

## GLOBAL MACRO VIEWS

# I timori sulle politiche fiscali passano in primo piano?

Il rally del dollaro che ha fatto seguito all'avvio del ciclo di taglio dei tassi da parte della Federal Reserve lascia perplessi molti investitori. Sebbene sia in gran parte spiegabile con il forte aumento dei rendimenti statunitensi dopo il taglio dei tassi a sorpresa di settembre, questo movimento riflette anche la crescente attenzione degli investitori per il preoccupante contesto fiscale.

### Crescenti disavanzi di bilancio

Notando che l'economia globale si trova a un "bivio strategico", il FMI prevede che quest'anno il debito pubblico globale supererà i 100.000 miliardi di dollari e che entro il 2030 salirà al 100% del PIL globale. Quasi tutte le principali economie dovranno fare i conti con un aumento del debito e decisioni difficili, che a loro volta possono incrementare la volatilità sui mercati, determinare un aumento del costo del capitale al margine e ridurre ulteriore della spesa discrezionale a causa dell'aumento dei costi del servizio del debito.

L'incremento dei rendimenti statunitensi avvenuto a partire da metà settembre, in vista delle elezioni, è stato in parte attribuito ai timori di un prolungamento dell'accomodamento fiscale, con il deficit destinato ad aumentare indipendentemente dal risultato del voto. Il deficit fiscale è già aumentato nonostante un contesto di relativa forza economica, con i costi del servizio del debito saliti al 3,1% del PIL. Gli investitori hanno iniziato a chiedere una maggiore compensazione per il rischio di detenere obbligazioni statunitensi a lungo termine, con il premio a termine a 10 anni\* che è salito sopra lo zero dopo quasi un decennio in negativo.

I timori degli investitori in materia di bilancio si sono manifestati anche nel selloff dei gilt britannici, dopo che una modifica delle normative sul debito da parte del governo laburista britannico hanno impedito di ampliare lo spazio di manovra fiscale. Al contrario, le risorse aggiuntive sono state destinate a spese correnti più elevate e non a spese di investimento che favoriscono la crescita. Il limitato cuscinetto fiscale è stato compresso dal successivo rialzo dei rendimenti, mentre le previsioni di crescita troppo ottimistiche hanno ulteriormente incrementato il rischio di ulteriori aumenti delle tasse in primavera, il che implica una pressione sulla capacità fiscale, già ridotta.



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

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

PRIVO DI ASSICURAZIONE FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | POSSIBILE PERDITA DI VALORE

***Sono necessari  
aggiustamenti  
fiscali molto più  
ampi di quelli  
attualmente  
pianificati per  
stabilizzare il  
debito***

Le sfide di politica fiscale sono già state al centro dell'attenzione in Europa, con i titoli di Stato francesi sotto pressione all'inizio dell'anno. Il bilancio ha confermato un contesto finanziario difficile, con un deficit (in percentuale dell'economia) che dovrebbe salire oltre il 6% quest'anno e rimanere elevato anche nel prossimo. Un buco di bilancio di 60 miliardi di euro deve essere colmato attraverso tagli alla spesa e un aumento delle tasse, e l'incertezza mantiene il premio di rischio per la detenzione di titoli di Stato francesi (rispetto a quelli tedeschi) vicino a livelli visti l'ultima volta nel 2012. Queste dinamiche sono alla base del nostro sottopeso strutturale sui titoli di Stato francesi.

Nonostante un rimbalzo economico a sorpresa nel terzo trimestre, la Germania probabilmente faticherà a ritrovare slancio a causa di venti contrari ciclici e strutturali. Il sentiment dei consumatori rimane basso per l'incertezza legata agli alti costi dell'energia, alle tensioni commerciali e all'inflazione. Anche il mercato del lavoro si sta indebolendo, e i piani di tagli dei posti di lavoro o di delocalizzazione della produzione all'estero pesano sul sentiment. Considerate anche le difficili dinamiche demografiche dell'invecchiamento della popolazione e i fattori strutturali contrari alla crescita, è probabile che si rendano necessari ulteriori sostegni fiscali.

Ampi sostegni fiscali arrivano anche dalla Cina, con il governo che cerca di frenare l'indebolimento della crescita. Il FMI ha avvertito che il Paese si trova ad affrontare sfide fiscali significative a causa dell'aumento dei livelli di debito e della tensione del bilancio fiscale, con effetti a catena a livello globale. Sebbene non sia un rischio imminente, per mantenere la fiducia degli investitori saranno necessarie riforme fiscali strutturali che promuovano la crescita a lungo termine.

## **IL DOLLARO STATUNITENSE CONTINUA IL SUO TREND RIALZISTA MENTRE GLI ONERI FISCALI TORNANO AL CENTRO DELL'ATTENZIONE**



Fonte: Bloomberg.

