

## GLOBAL MACRO VIEWS

# Politiche fiscali al banco di prova: quali scenari per i mercati obbligazionari?

L'era della flessibilità fiscale espansiva sembra avvicinarsi al proprio epilogo. Da Washington a Tokyo, i mercati obbligazionari si stanno dimostrando sempre più sensibili all'aumento dei livelli di debito sovrano.

La proposta di approvazione della manovra di bilancio statunitense, dell'ordine di migliaia di miliardi di dollari, ha sospinto i rendimenti dei Treasury a lungo termine verso massimi pluriennali. L'asta dei titoli di Stato ventennali giapponesi di maggio, caratterizzata da una domanda debole, ha evidenziato la fragilità anche dei mercati storicamente più resilienti. Sul fronte europeo, i gilt britannici permangono sotto osservazione a causa della contrazione degli spazi di manovra fiscale, mentre la Germania ha significativamente modificato il proprio "freno al debito" per consentire un'espansione della spesa per la difesa.

### Il rischio sovrano riemerge come fattore critico nei mercati

L'espansione del debito non è più meramente teorica: sta generando volatilità, incrementando il costo del capitale e contraendo gli investimenti pubblici. Con l'aumento degli oneri per il servizio del debito, i mercati stanno attivamente ricalibrando la valutazione del rischio fiscale di lungo termine. Le implicazioni si manifestano attraverso curve dei rendimenti più ripide, maggiore vulnerabilità del dollaro statunitense e accresciuta sensibilità alle decisioni di policy.

Negli Stati Uniti, la 'Big Beautiful Bill' proposta potrebbe comportare un incremento del debito federale dell'ordine di migliaia di miliardi. Anche una versione ridimensionata della manovra alimenterebbe la spesa pubblica, sospingendo il deficit di bilancio dall'attuale 6% circa del PIL oltre il 7% entro il 2028 - un livello significativamente elevato rispetto ai benchmark storici per una fase non recessiva.

La criticità principale risiede nelle prospettive successive. Le proiezioni di bilancio incorporano l'ipotesi di scadenza degli sgravi fiscali per migliorare la traiettoria del deficit post-2028. Tuttavia, nell'eventualità di una proroga di tali misure - scenario ritenuto probabile - il deficit potrebbe superare l'8%, significativamente al di sopra della media annuale del 6% del PIL prevista dal Congressional Budget Office per il prossimo decennio.



**Laura Cooper**  
*Head of Macro Credit, Nuveen*



**Quinn Brody**  
*Senior Macro Analyst*

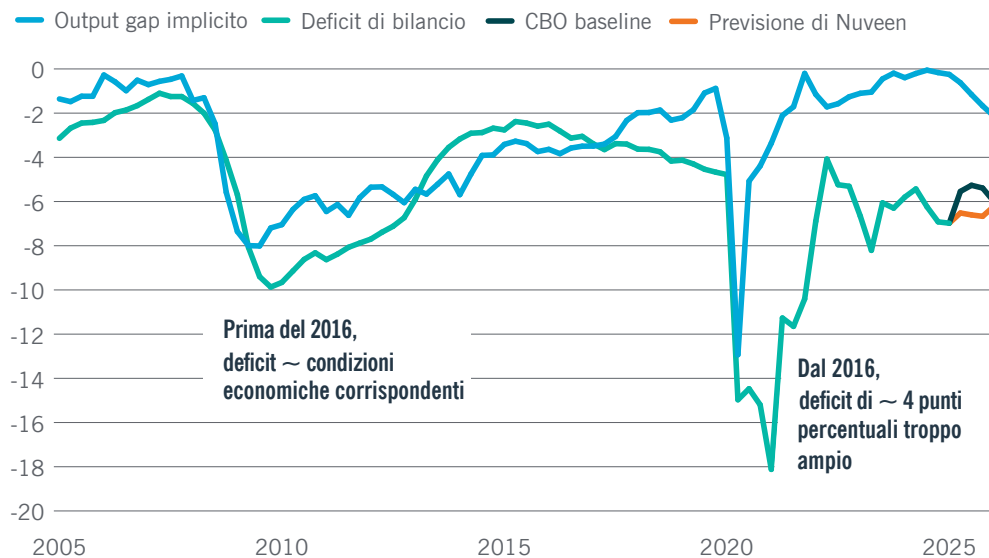
**L'elevata liquidità dei mercati del debito sovrano permette una rapida riallocazione dei portafogli, elevando l'affidabilità delle politiche fiscali a elemento distintivo nelle decisioni di asset allocation.**

Gli investitori obbligazionari stanno adeguando il proprio posizionamento di conseguenza. Il premio a termine decennale statunitense - misura del rendimento addizionale richiesto dagli investitori per l'esposizione a scadenze più lunghe - è tornato decisamente in territorio positivo, riflettendo la crescente incertezza sulla traiettoria di lungo termine della politica fiscale.

