

# Shifts & Narratives

#19 | Giugno 2022

*L'illusione fiscale: nessun  
"free lunch" per gli investitori*

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

Comunicazione di Marketing. Riservato unicamente agli investitori professionali. Non è autorizzata la distribuzione al pubblico.

---

## Autore



**Pascal BLANQUÉ,**  
Chairman of the Amundi Institute

---

### La panacea della politica fiscale a costo zero

Oggi la questione se ci sia spazio per una politica fiscale più aggressiva è politicamente scottante. Negli Stati Uniti, il dibattito diverrà probabilmente ancora più acceso con l'avvicinarsi delle elezioni di *midterm*, che corrono il rischio di diventare una valutazione delle politiche del presidente Biden, in particolare dell'eccessiva spesa fiscale in risposta alla pandemia da Covid-19 e del suo conseguente impatto sull'economia. Alla spesa fiscale viene imputato di essere una delle cause principali dell'aumento dell'inflazione; tuttavia, potrebbe essere necessaria una sua ulteriore espansione qualora l'economia statunitense rallenti più del previsto, soprattutto ora che ci si sta avvicinando rapidamente alla data del voto. Anche in Europa sono necessari maggiori interventi fiscali per sovvenzionare i prezzi dell'energia alle stelle e per limitare l'impatto economico del conflitto ucraino. Al contempo, si alzano voci preoccupate che chiedono se le regole del patto armonizzato di stabilità e crescita siano ancora adatte all'Unione.

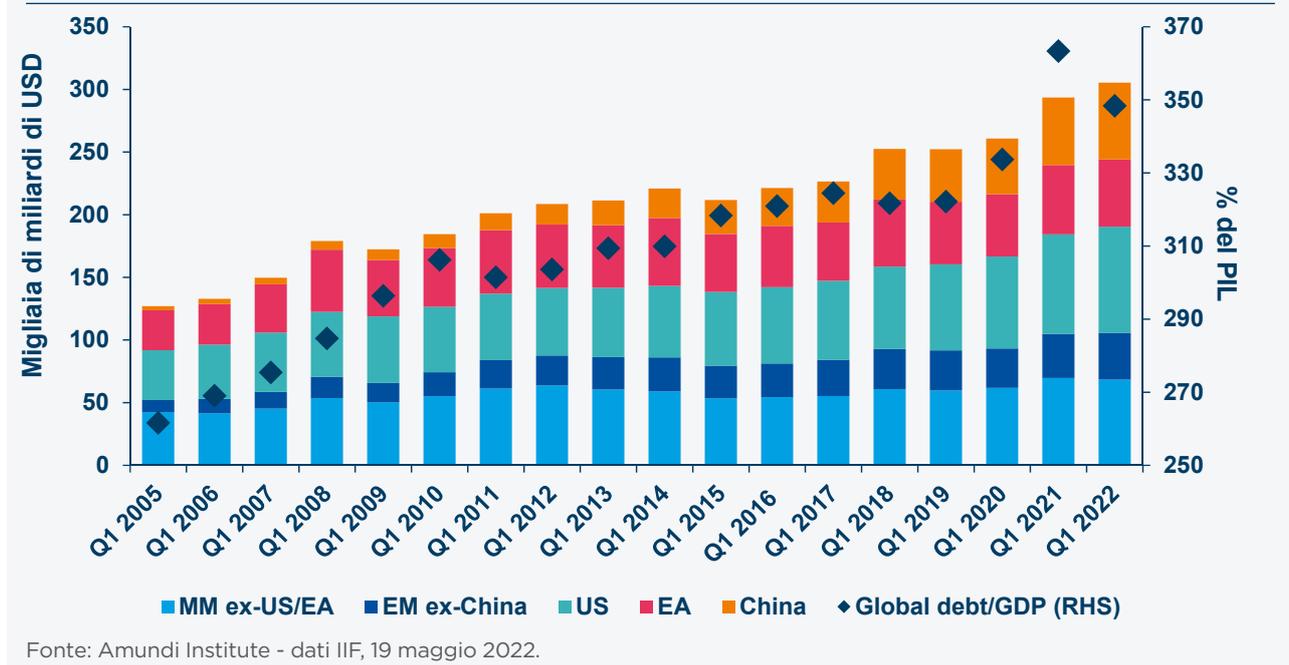
Inoltre, la valutazione dell'entità e della portata degli stimoli fiscali implica anche una revisione del ruolo della politica monetaria. Per molti anni, essa ha avuto un ruolo dominante nel policy mix. È stata largamente considerata una sorta di panacea in grado di sanare le ferite della Grande crisi finanziaria in un mondo a bassa crescita e a bassa inflazione. A poco a poco, i limiti delle politiche non convenzionali stanno

