

PROSPETTIVE MACROECONOMICHE GLOBALI

Dalla divergenza delle politiche monetarie alla dispersione strutturale

Il 2026 si preannuncia come un anno in cui gli shock strutturali s'intrecceranno a dinamiche politiche cicliche. L'era del dominio delle politiche monetarie sta cedendo il passo a un'epoca in cui le leve fiscali, le priorità delle agende politiche e le rivoluzioni in campo produttivo guidano il contesto macroeconomico. I governi stanno introducendo spese fiscali record, mentre il ruolo delle banche centrali passa in secondo piano.

Questa nuova gerarchia tra politica fiscale e monetaria si scontra con percorsi di crescita divergenti tra gli Stati Uniti che si trovano alla resa dei conti sul fronte fiscale, il risveglio fiscale dell'Europa, la normalizzazione del Giappone, l'aggiustamento strutturale della Cina e l'impatto degli investimenti nell'intelligenza artificiale. Il risultato è un contesto dinamico che sta ridefinendo il valore relativo delle diverse asset class.

1. Stati Uniti alla resa dei conti sulla politica fiscale: l'eccezionalismo si scontra con le difficoltà sul lato dell'offerta

TGli Stati Uniti iniziano il 2026 con un'economia che continua a essere più forte di quella dei propri omologhi, sostenuta da consumi robusti, incentivi di politica industriale e investimenti legati all'intelligenza artificiale. La politica fiscale è pronta a sostenere ulteriormente la crescita, con l'economia che probabilmente eviterà una recessione il prossimo anno. Tuttavia, la stessa generosità fiscale che alimenta la resilienza sta anche contribuendo a creare squilibri.

Il deficit rimane vicino al 6% del PIL e il "One Big Beautiful Bill" è destinato a far aumentare il debito nazionale di migliaia di miliardi, spingendo il disavanzo di bilancio oltre il 7% entro il 2028, un livello elevato rispetto agli standard storici per un periodo non caratterizzato da una recessione. Con l'aumento dei costi di servizio del debito, i mercati potrebbero riprezzare il



Laura Cooper
Head of Macro Credit and Global Investment Strategist



Asbjorn Friederich
Senior Sovereign Analyst



Aaron Enriquez
Senior Sovereign Analyst

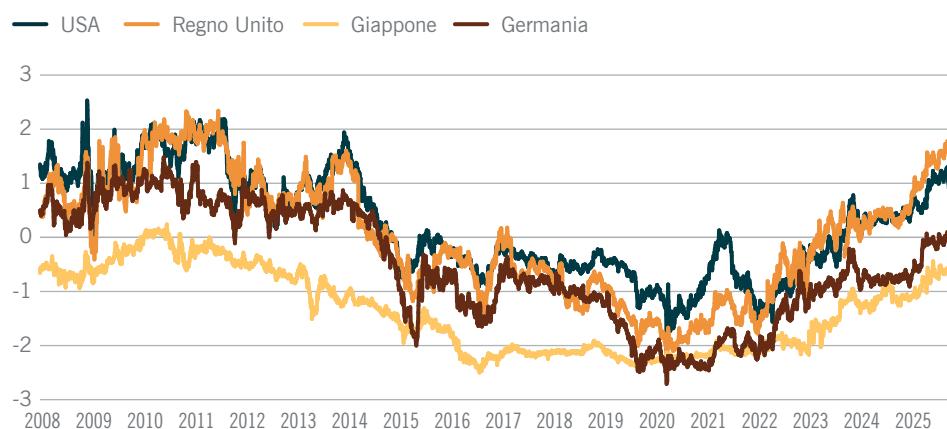
Il dibattito si sta spostando dalla forza della crescita alla sostenibilità del debito.

rischio fiscale nel lungo periodo ricostruendo il premio a termine, con un dollaro statunitense più vulnerabile e con curve più ripide con i Treasury a 10 anni probabilmente ancorati a un intervallo del 4-4,25%.

Nell'anno delle elezioni di metà mandato la politica si concentrerà sulla spesa piuttosto che su un consolidamento. Il dibattito si sta spostando dalla forza della crescita alla sostenibilità del debito. Sebbene i guadagni di produttività derivanti dall'intelligenza artificiale possano sostenere la crescita tendenziale, l'aritmetica fiscale sta diventando sempre più difficile da ignorare.