### **Le divergenze nelle politiche fiscali: impatti sui premi a termine e sulla dinamica valutaria**

In un contesto caratterizzato dalla crescente attenzione dei mercati verso i rischi fiscali statunitensi, gli investitori istituzionali stanno conducendo un'analisi comparativa delle dinamiche fiscali su scala globale. Nell'attuale scenario di elevata interconnessione dei mercati obbligazionari, emerge una significativa eterogeneità nei premi a termine: la marcata liquidità degli strumenti di debito sovrano consente una rapida riallocazione dei portafogli, elevando la solidità delle politiche fiscali a fattore discriminante nelle decisioni di investimento.

**Figura 1: Squilibrio strutturale dei conti pubblici USA**



Fonte dei dati: Bloomberg, Congressional Budget Office

Nel corso degli ultimi esercizi, le giurisdizioni caratterizzate da incrementi più significativi del debito pubblico hanno evidenziato le maggiori espansioni dei premi a termine. Tale dinamica riflette la crescente attenzione verso la sostenibilità fiscale di lungo periodo, più che le aspettative di breve termine su crescita e inflazione (cfr. figure 2 e 3). Questo premio al rischio fiscale in espansione influenza non solo i rendimenti obbligazionari, ma anche le dinamiche valutarie: gli investitori manifestano una sensibilità crescente all'impatto delle politiche fiscali sulla domanda di asset di riserva e sulle parità valutarie.

### **Evidenze internazionali: gilt britannici e l'apparente stabilità nipponica**

L'impatto di queste dinamiche fiscali emerge con evidenza nei principali mercati sviluppati, dal Regno Unito al Giappone, dove fattori idiosincratici amplificano le pressioni globali, riverberandosi sui flussi valutarie e di capitale internazionali.

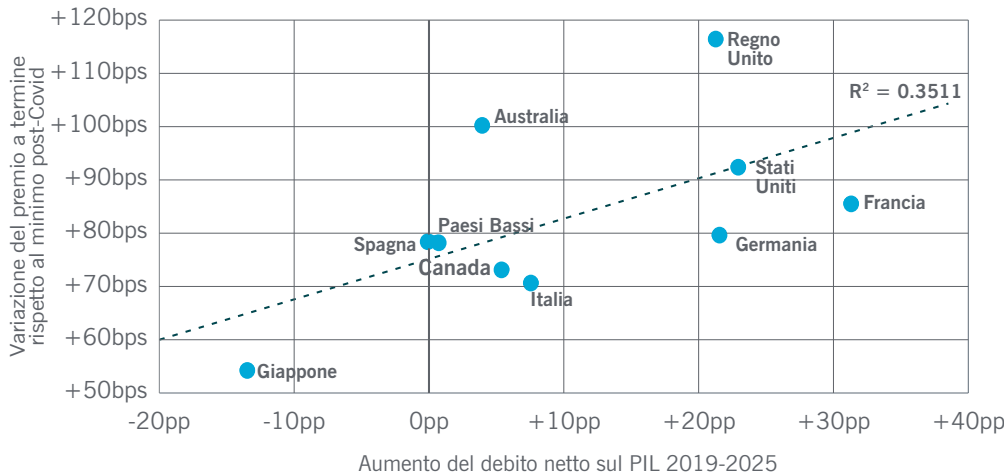
Nel contesto britannico, il mercato dei gilt si trova in una posizione di particolare vulnerabilità, compreso tra le pressioni di repricing globali e le incertezze fiscali domestiche. Gli strumenti, caratterizzati da un'elevata correlazione con i

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

**La politica fiscale e la sostenibilità del debito si configurano come driver primari e influenzano le dinamiche sia del mercato obbligazionario sia dei mercati valutari.**