però diventando evidenti. Nonostante i tassi di interesse bassi, e talvolta negativi, siano stati un debole incentivo per gli investimenti, tutte le risorse erogate dai politici sono state incanalate nei mercati finanziari invece che nell'economia reale, generando una discrepanza tra i prezzi di mercato e i valori fondamentali. Di conseguenza si è ampliato, anche se indirettamente, il divario in termini di diseguaglianze sociali.

Nonostante ciò, a partire dalla pandemia causata dal Covid 19, e in seguito con l'aggravarsi della situazione dovuta al conflitto in Ucraina, la politica fiscale è ritornata prepotentemente sul palcoscenico del policy mix. È stata invocata a gran voce per supportare la crescita in un contesto caratterizzato dalla crisi energetica, attraverso investimenti strutturali e operazioni di rilocalizzazione in alcuni settori strategici come la sanità e la difesa, dove le vulnerabilità dovute a investimenti insufficienti sono state messe a nudo dai recenti sviluppi internazionali. Sul lungo termine la politica fiscale dovrà anche affrontare le sfide strutturali che ci attendono, tra cui la transizione ecologica che richiederà ingenti finanziamenti.

**L'intero dibattito sulla politica fiscale si sta svolgendo in un momento in cui l'accumulo del debito è ai massimi storici** (in termini assoluti e anche in rapporto al PIL), con ampie divergenze tra Paesi e regioni.

Grafico 1. Debito globale a livelli record e in aumento



### Un'idea che si sta diffondendo è che lo spazio per la manovra fiscale sia di fatto illimitato.

Questo concetto si basa sul fatto che i tassi di interesse hanno seguito una china discendente per decenni e che, se il tasso di interesse effettivo  $r$  è inferiore al tasso di crescita  $g$ , possiamo mantenere la sostenibilità del debito e gestire disavanzi di bilancio persistenti nonostante livelli di debito eccezionalmente elevati. Ciò equivale al concetto di "free lunch" fiscale, ovvero di non dovere ripagare il prezzo del debito.

**Questo concetto è un'illusione. Il mito della capacità fiscale illimitata è una trappola per gli investitori, e sul medio termine avrà profonde conseguenze sui loro portafogli.** Allo stesso

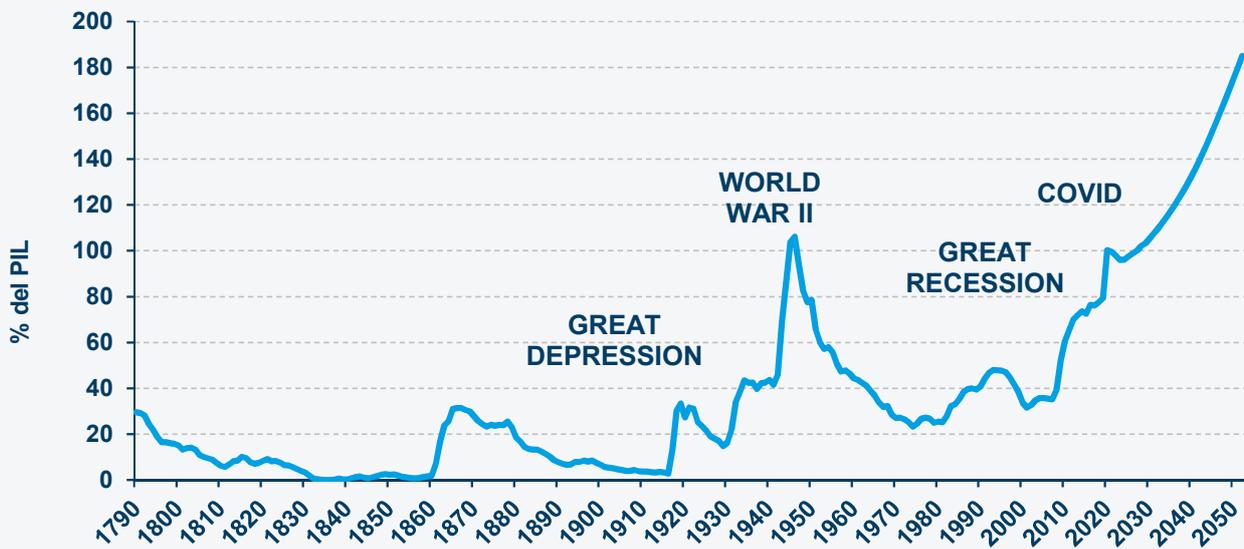
modo, è sbagliato credere che abbia un senso formulare raccomandazioni di politica fiscale standard che vadano bene per tutti, visto e considerato il mondo estremamente frammentato nel quale viviamo. Il caso dell'Unione Europea è emblematico a questo proposito. Regole precise e universali sulla convergenza del rapporto debito/PIL e del deficit si sono rivelate irrealistiche e persino dannose (austerità a tutti i costi). Queste regole sono datate ed è anacronistico pensare che vadano ripristinate. Pertanto, non dobbiamo aspettarci solamente una maggiore frammentazione sul fronte monetario (visto che le banche centrali si trovano in fasi diverse del ciclo di inasprimento), ma anche una frammentazione delle politiche fiscali.

