

PREVISIONI MACROECONOMICHE 2017

ASPETTI SALIENTI

Uno dei più grossi quesiti del 2017 è se la recente dinamica di ottimismo rispetto alla crescita e le crescenti aspettative di inflazione siano sostenibili. La risposta, in sintesi, è: probabilmente sì, ma solo per un breve periodo di tempo, prima che la forza di gravità dei fattori sottostanti superi le dinamiche cicliche. Difficilmente lo stimolo fiscale atteso negli Stati Uniti comporterà un cambiamento decisivo nel trend strutturale, la graduale e inesorabile giapponesizzazione dell'economia globale. È probabile che periodi di crescita e ottimismo siano seguiti da fasi periodiche di deflazione e recessione, oltre a fluttuazioni dei cambi e dei tassi di interesse.

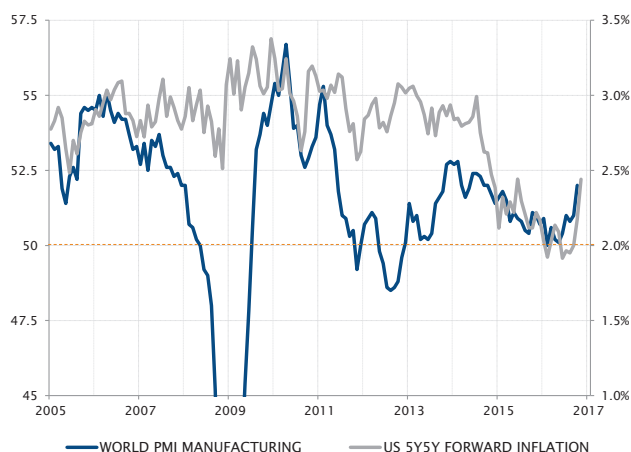


**Adrien
Pichoud**
Economist

"Le iniziali dinamiche cicliche positive scompariranno gradualmente, quando le forze di trazione indotte da un basso potenziale di crescita e da alti livelli di indebitamento ricorderanno agli investitori l'inevitabile giapponesizzazione dell'economia globale."

Nel 2016, il sentiment degli investitori è passato dalle preoccupazioni per la recessione e la deflazione all'ottimismo rispetto alla crescita, ad aspettative di inflazione in aumento e all'agognata normalizzazione della politica monetaria. Se questa recente dinamica sia effettivamente sostenibile è il quesito principale a cui dovremo rispondere nel 2017.

Iniziare il 2017 con dinamiche di crescita e inflazionistiche positive



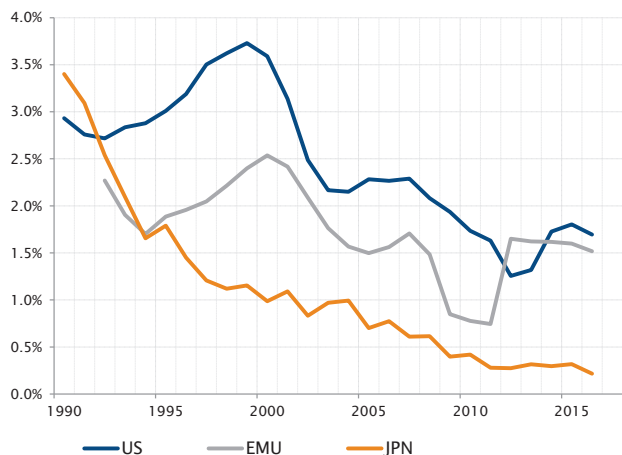
Fonte: Markit, Bloomberg, SYZ AM

L'ECONOMIA GLOBALE SARÀ IN GRADO DI SORPRENDERCI FAVOREVOLMENTE?

La risposta, in sintesi, è: probabilmente sì, ma solo per un breve periodo di tempo, prima che la prova della verità sui fattori strutturali sottostanti superi le dinamiche cicliche. È interessante constatare che un numero insolito di fattori ha il potenziale di influenzare gli sviluppi ciclici: le politiche fiscali, monetarie e commerciali negli Stati Uniti, la politica monetaria e una fitta agenda politica in Europa, i trend del dollaro statunitense e il conseguente impatto sulle economie emergenti, le implicazioni del deprezzamento dello yuan cinese e l'andamento del prezzo del petrolio. Tutti questi fattori aumentano i rischi di coda di uno scenario economico centrale non molto diverso da quello del 2016, ma difficilmente possono imprimere un cambiamento decisivo del trend strutturale: la graduale e inesorabile giapponesizzazione dell'economia globale.