Implicazioni per gli investimenti: occorre cautela nel puntare sulla duration con la Fed pronta a tagliare i tassi al 3,25%; preferiamo il credito di alta qualità legato alle spese in conto capitale per infrastrutture e tecnologia; occorre prestare attenzione ai periodi di volatilità mentre i mercati si concentrano nuovamente sui timori a livello fiscale piuttosto che sulla dinamica di crescita.

Figura 1: Le stime del premio a termine hanno registrato un forte aumento



Bloomberg, BLS, CBO, al 24 ottobre 2025

2. Il risveglio fiscale dell'Europa: la Germania torna a trainare la crescita

Il contesto macroeconomico europeo ruota attorno al piano di investimenti pluriennale della Germania da 800 miliardi di euro (circa il 20% del PIL fino al 2029), il più grande programma fiscale dalla riunificazione. Il pacchetto destina circa il 3,5% del PIL alla difesa e 300 miliardi di euro alle infrastrutture, con ulteriori spese per le politiche green e sociali volte ad aumentare la crescita potenziale e l'autonomia strategica.

I mercati sembrano sottovalutare la velocità di implementazione e l'effetto moltiplicatore. Gli ordini nel settore della difesa sono già in fase di esecuzione con colli di bottiglia minimi e gli investimenti nelle infrastrutture dovrebbero accelerare fino al 2026, grazie anche all'impiego

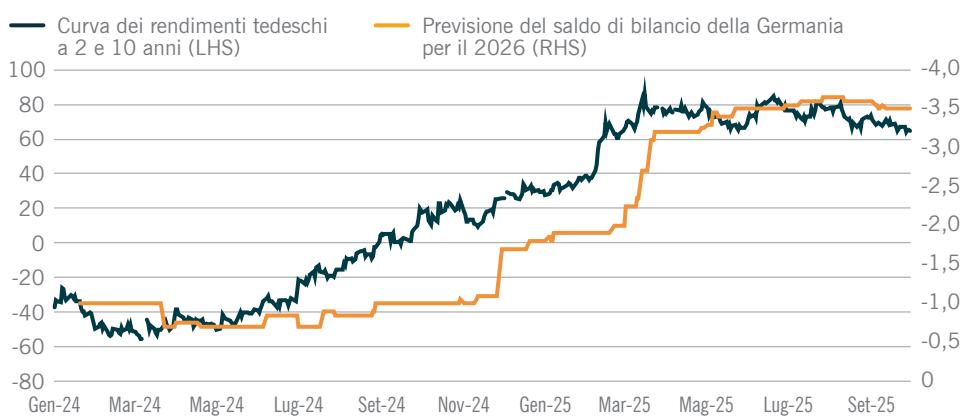
I premi a termine dei Gilt superano quanto giustificato dai fondamentali, dati i solidi meccanismi di controllo istituzionali.

ritardato dei fondi del Next Generation EU nei Paesi della periferia europea. Le ricadute fiscali si avranno in tutta l'area euro: l'Italia, in particolare, beneficerà dell'integrazione delle catene di approvvigionamento e dell'impulso alle riforme.

Queste dinamiche fiscali riposizionano l'Europa da destinataria delle politiche a motore della crescita, con la BCE che mostra un orientamento cautamente restrittivo: prevediamo un aumento dei tassi al 2,25% nella seconda metà del 2026. Ci aspettiamo che i rendimenti dei Bund graviteranno intorno al 3%, che le periferie continueranno a sovrapreformare e che l'EUR/USD salirà verso 1,23 dollari entro la fine del 2026, poiché l'espansione fiscale sosterrà una crescita superiore al trend.

Implicazioni per gli investimenti: preferiamo l'esposizione ai titoli di Stato dei Paesi periferici europei rispetto a quelli dei Paesi core; manteniamo una duration corta sull'euro; ci posizioniamo per un leggero irridipimento della curva, poiché l'accelerazione delle politiche fiscali sostituisce gli stimoli monetari.

Figura 2: L'aumento del deficit di bilancio sostiene una curva dei Bund più ripida



Fonte: Bloomberg, al 24 ottobre 2025

3. Resilienza fiscale del Regno Unito: rischio sopravvalutato in un contesto vincolato

Il Regno Unito continua a mostrare una resilienza apparente, mentre i mercati del lavoro si indeboliscono. Il debito pubblico supera il 100% del PIL con un deficit strutturale vicino al 5,7%, ma le istituzioni fiscali rimangono credibili. Il governo deve affrontare un requisito di consolidamento di circa 35-50 miliardi di sterline per il budget di novembre, che prevediamo avverrà principalmente attraverso aumenti delle imposte a breve e medio termine e una moderata riduzione della spesa, cercando di evitare l'attuazione di una manovra di bilancio inflazionistica.