### Perché il 'free lunch' fiscale è un'illusione?

Il "free lunch" fiscale è un'illusione perché si basa sulla considerazione che i tassi di interesse sono stati mantenuti artificialmente bassi mediante misure non convenzionali di politica monetaria e hanno seguito un trend ribassista basato su fattori strutturali. Si tratta di una narrazione che punta a proiettare nel futuro un regime passato, basato sull'idea di aspettative d'inflazione ancorate, tali da consentire alle banche centrali

di controllare la curva dei rendimenti per sempre. **Tuttavia, i livelli dei tassi di interesse fanno la differenza, come evidenziato dall'evoluzione del rapporto tra debito USA e PIL.** Questa falsa convinzione dei tassi di interesse per sempre bassi è stata rafforzata dal quadro normativo predisposto all'indomani della Grande crisi finanziaria. La nuova legislazione ha spinto la domanda di sicurezza, liquidità e di attivi di elevata

Grafico 2. Debito federale detenuto dal pubblico, 1970-2052



Fonte: Amundi Institute, elaborazione dei dati del Congressional Budget Office, 25 maggio 2022.

qualità. Ha reso la parte lunga della curva dei rendimenti particolarmente piatta, anestetizzata e distaccata dai fondamentali. La curva attuale (in particolare la parte lunga) ha perso tutta la sua capacità informativa, al punto che una sua inversione non è più un indicatore affidabile di recessione: da anni abbiamo superato l'idea di "libero mercato" in questo senso.

Va sottolineato che il trend ribassista dei tassi di interesse negli ultimi anni è stato un fenomeno internazionale, perlomeno nei mercati sviluppati, attraverso l'espansione sincronizzata dei bilanci delle banche centrali. Nonostante sui mercati emergenti non si sia verificata una vera e propria riduzione dei tassi di interesse, questi Paesi hanno beneficiato indirettamente della compressione dei tassi negli Stati Uniti (laddove il debito dei mercati emergenti è prezzato in termini di spread rispetto ai Treasury), riducendo il costo complessivo dei finanziamenti (fatte salve alcune eccezioni idiosincratiche). Al contempo, questo trend non è stato osservato in Cina. Lì il regime ha optato per un policy mix equilibrato, così da allontanarsi da un modello di crescita basato sulle esportazioni di prodotti a basso valore aggiunto e sull'eccesso di investimenti e passare a un modello più sostenibile, guidato dalla domanda interna e da una produzione con una filiera a maggior valore aggiunto.

