueranno a gestire attivamente il proprio bilancio al fine di allentare i vincoli finanziari che altrimenti graverebbero sui settori pubblico e privato fortemente indebitati. I debiti pubblici e privati nei confronti delle BC possono essere facilmente rinnovati nel tempo. Ciò può alleviare il peso del debito sugli agenti economici più indebitati. Tuttavia, non ci si può aspettare che le BC da sole realizzino l'impossibile: non possono rendere meritevoli di credito le società le cui prospettive si sono deteriorate. In alcuni settori, quindi, i fallimenti e le insolvenze potrebbero essere ancora in gioco.

Guardando al futuro, la portata della crisi del Covid-19 è tale da incoraggiare le BC ad esplorare nuove strade, che possono avere effetti collaterali indesiderati. Se questa crisi dovesse aggravarsi, dovremmo essere pronti a "pensare all'impensabile": monetizzazione del debito in piena regola, helicopter money o tassi di interesse nominali molto negativi.

20. Le BC potrebbero decidere di fissare un target per il livello dei prezzi, piuttosto che per il tasso di inflazione; oppure, in modo più pragmatico, potrebbero sottolineare che il loro target di inflazione è simmetrico. In pratica, ciò significherebbe garantire che i prezzi crescano in media del 2% nel lungo periodo, consentendo così ai tassi di inflazione di discostarsi temporaneamente dal loro "target" (ossia di eccedere) per compensare il lungo periodo di sottoperformance (inflazione di base ben al di sotto del suo obiettivo in media dal GFC). Guardando alle aspettative di inflazione del mercato, è chiaro che gli investitori non hanno ancora valutato questo cambiamento.



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. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data di primo utilizzo: 29 maggio 2020.