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

## In che modo le posizioni fiscali difficili influenzeranno i portafogli?

Il FMI osserva che per stabilizzare il debito sono necessari aggiustamenti fiscali molto più consistenti di quelli attualmente previsti, e avverte che i rapporti debito/PIL nei prossimi 3 anni tenderanno a essere in media più alti di sei punti percentuali rispetto alle previsioni. Importanti investitori hanno anche messo in guardia da diversi rischi che vanno dalla “spericolatezza fiscale” a “tutte quelle strade che portano all’inflazione”, mentre le autorità politiche hanno da tempo sollevato preoccupazioni sulla sostenibilità del debito. Queste preoccupazioni si sono manifestate in passato con un pronunciato deprezzamento del dollaro a metà degli anni 2000, attribuito ai timori di una combinazione di deficit commerciali e di bilancio, sebbene anche il mercato toro di allora nell’obbligazionario abbia giocato un ruolo.

In teoria, un deficit insostenibile potrebbe innescare una crisi del dollaro, facendo salire bruscamente l’inflazione e i rendimenti, e la valuta in questo caso fungerebbe da valvola di sfogo. Tuttavia, il fatto che il mercato obbligazionario USA sia il più grande e il più liquido al mondo, conferisce al dollaro uno status unico e una conseguente percezione di sicurezza per gli investitori. Continua la domanda di Treasury da parte degli investitori non statunitensi; anche se alcuni acquirenti, come la Cina, hanno diminuito le loro partecipazioni quest’anno, la domanda di altri è rimasta costante (è il caso del Giappone) o è aumentata (come avvenuto per il Regno Unito).

Investire in un panorama di aumento del debito globale richiede una strategia incentrata sulla diversificazione, sulla gestione del rischio e su asset di qualità. Arriverà il momento dell’austerità, ma gli investitori di lungo termine possono posizionarsi al meglio su asset di alta qualità, beneficiare della profondità dei mercati del credito societario USA ed essere selettivi a livello globale per mitigare i rischi.

[Per maggiori informazioni visitate nuveen.com.](https://www.nuveen.com)

### Note finali

#### Fonti

Il presente materiale non intende costituire una raccomandazione o un consiglio di investimento, non costituisce una sollecitazione all’acquisto o alla vendita di titoli e non è fornito a titolo fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto di specifiche circostanze od obiettivi di un particolare investitore, né suggeriscono uno specifico corso di azione. Le decisioni di investimento dovrebbero essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze di un investitore e in consultazione con i propri consulenti.

I punti di vista e le opinioni espresse sono solo a scopo informativo e 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 realizzarsi.

Questo materiale può contenere informazioni “previsionali” che non sono puramente di natura storica. Tali informazioni possono includere, tra le altre cose, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato, e la composizione del portafoglio proposta o prevista. Eventuali modifiche alle ipotesi che potrebbero essere state effettuate nella preparazione di questo materiale potrebbero avere un impatto materiale sulle informazioni qui presentate modo di esempio. Le performance passate non prevedono né garantiscono risultati futuri. Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, inclusa la possibile perdita del capitale.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo materiale derivano da fonti proprietarie e non proprietarie ritenute attendibili da Nuveen, non sono necessariamente esaustive e non se ne assicura l’accuratezza. Non viene rilasciata alcuna garanzia in merito al fatto che le previsioni formulate si avverino. Il nome di una società è a solo scopo esplicativo, non costituisce una consulenza in materia d’investimento ed è soggetta a modifiche. Gli investimenti citati nel presente materiale non sono necessariamente detenuti in fondi/conti gestiti da Nuveen. È a esclusiva discrezione del lettore fare affidamento sulle informazioni contenute in questo materiale. I giudizi dell’autore non riflettono necessariamente le opinioni di Nuveen nel suo complesso o di parte della stessa. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, accedere al glossario su [nuveen.com](https://www.nuveen.com). **Non è possibile investire direttamente in un indice.**

#### Rischi e altre considerazioni importanti

Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, compresa la possibile perdita del capitale, e non viene fornita alcuna garanzia che un investimento consegua una performance positiva per un qualsiasi periodo di tempo. Le performance passate non garantiscono i risultati futuri. Gli investimenti azionari comportano rischi. Anche gli investimenti sono soggetti a rischi politici, valutari e normativi. Questi rischi potrebbero essere amplificati nei mercati emergenti. Come classe di attivi, gli asset reali sono meno sviluppati, più illiquidi e meno trasparenti rispetto a quelli finanziari classi di attività tradizionali. Gli investimenti saranno soggetti ai rischi generalmente associati alla proprietà delle attività immobiliari e degli investimenti esteri, compresi i cambiamenti nelle condizioni economiche e nella valuta valori, rischi ambientali, costo e capacità di ottenere un’assicurazione e rischi legati al leasing di proprietà.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni di investimento attraverso i suoi specialisti in investimenti.

Queste informazioni non costituiscono una ricerca sugli investimenti come definita dalla MiFID.

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

PRIVO DI ASSICURAZIONE FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | POSSIBILE PERDITA DI VALORE

1849050 3997811-0125