Tre caratteristiche chiave che si sono affermate in Giappone negli ultimi due decenni stanno diventando un comune denominatore di una parte crescente del mondo: il rallentamento dei trend demografici che mina la crescita potenziale del PIL, gli inferiori tassi di utilizzo delle capacità e il crescente indebitamento. Ovviamente l'Europa è più avanti in questo processo, con la questione demografica che ormai rappresenta un problema serio, una capacità di produzione ampiamente inutilizzata e un livello di indebitamento pubblico

La crescita potenziale è bassa e nelle economie sviluppate sta rallentando



Fonte: Datastream, OCSE, SYZ AM

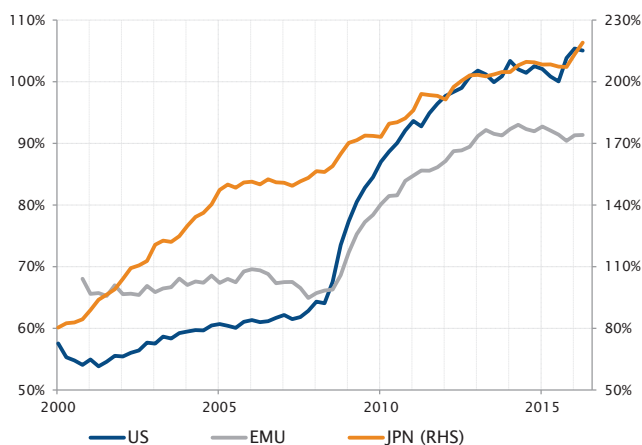
elevato. L'economia statunitense sta registrando anche un rallentamento della crescita della forza lavoro, un calo dei tassi di utilizzo delle capacità e livelli di indebitamento crescenti, soprattutto nel settore pubblico e in quello aziendale. Diverse economie emergenti stanno già seguendo queste dinamiche, prima fra tutte la Cina, che deve affrontare gli stessi problemi demografici, di eccesso di capacità e di indebitamento. Se si guarda al futuro, è piuttosto difficile immaginare uno scenario (pacifico) caratterizzato dall'inversione di queste dinamiche a livello globale. C'è un altro aspetto dell'analogia con il Giappone che presenta implicazioni meno negative: finché le condizioni monetarie vengono mantenute estremamente accomodanti, i livelli di indebitamento elevati e in crescita non sono di per sé un problema, se il costo degli interessi e del differimento del debito resta basso. Questa situazione

in stile giapponese di indebitamento elevato e politiche monetarie accomodanti, dunque, potrebbe durare a lungo. Periodi di crescita e ottimismo seguono a fasi periodiche di deflazione e recessione e a fluttuazioni dei cambi e dei tassi di interesse, senza riuscire a sfondare il range di bassa crescita, né al rialzo né al ribasso. Riuscire a identificare questi cambiamenti ciclici, dunque, è essenziale per poter formulare ipotesi macroeconomiche (e di mercato).

STATI UNITI: SPESA FISCALE CONTRO STRETTA FINANZIARIA

Le prospettive economiche degli Stati Uniti per il 2017 saranno sicuramente caratterizzate da vari fattori ciclici contrastanti. L'elezione di Donald Trump ha rafforzato l'ottimismo rispetto alle prospettive di crescita e al trend positivo dei tassi di interesse, attirando gli investitori con la promessa di un forte stimolo fiscale. Tuttavia, sono state trascurate le implicazioni che questo cambiamento politico avrebbe sul profilo di crescita del 2017. In realtà, se il Congresso darà il benestare a un ingente stimolo fiscale, come promesso dal candidato Trump, la Fed si troverà in una posizione migliore per rendere possibile la normalizzazione della politica monetaria che finora ha auspicato senza successo. Probabilmente l'impatto netto sulla crescita non sarà eccezionale, dal momento che i fattori di crescita fondamentali, la questione demografica, la produttività e i livelli di indebitamento non saranno modificati da nessuno degli aspetti della Trumponomics. È possibile che il quadro inflazionistico inizialmente si muova in una direzione favorevole, con effetti di base positivi sui prezzi dell'energia e graduali pressioni per l'aumento dei salari che faranno salire l'inflazione complessiva nella prima metà dell'anno. L'impatto deflazionistico di un dollaro statunitense più forte e la pressione del costo del lavoro su una crescita degli utili già tutt'altro che spettacolare, tuttavia, presto rallenteranno l'aumento dei prezzi. Non c'è un modo facile per uscire da una situazione di crescita lenta e indebitamento elevato.