Sebbene, nel complesso, i flussi degli investitori giapponesi continuino a privilegiare i mercati obbligazionari internazionali, l'aumento dei rendimenti degli asset locali stanno stimolando l'interesse a livello domestico.

Tuttavia, i mercati continuano a sopravvalutare il rischio fiscale. I premi a termine dei Gilt superano quanto giustificato dai fondamentali, date le solide misure di salvaguardia istituzionali e le regole fiscali che rimangono imprescindibili nel budget autunnale di novembre, anche se le misure di aumento delle entrate devono dimostrarsi credibili e non essere in gran parte posticipate. La nostra previsione di un tasso terminale della Banca d'Inghilterra (BoE) del 3,25% (tasso di base attuale del 4%) ci porta a ipotizzare un ulteriore taglio dei tassi della BoE a dicembre 2025, che dovrebbe sostenere i Gilt a medio termine. Prevediamo inoltre una compressione dei Gilt a lungo termine.

Implicazioni per gli investimenti: privilegiamo i Gilt a cinque anni, i cui rendimenti reali sono interessanti; ci focalizziamo sui Gilt a lungo termine rispetto ai Treasury USA; prevediamo un graduale allentamento della BoE e una rinnovata domanda di Gilt con l'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche e del premio di rischio fiscale britannico a lungo termine.

4. Normalizzazione della politica giapponese: un catalizzatore silenzioso per la rivalutazione globale

Dopo essere stato in prima linea nell'adozione di tassi ultra-bassi e negativi, il Giappone sta finalmente cambiando rotta.

La fine del controllo della curva dei rendimenti da parte della Banca del Giappone e i cauti aumenti dei tassi riflettono una crescita salariale più solida e un'inflazione interna persistentemente elevata.

Nel frattempo, i due motori fiscali del governo - i budget record per la difesa e gli investimenti green - stanno sostenendo le prospettive di crescita economica, ulteriormente favorite dal "Takaichi" trade, che riflette l'orientamento del nuovo primo ministro verso l'Abenomics, ovvero una politica fiscale e monetaria espansiva.

Il Giappone non è più l'eccezione mondiale con rendimenti pari a zero. Sebbene, nel complesso, i flussi degli investitori giapponesi continuino a orientarsi verso i mercati obbligazionari internazionali, l'aumento dei rendimenti degli asset locali sta suscitando interesse a livello nazionale, facendo crescere leggermente i tassi reali minimi globali e aggiungendo una nuova fonte di volatilità tra i mercati.

Implicazioni per gli investimenti: prevediamo una leggera pressione al rialzo sui rendimenti globali; manteniamo un'esposizione con copertura alle azioni giapponesi che beneficiano della spesa fiscale e della reflazione; manteniamo una visione cautamente rialzista per lo yen rispetto al dollaro USA fino alla fine del 2026.

Figura 3: Il premio di rischio fiscale mantiene elevato il cambio USDJPY



Fonte: Bloomberg, al 24 ottobre 2025

5. Adeguamento strutturale della Cina: stabilizzazione, non riaccelerazione

Il percorso di crescita della Cina si stabilizzerà intorno al 4,0-4,5% nel 2026, riflettendo difficoltà strutturali piuttosto che una debolezza ciclica.

I dati recenti indicano una stabilizzazione provvisoria: il PIL del terzo trimestre è stato del 4,8% su base annua, sostenuto da una serie di misure quasi fiscali, tra cui l'iniziativa di emissioni di bond da 500 miliardi di RMB, tagli mirati dei tassi di 10 punti base (pb) e riduzioni dei requisiti di riserva di 50-100 pb.

Il sostegno politico rimane mirato piuttosto che generalizzato, volto a stabilizzare la fiducia piuttosto che a rilanciare la leva finanziaria. L'economia continua ad essere trainata da settori selezionati; la tecnologia, l'energia pulita e la robotica sono in espansione, mentre i settori immobiliare e degli enti locali sono in contrazione.

Le dinamiche esterne complicano il quadro. Le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina sono riemerse, con nuove minacce di dazi e restrizioni strategiche alle esportazioni che sono riemerse in vista del vertice Trump-Xi e delle riunioni sul 15° piano quinquennale alla fine del 2025. Anche se potrebbe seguire un modesto sostegno ai consumi, il prossimo piano continuerà a concentrarsi sulla produzione avanzata, l'intelligenza artificiale e l'indipendenza della catena di approvvigionamento.