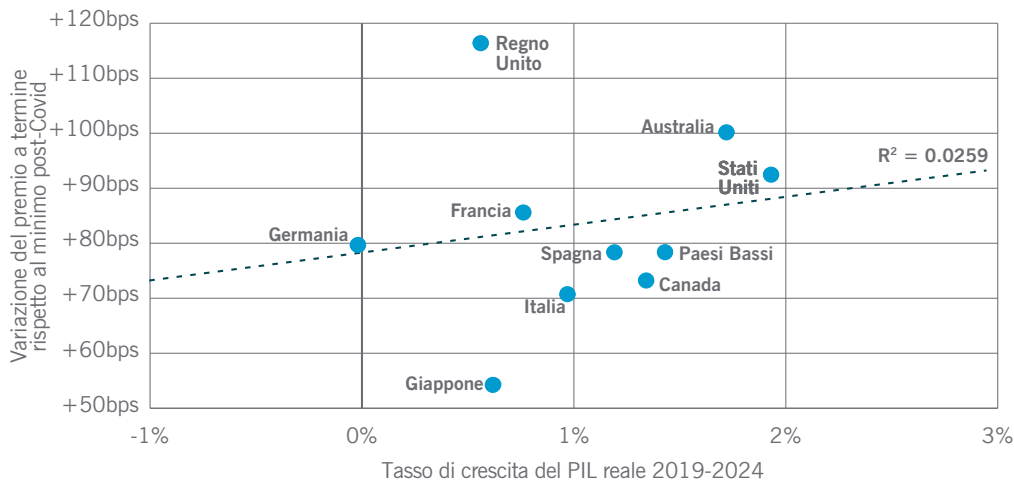
Treasury statunitensi e i Bund tedeschi, presentano una significativa sensibilità alle variazioni del sentiment globale. Le criticità locali - incluse la contrazione degli spazi di manovra fiscale e i segnali di cautela emanati dalla Bank of England in presenza di persistenti pressioni salariali - accentuano il rischio di steepening della curva e di volatilità prolungata. Nella nostra analisi, un ulteriore deterioramento del quadro macroeconomico, indotto dall'incremento degli oneri contributivi a carico dei datori di lavoro, potrebbe temporaneamente eclissare le preoccupazioni di natura fiscale, determinando una compressione dei rendimenti dei gilt entro fine 2025.

**Figura 2: L'aumento dell'indebitamento spinge i premi a termine**



Nota: pb: punti base; pp: punti percentuali  
Fonte: FMI, Bloomberg.

**Figura 3: I tassi di crescita non sono sufficienti a guidare i premi a termine**



Fonte: Bloomberg.

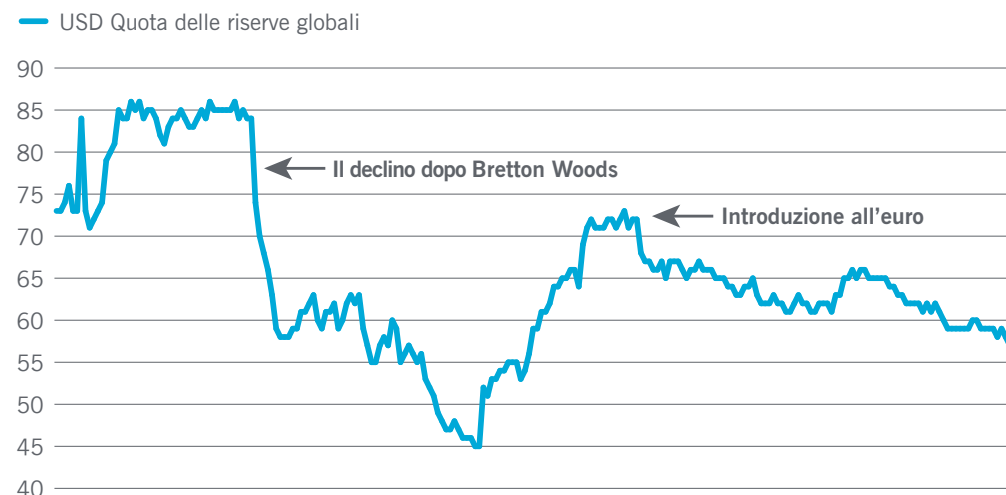
Le giurisdizioni che hanno registrato gli incrementi più significativi nell'indebitamento pubblico evidenziano un'espansione più marcata dei premi a termine. Tale correlazione riflette la crescente attenzione degli operatori verso la sostenibilità fiscale di lungo termine, più che le aspettative congiunturali su crescita e inflazione (cfr. figure 2 e 3). L'espansione del premio al rischio fiscale influenza non solo la dinamica dei rendimenti obbligazionari, ma anche l'evoluzione dei mercati valutari: gli investitori mostrano una sensibilità accentuata all'impatto delle politiche fiscali sulla domanda di reserve asset e sugli equilibri valutari.