Il debito pubblico è elevato e frena le politiche fiscali



Fonte: Bloomberg, SYZ AM

ALL'EUROZONA SERVONO UN ALLENTAMENTO DELLE CONDIZIONI MONETARIE E STABILITÀ POLITICA

L'eurozona si distingue dagli Stati Uniti nel senso che il suo ciclo di espansione è meno avanzato. Pertanto, gode ancora dei vantaggi della riduzione dei tassi di disoccupazione e della ripresa della spesa in conto capitale. Questi fattori manterranno la crescita al di sopra del livello previsto per il 2017, a condizione che siano soddisfatte due condizioni: in primo luogo non dovrà esserci una stretta delle condizioni finanziarie, che potrebbe minare la fragile dinamica di investimento, e secondariamente non dovranno riemergere i timori di un premio di rischio politico e rispetto alla sostenibilità dell'euro. Mentre il pragmatismo della BCE diretta da Draghi garantirà che venga soddisfatta la prima condizione, la fitta agenda politica porta con sé un forte rischio di coda rispetto al secondo requisito, e pertanto rispetto alle prospettive di crescita dell'unione monetaria.

REGNO UNITO: LA BREXIT DEVE DIVENTARE CONCRETA

Ultimamente nel Regno Unito ha regnato l'incertezza politica. Le molte incognite che aleggiavano ancora sull'applicazione pratica del referendum sull'UE (e sulla sua stessa esecuzione) avranno un impatto sull'attività economica, poiché molte decisioni di investimento vengono tenute in stand-by. Anche l'impatto del deprezzamento della sterlina influirà sul profilo di crescita, con alcune ricadute positive sulle attività di esportazione (anche legate al turismo) ma un impatto negativo sul potere di acquisto delle famiglie a causa dell'aumento dei prezzi al dettaglio. Lo stimolo fiscale annunciato potrebbe essere controbilanciato dalla forte riduzione della capacità della Banca d'Inghilterra di offrire un ulteriore supporto in termini di politica monetaria in un contesto di crescita dell'inflazione.

SVIZZERA: TUTTO DIPENDE DAL FRANCO

La Banca Nazionale Svizzera (BNS) ha ancora meno spazio di manovra e si trova in una situazione sempre più scomoda. Se non fosse per il franco svizzero, l'economia elvetica presenterebbe prospettive di crescita relativamente equilibrate, ma l'elevato surplus esterno e i rischi politici dell'eurozona continuano a far crescere le pressioni sulla valuta. Tuttavia, se queste pressioni dovessero intensificarsi, la BNS non potrebbe fare molto per impedire un ulteriore apprezzamento, considerati il livello senza precedenti delle sue riserve valutarie e la pressione sul settore bancario già causata da tassi di breve termine negativi. L'economia svizzera rimane ostaggio degli sviluppi nella vicina eurozona.

MERCATI EMERGENTI: UNA DOMANDA FINALE PIÙ SOLIDA CONTRO UN USD FORTE

Per le economie emergenti, probabilmente il 2017 sarà la morale di due storie. La prima storia è abbastanza positiva, favorita dal consolidamento della domanda finale nelle economie sviluppate e dalla fine della correzione dei prezzi delle materie prime. In Russia riprenderà la crescita positiva del PIL, favorita dal rimbalzo dei prezzi del petrolio. Anche l'economia brasiliana registrerà un graduale recupero, grazie al ritorno della stabilità politica e a una politica fiscale più realistica che dia adito a condizioni monetarie meno restrittive. L'India continuerà a godere dei vantaggi delle pressioni del Primo Ministro Modi verso riforme strutturali, in un contesto di dinamiche demografiche favorevoli. E la Cina, per ora, si è stabilizzata. La seconda storia sui mercati emergenti è meno allegra. La forza del dollaro minaccia ancora una volta di destabilizzare l'ingente debito accumulato dai mercati emergenti dal 2009. Inoltre, aumenta le pressioni al ribasso sulla valuta cinese e ha ricadute negative su tutti gli esportatori asiatici. Infine, esercita pressioni sulle economie con un disavanzo delle partite correnti, spesso aggravando situazioni nazionali già fragili, come in Turchia o in Sudafrica. In realtà, per il mondo emergente una dinamica di crescita positiva globale è un vantaggio solo se non è accompagnata da un dollaro statunitense più forte. Pertanto, la prima parte dell'anno potrebbe rivelarsi ancora incerta per le dinamiche di crescita dei mercati emergenti, prima di un secondo semestre più positivo se, come prevediamo, la Fed non riuscirà a imprimere una stretta significativa sulla politica monetaria, dissipando le pressioni al rialzo sui tassi e sul dollaro.

GIAPPONE: YEN FORTE, YEN DEBOLE?

Le prospettive per il Giappone sono rimaste invariate. Non essendoci più spazio di manovra sul fronte fiscale e monetario, saranno le fluttuazioni dello yen a determinare l'andamento del ciclo economico. Ed è così che tutto, alla fine, porta a un contesto di bassa crescita e indebitamento elevato. Probabilmente il 2017 segnerà soltanto un altro passo verso la giapponesizzazione dell'economia globale.