**È evidente che il mondo sta attraversando un profondo cambiamento di regime, fatta salva l'importante eccezione della Cina.** I segnali che indicano questa nuova narrazione possono essere trovati **nella ricomparsa dell'inflazione, anche se nei vari Paesi essa deriva da fonti diverse** (non dimentichiamo che la composizione dei panieri dell'inflazione è diversa da regione a regione). L'inflazione negli Stati Uniti è stata trainata da un mercato del lavoro saturo e da un persistente eccesso di domanda, in parte riconducibile alla politica fiscale attuata mediante iniezioni di liquidità oltremisura volte a contrastare gli effetti della pandemia. In Europa, le principali forze inflazionistiche sono state le catene di approvvigionamento inefficienti e i prezzi alle stelle dell'energia. Nei Paesi emergenti, l'inflazione è stata invece generata perlopiù dagli aumenti dei prezzi degli alimentari.

## Che cosa ci aspetta? Il futuro policy mix e le sue implicazioni per gli investimenti

**Gli investitori tendono a sottovalutare il fatto che, in un cambiamento di regime, i tassi di interesse saliranno e che di conseguenza il margine di manovra fiscale sarà limitato.** Detto in altri termini, non ci sarà un *"free lunch"*. Anche se i tassi di interesse dovranno essere aggiustati, non aumenteranno in maniera sincronizzata e uniforme. Di fatto, stiamo passando da un modello di banca centrale sincronizzato e basato su regole a un modello frammentato.

**Questo cambiamento avrà conseguenze importanti per gli investitori.** Nel reddito fisso, quest'anno è stato finora una vera e propria carneficina per i mercati obbligazionari, colpiti da *drawdown* elevati e dalla correzione delle valutazioni eccessive. Inizialmente le azioni hanno reagito meglio, mantenendo valutazioni più elevate in termini relativi rispetto alle obbligazioni. Di recente, il continuo repricing del rischio ha però avuto un forte impatto anche sulle azioni, soprattutto quelle più sensibili alle dinamiche dei tassi di interesse (il Nasdaq evidenzia un calo del 28% rispetto ai massimi di novembre). Nel complesso, gli investitori che detengono portafogli bilanciati sono alle prese quest'anno con una performance decisamente negativa dei mercati, con pochi spazi ove trovare rifugio.

I sostenitori della retorica della politica fiscale illimitata sostengono anche che la creazione e lo scoppio delle bolle (che l'economista Olivier Blanchard definisce "equilibri delle macchie solari") è un fenomeno limitato. Non è proprio così. Altri elementi insiti nei fenomeni psicologici (ad esempio preferenze, aspettative e appetito per il rischio) hanno gonfiato le valutazioni ben al di sopra dei fondamentali. Questo fenomeno è molto più frequente di quanto comunemente si creda: è precisamente ciò che è accaduto sulle spalle dei tassi di interesse ultra-bassi (a volte addirittura negativi) ed è radicato nella convinzione del "denaro magico" delle banche centrali (si pensi alla narrazione dei "ruggenti anni Venti").

**Il cambiamento di regime attualmente in corso sta catalizzando una verifica della realtà per quanto riguarda la sopravvalutazione delle**

**azioni e delle obbligazioni e solleva degli interrogativi riguardo ai paradigmi del passato (come il fatto che queste due importanti classi di attivo dovrebbero essere correlate negativamente).**

**Quindi in che direzione ci muoviamo? A che punto è il percorso di repricing delle obbligazioni? Per quanto (e fino a che punto) le azioni riusciranno ad assorbire i tassi di interesse elevati? Queste sono alcune delle domande principali che gli investitori dovrebbero porsi oggi.** Le risposte a queste domande dipendono dalla reazione della politica monetaria all'inflazione elevata, nonché dal momento (e dalla misura) in cui si verificherà una reale normalizzazione degli approcci politici. Il livello del 3% è diventato una soglia critica non solo per le obbligazioni ma anche per le azioni (in quanto proxy degli attivi rischiosi).

**Secondo noi non ci sarà una vera e propria normalizzazione della politica.** Le banche centrali rimarranno "dietro la curva" e manterranno il loro orientamento di disinteresse benevolo. I responsabili delle politiche, combattuti tra dare la priorità alla crescita o all'inflazione, si focalizzeranno sulla prima: non saranno dei "killer dell'inflazione" col rischio di soffocare la crescita. I tassi di interesse rimarranno quindi relativamente bassi ancora per un po' di tempo, creando le condizioni per il proseguimento della repressione finanziaria e del dominio fiscale. Inoltre, la transizione energetica, così come le conseguenze derivanti dalla guerra in Ucraina, implicheranno necessariamente un maggiore - e non un minore - grado di accomodamento delle politiche.