Implicazioni per gli investimenti: privilegiamo il credito asiatico di alta qualità con il sostegno delle politiche; abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni sul debito dei mercati emergenti; suggeriamo di proteggersi dalla volatilità del renminbi e dal rischio legato ai dazi nel 2026.

6. Il superciclo della produttività dell'IA: l'aumento degli investimenti ridefinisce la crescita

Gli investimenti nell'intelligenza artificiale stanno passando dalla fase di hype a quella di esecuzione. Le aziende stanno accelerando la spesa per infrastrutture di data center, semiconduttori e automazione, alimentando un nuovo ciclo di aumento del capitale che compensa il rallentamento demografico e aumenta il potenziale di crescita nelle economie avanzate.

I settori legati all'intelligenza artificiale sono ora un motore fondamentale del commercio di beni, della domanda di energia e dei margini aziendali. L'ampiezza degli utili rimane limitata, ma sta gradualmente crescendo man mano che l'adozione di estende oltre i leader mega-cap. Stimiamo che i guadagni di produttività legati all'intelligenza artificiale potrebbero aumentare la crescita potenziale a medio termine di 0,3-0,5 punti percentuali, contribuendo a sostenere i profitti anche se i tassi reali rimangono più elevati più a lungo.

Questo boom strutturale delle spese in conto capitale collega l'arco fiscale del ciclo a quello tecnologico: sia i governi che le aziende stanno ridefinendo l'economia globale.

Implicazioni per gli investimenti: manteniamo un'esposizione selettiva alle società e ai titoli di credito legati all'ecosistema dell'intelligenza artificiale e delle infrastrutture energetiche; diversifichiamo tra le diverse aree geografiche e i beneficiari della catena di approvvigionamento; monitoriamo la concentrazione delle valutazioni mentre la diffusione continua.

2026: dal dominio fiscale alla dispersione strutturale

In tutte le principali regioni, è ora la politica fiscale, e non quella monetaria, a definire il ciclo macroeconomico.

L'inflazione sta diminuendo, ma rimane disomogenea tra i vari paesi; le strategie fiscali divergono e i cicli politici influenzano sempre più il comportamento del mercato.

L'economia globale sta entrando in un'era di dispersione strutturale, in cui gli investitori devono destreggiarsi tra molteplici regimi politici invece di seguire un unico percorso sincronizzato.

Il 2026 metterà alla prova gli investitori che dovranno pensare in modo diverso alla politica, alla volatilità e alla disciplina fiscale.

Il macro trade facile è finito; le opportunità di investimento dipenderanno dalla selettività, dal valore relativo e dalla chiarezza sulla narrativa fiscale che si intende finanziare.

Dall'aritmetica del debito di Washington all'impennata degli investimenti di Berlino, dalla tranquilla normalizzazione di Tokyo alla ricalibrazione strutturale di Pechino, il ciclo globale sta subendo una profonda trasformazione e gli investitori possono posizionarsi al meglio attraverso una gestione attiva per beneficiare della dispersione.

L'economia globale sta entrando in un'era di dispersione strutturale, in cui gli investitori devono destreggiarsi tra molteplici regimi politici.

Prospettive macroeconomiche globali



Temi di investimento

- La spesa pubblica e le priorità politiche influenzano ora i mercati più dei tassi delle banche centrali.
- I diversi percorsi regionali creano opportunità nel mercato valutario e del debito sovrano.
- Il ciclo pluriennale delle spese in conto capitale per l'AI sta ridefinendo i flussi di capitale verso i semiconduttori, le infrastrutture e le aziende che adottano tecnologie in grado di aumentare i margini.



Asset allocation

- Valutare i beneficiari delle politiche infrastrutturali, di difesa e industriali, poiché la spesa pubblica influenza sempre più i mercati.
- Valutare il posizionamento sulla duration, date le politiche governative divergenti e le diverse sensibilità ai tassi di interesse nelle varie regioni.
- Considerare i Treasury a 10 anni e le strategie basate su una curva più ripida con il ripristino del premio a termine.