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

## Prospettive per il dollaro: scenario di riequilibrio graduale

Il contesto attuale delle dinamiche fiscali e di mercato fornisce una chiave interpretativa dell'evoluzione del dollaro statunitense che, pur mantenendo il proprio status di valuta di riserva globale, sta attraversando una fase di progressivo riallineamento valutativo. L'espansione del debito federale e l'ampliamento dei deficit gemelli statunitensi alimentano da tempo interrogativi sulla sostenibilità di lungo termine della divisa americana. Sebbene uno scenario di crisi acuta appaia improbabile, le pressioni fiscali stanno progressivamente erodendo il premio strutturale del dollaro.

**Figura 4: Diminuzione delle riserve in dollari USA dal 2000**



Fonte dei dati: Fondo Monetario Internazionale.

La domanda internazionale di Treasury mantiene livelli di stabilità, con i flussi di acquisto provenienti da Giappone, Regno Unito e altre giurisdizioni che compensano la riduzione dell'esposizione cinese.

Tuttavia, emerge con evidenza la ricerca di asset alternativi. Sebbene la resilienza del dollaro tragga sostegno dall'ampiezza e dalla profondità dei mercati, le prospettive di apprezzamento appaiono più contenute. Lo scenario più plausibile delinea un indebolimento secolare graduale - in contrapposizione a un'ipotesi di crisi acuta - caratterizzato da una progressiva riallocazione dei portafogli verso asset di riserva alternativi.

## Strategie di portafoglio in un contesto di rinnovata rilevanza del debito

L'era caratterizzata da tassi ultra-accomodanti e politiche fiscali espansive senza vincoli appare ormai conclusa. In questo mutato scenario, gli investitori sono chiamati a implementare strategie più sofisticate, con particolare attenzione a: • Gestione del rischio di duration • Processo di selezione degli emittenti sovrani • Analisi della resilienza fiscale • Calibrazione dell'esposizione valutaria.

Sebbene un ritorno a politiche di austerità non appaia imminente, i mercati obbligazionari stanno incorporando nei rendimenti sovrani a lungo termine aspettative di maggiore disciplina fiscale, riflettendo al contempo l'evoluzione dei rischi valutari. La navigazione efficace di questa nuova fase, caratterizzata dalla centralità delle politiche fiscali e della sostenibilità del debito quali driver fondamentali sia per il reddito fisso sia per i mercati valutari, richiede: **focus su asset di elevata qualità, implementazione di strategie di gestione attiva e approccio strutturato alla diversificazione globale.**

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

---

**Per ulteriori informazioni,  
visitare il sito [nuveen.com](https://nuveen.com).**

#### **Note finali**

#### **Fonti**

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

Questo materiale non è da intendersi come una raccomandazione o un consiglio d'investimento, non costituisce una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia d'investimento e non è fornito a titolo fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi specifici o delle circostanze di un particolare investitore, né suggeriscono una specifica linea d'azione. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e consultando i suoi professionisti finanziari.

I punti di vista e le opinioni espresse sono solo a scopo informativo ed educativo alla data di produzione/scrittura e possono cambiare senza preavviso in qualsiasi momento in base a numerosi fattori, come le condizioni di mercato o di altro tipo, gli sviluppi legali e normativi, ulteriori rischi e incertezze e potrebbero non verificarsi. Questo materiale può contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica.

Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e la composizione proposta o prevista del portafoglio. Eventuali modifiche alle ipotesi che possono

essere state fatte nella preparazione di questo materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo. **I risultati passati non predicano né garantiscono i risultati futuri.** L'investimento comporta dei rischi; la perdita del capitale è possibile.

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non vi è alcuna dichiarazione o garanzia circa l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza, né alcuna responsabilità per le decisioni basate su tali informazioni e non si deve fare affidamento su di esse. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, si prega di accedere al glossario su [nuveen.com](https://nuveen.com). **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 fornisca una performance positiva per un determinato periodo di tempo. Gli investimenti azionari comportano dei rischi. Gli investimenti sono inoltre soggetti a rischi politici, valutari e normativi. Questi rischi possono essere amplificati nei mercati emergenti. Come asset class, gli asset reali sono meno sviluppati, più illiquidi e meno trasparenti rispetto alle asset class tradizionali. Gli investimenti saranno soggetti ai rischi generalmente associati alla proprietà di beni immobili e agli investimenti all'estero, tra cui le variazioni delle condizioni economiche, i valori valutari, i rischi ambientali, il costo e la capacità di ottenere assicurazioni e i rischi legati alla locazione degli immobili.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni d'investimento attraverso i suoi specialisti d'investimento. Queste informazioni non costituiscono ricerca sugli investimenti secondo la definizione della MiFID.

**DOCUMENTO CONTENENTE OPINIONI. SI VEDANO LE INFORMAZIONI IMPORTANTI NELLE NOTE FINALI.**

WF256600 4596236