**Infine, la soglia del 3%-3,4% dei Treasury decennali USA** (paragonabile a una riduzione di 3.400 miliardi di dollari del bilancio della Federal Reserve nei prossimi tre anni, neutralizzando di fatto ciò che è stato compiuto sinora in termini di iniezioni di liquidità per far fronte alla pandemia da Covid-19) sta iniziando a diventare attraente. La domanda degli investitori (per via dei requisiti normativi essi devono prendere in considerazione questi attivi) garantirà l'autocorrezione dei mercati, limitando il potenziale di un'ulteriore forte correzione delle obbligazioni.

## Nel complesso, possiamo immaginare tre scenari per i possibili policy mix futuri:

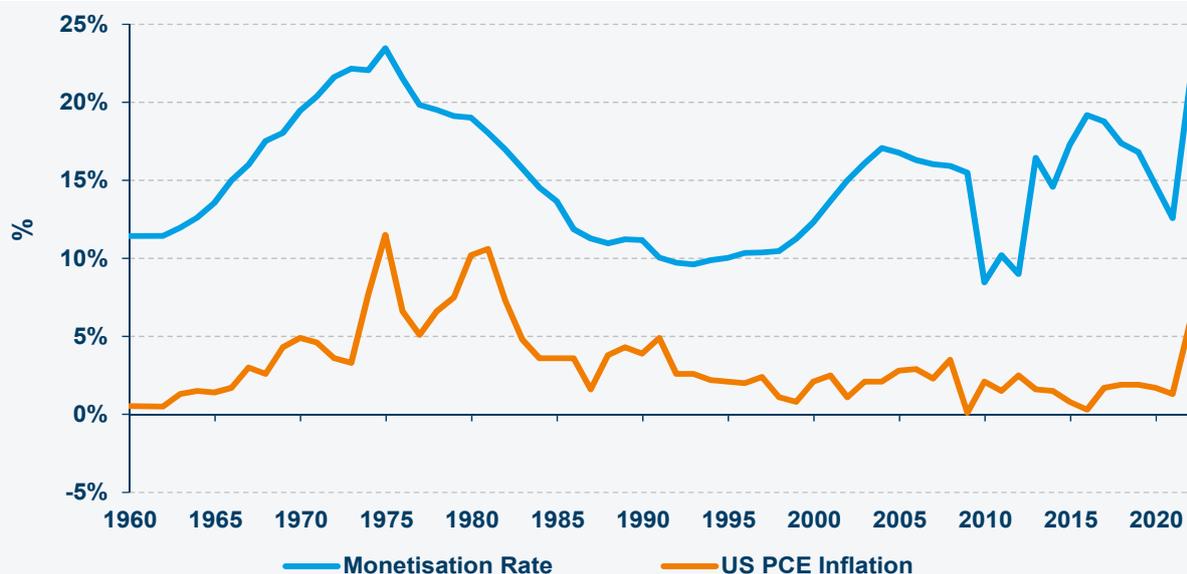
- **Espansione fiscale e piena normalizzazione della politica monetaria.** Questa prima opzione appare finora difficile perché una piena normalizzazione è un killer dello spazio fiscale. I tassi di interesse più alti rendono insostenibili i forti oneri del debito e limitano i margini per ulteriori interventi che potrebbero essere necessari per evitare che si inneschi una recessione qualora le condizioni monetarie siano troppo rigide. Il rischio principale in questo caso sta nella tempistica: le autorità monetarie potrebbero chiudere i rubinetti in modo troppo precipitoso, mentre le autorità fiscali potrebbero intervenire troppo tardi. Sui mercati ciò comporterebbe ulteriori ripiezzamenti al ribasso per gli attivi rischiosi e in particolare per le azioni che sono più sensibili alla dinamica dei tassi di interesse.
- **Una certa espansione fiscale, con le banche centrali che rimarranno chiaramente “dietro la curva” come mossa cooperativa per**

**assecondare l’impulso fiscale.** Questo è il modo migliore per ottimizzare il trade-off tra crescita e inflazione e per organizzare un rallentamento controllato dell’economia: tuttavia, l’inflazione continuerà a correre. In questo caso alcuni attivi rischiosi, in particolare le azioni che distribuiscono dividendi e gli attivi reali, meritano una maggiore esposizione così da tutelarsi contro la minaccia dell’inflazione.