Indicatori chiave

29 ottobre

Decisione della banca centrale

Federal Reserve

30 ottobre

Decisione della banca centrale

Banca centrale europea
Banca del Giappone

06 novembre

Decisione della banca centrale

Banca d'Inghilterra

26 novembre

Budget del Regno Unito di novembre

Crescita e inflazione

	CRESCITA DEL PIL			INFLAZIONE COMPLESSIVA			INFLAZIONE CORE		
	Attuale	Giu	Dic	Attuale	Giu	Dic	Attuale	Giu	Dic
Stati Uniti	2,1	1,5	1,8	2,4	3,1	2,4	2,7	3,2	2,4
Area Euro	1,5	1,0	1,6	2,1	1,9	2,2	2,3	2,2	2,2
Regno Unito	1,4	1,3	1,3	3,5	3,6	2,1	—	—	—
Cina	5,2	4,6	4,2	0,0	0,5	—	—	—	—
Giappone	1,7	0,5	0,7	3,5	3,0	2,5	1,6	2,0	1,5

Tassi e FX

	TASSO DI POLITICA MONETARIA			VALUTA			RENDIMENTO A 10 ANNI		
	Attuale	Giu	Dic	Attuale	Giu	Dic	Attuale	Giu	Dic
Stati Uniti	4,25	4,00	3,50	—	—	—	4,11	4,25	4,25
Area Euro*	2,00	2,00	2,25	1,16	1,19	1,22	2,68	3,00	3,15
Regno Unito	4,00	3,75	3,25	1,34	1,37	1,38	4,71	4,2	4,05
Cina	1,40	1,30	1,20	7,12	7,10	7,00	1,87	1,60	1,60
Giappone	0,50	0,75	1,00	152	143	138	1,69	1,65	1,70

Nota: le colonne "Attuale" riflettono: per i dati macroeconomici, gli ultimi dati trimestrali disponibili; per i mercati, gli ultimi dati giornalieri disponibili al 7 ottobre 2025. *Riflette il rendimento del decennale tedesco.

Per ulteriori informazioni, visitare il sito nuveen.com.

Note finali

Fonti

Tutti i dati di mercato ed economici provengono da Bloomberg, FactSet e Morningstar.

Il presente materiale non costituisce una raccomandazione o un consiglio di investimento, non rappresenta una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia di investimento e non è fornito in qualità di fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifiche di alcun investitore particolare, né suggeriscono alcuna linea di condotta specifica. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e previa consultazione con i propri consulenti finanziari.

Le opinioni e i pareri espressi hanno scopo puramente informativo ed educativo alla data di produzione/redazione e possono cambiare in qualsiasi momento senza preavviso in base a numerosi fattori, quali condizioni di mercato o di altro tipo, sviluppi normativi e regolamentari, rischi e incertezze aggiuntivi, e potrebbero non verificarsi. Il presente materiale può contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica.

Tali informazioni possono includere, tra le altre cose, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e composizione del portafoglio proposta o prevista. Qualsiasi modifica alle ipotesi che potrebbero essere state formulate nella preparazione del presente materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo.

ARTICOLO DI OPINIONE. SI PREGA DI CONSULTARE LE INFORMAZIONI IMPORTANTI RIPORTATE NELLE NOTE FINALI.

07 | Commento trimestrale **Ottobre 2025**

I rendimenti passati non sono indicativi né garantiscono risultati futuri. Investing involves risk; principal loss is possible.

L'investimento comporta dei rischi; è possibile la perdita del capitale.

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non vi è alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità o alla completezza attuali di tali informazioni, né alcuna responsabilità per le decisioni basate su di esse, che non devono essere considerate attendibili in quanto tali. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, consultare il glossario su nuveen.com. Si prega di notare che non è possibile investire direttamente in un indice.

Informazioni importanti sul rischio

Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio e non vi è alcuna garanzia che un investimento fornirà una performance positiva in un determinato periodo di tempo. Gli investimenti azionari comportano dei rischi. Gli investimenti sono inoltre soggetti a rischi politici, valutari e normativi. Tali rischi possono essere amplificati nei mercati emergenti. Come asset class, gli asset reali sono meno sviluppati, più illiquid e meno trasparenti rispetto alle asset class tradizionali. Gli investimenti saranno soggetti ai rischi generalmente associati alla proprietà di asset immobiliari e agli investimenti esteri, inclusi cambiamenti nelle condizioni economiche, valori valutari, rischi ambientali, costo e possibilità di ottenere assicurazioni e rischi relativi alla locazione di immobili.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni di investimento attraverso i propri specialisti in materia.

Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia di investimenti ai sensi della MiFID.