- **Espansione fiscale con piena collaborazione e accomodamento sul fronte monetario.** Ciò porterebbe inevitabilmente a un disancoraggio delle aspettative d’inflazione, e gli investitori non avrebbero quasi più spazi in cui nascondere contanti e attivi reali.

Se si fa poco o nulla sul fronte fiscale, ci sarà un inasprimento meccanico del policy mix complessivo, invertendo la tendenza degli ultimi anni, che avrà come conseguenze ovvie una recessione e un brusco repricing del mercato.

**Grafico 3. Tasso di monetizzazione della Fed e inflazione PCE negli USA**



Fonte: Amundi Institute: elaborazione dei dati del Consiglio dei governatori della Federal Reserve e del Bureau of Economic Analysis, 17 maggio 2022.

Sul medio termine, il cambiamento di regime implica:

- un’inflazione persistentemente più alta;
- gli stimoli fiscali saranno ancora presenti, ma non ci sarà un *free lunch*;
- tassi neutrali più elevati,  $r$  probabilmente diventerà superiore a  $g$  a causa di:
  - i. un innalzamento dei tassi neutrali e dei tassi di interesse effettivi predisposto dalle banche centrali su base temporanea, ma che si rivelerà più permanente quando esse saranno costrette a diventare eccessivamente aggressive oppure

- ii. una situazione di repressione finanziaria insostenibile nel medio termine (ad esempio far fronte alle sfide crescenti per i fondi pensione).

Entrambi i casi sono inizialmente favorevoli agli attivi rischiosi ma finiranno col richiedere un re-rating delle azioni perché (a) il tasso nominale è superiore all'inflazione o (b) gli acquisti di obbligazioni richiedono la vendita di titoli azionari.

- una frammentazione delle politiche fiscali e monetarie invece di una politica monetaria unica o di "spazi fiscali" e, di conseguenza, maggiori opportunità di valore relativo e di diversificazione;
- nel settore azionario, un orientamento verso i fondamentali, un re-rating degli utili e dei rendimenti attesi dei Treasury decennali in un range del 5%-5,5% sul mercato statunitense.



#### Disclaimer

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite unicamente a scopo informativo. Questo documento non costituisce un'offerta di vendita, una sollecitazione di un'offerta di acquisto, o una raccomandazione di qualsiasi titolo o qualsiasi altro prodotto o servizio. Eventuali titoli, prodotti o servizi a cui si fa riferimento non possono essere registrati per la vendita presso l'autorità competente nella vostra giurisdizione e non possono essere regolamentati o controllati da qualsiasi autorità governativa o simile nella vostra giurisdizione. Tutte le informazioni contenute in questo documento possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in qualsiasi forma e non possono essere utilizzate come base o come componente di qualsiasi strumento finanziario o prodotto o indice. Inoltre, nulla in questo documento è destinato a fornire consulenza fiscale, legale o di investimento. Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute in questo documento sono di Amundi Asset Management S.A.S. al [25 Maggio 2022](#). La diversificazione non garantisce un profitto, né garantisce contro una perdita. Il presente documento è fornito «così com'è» e l'utente di questa informazione assume l'intero rischio di qualsiasi uso fatto di queste informazioni. I dati storici e le analisi non dovrebbero essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi o previsione futura delle performance. Le opinioni espresse in merito alle tendenze economiche e di mercato sono quelle dell'autore e non necessariamente di Amundi Asset Management S.A.S. e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento sulla base delle condizioni di mercato e di altro tipo, e non ci può essere alcuna garanzia che i paesi, i mercati o i settori avranno i risultati attesi. Queste opinioni non devono essere considerate consigli di investimento, raccomandazioni su titoli, o indicazione sulla negoziazione di qualsiasi prodotto di Amundi. Gli investimenti comportano rischi, compresi quelli di mercato, politici, di liquidità e valutari. Inoltre, in nessun caso Amundi avrà alcuna responsabilità di eventuali danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, consequenziali (ivi inclusa, senza limitazioni, la perdita di profitti) o qualsiasi altro danno derivante dal suo utilizzo.

Data di primo utilizzo: [1 giugno 2022](#).

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 Paris-[www.amundi.com](http://www.amundi.com).