

# T con Zero

La seconda generazione

N. 28 – SETTEMBRE 2024

## Ogni promessa è debito

*Ogni promessa è debito.* Raramente questo detto è più vero che in campagna elettorale. A chiunque segua la politica sarà capitato di sentire promesse, che possono suonare difficili da mantenere anche a un ascolto distratto, di interventi di politica economica a sostegno delle istanze di vari gruppi di interesse che siano in grado di spostare voti. In teoria, in molti Paesi, la legge imporrebbe di presentare proposte che abbiano un'adeguata copertura finanziaria. In altri termini, quando ci si presenta a chiedere il consenso dei cittadini con un programma che preveda spese, bisognerebbe anche sapere di poter avere le risorse a disposizione quando serviranno, o almeno avere un piano credibile per procurarsele. Ma questo è uno di quei casi in cui la teoria e la pratica in teoria dovrebbero essere la stessa cosa, mentre in pratica sono molto diverse. E così, chi più chi meno, molti Paesi nel mondo si sono ritrovati con un debito pubblico, a livello sia di governi centrali sia, sovente, di amministrazioni locali, che nei decenni è cresciuto molto.

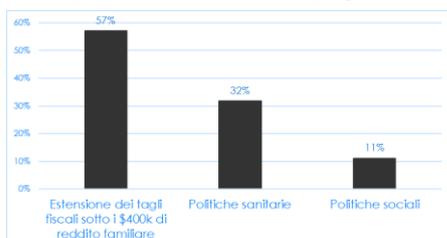
Negli ultimi anni, in particolare nel periodo della pandemia di Covid-19 del 2020, l'atteggiamento di governi e istituzioni sovranazionali è cambiato. È stata riconosciuta, giustamente, la necessità di sfruttare su vasta scala la leva della politica fiscale, anche a debito, e i consueti vincoli a cui, almeno formalmente, la spesa pubblica è soggetta, che possono variare nei diversi Paesi, sono stati sospesi. Come è facile immaginare, ad esempio osservando le vicende recenti della revisione del *Patto di Stabilità e Crescita* europeo, tornare a introdurre una disciplina rigorosa dopo che le regole sono state allentate per un periodo prolungato, benché si sapesse che sarebbe stato transitorio, è un esercizio che presenta difficoltà notevoli e soprattutto un costo politico elevato. Il controllo del debito pubblico è una tematica che, quando gli investitori decidono di dedicarle attenzione, può rappresentare un fattore in grado di muovere i mercati finanziari. L'allargamento dello spread tra il rendimento dei titoli di Stato francesi e quelli tedeschi dopo le elezioni europee a inizio giugno ne è un esempio eloquente.

Fra poco più di un mese, gli elettori degli Stati Uniti sceglieranno il loro nuovo Presidente. I programmi dell'attuale vicepresidente Kamala Harris, che ha ricevuto una nomination tardiva dal Partito Democratico dopo il ritiro del presidente in carica Joe Biden, e dell'ex presidente Donald Trump, candidato Repubblicano, sono ovviamente diversi, in funzione della differente opinione su ciò che dovrebbe rappresentare una priorità per la politica e della diversa visione della società. Presentano tuttavia un tratto comune di grande rilevanza: al momento entrambi intendono impiegare ingenti risorse che non sono attualmente a disposizione. In altre parole, la spesa pubblica, sia che si tratti almeno in parte di programmi di spesa pubblica, come nel caso di Harris, sia che si tratti di tagli alle tasse, come propone l'ex presidente Trump, genererà deficit pubblici, che dovranno essere finanziati con l'emissione di debito pubblico che, secondo chi occuperà la sala ovale della Casa Bianca, gli investitori sui mercati potranno sottoscrivere. È doveroso specificare, a scanso di qualsiasi equivoco, che le riflessioni che seguono riguardano esclusivamente la politica economica. Chi legge sa bene che questa campagna elettorale si svolge pesantemente anche sul campo dei diritti civili e della diversa visione di società che i due candidati, non solo i loro due partiti, portano avanti.

### Dove si potrebbe arrivare fra 10 anni: non solo per il debito, ma anche per commercio internazionale e crescita

Le informazioni attualmente a disposizione sul debito pubblico del governo federale USA e sul PIL dicono<sup>1</sup> che queste due grandezze si attestino a più di 28mila miliardi di dollari. Il rapporto debito pubblico/PIL supera di poco il 101%. La prassi abituale, quando uffici indipendenti di varie istituzioni e gli analisti valutano l'impatto economico dei programmi dei due candidati alle elezioni presidenziali USA è di usare un orizzonte temporale di riferimento di dieci anni, al termine dei quali si tirano le somme.

Grafico 1: Principali aree di intervento nel programma di Harris



I numeri parlano chiaro: i due candidati hanno programmi ambiziosi dal punto di vista del budget.

È interessante notare quanto le cifre lievitano anche in assenza di piani di investimenti, che pure potrebbero essere utili e desiderabili, ma sostanzialmente solo in funzione della spesa corrente.

Per l'analisi di questo *T con Zero* sono state prese in considerazione<sup>2</sup> varie fonti. L'elenco dettagliato è riportato in nota.

# T con Zero

La seconda generazione

N. 28 – SETTEMBRE 2024

Innanzitutto vale la pena fornire un'indicazione qualitativa di dove i candidati intendano impiegare le risorse. Per Trump è piuttosto semplice: la sua campagna economica è incentrata sulla riduzione delle imposte, anche prolungando e rendendo permanenti i tagli di tasse introdotti nel suo primo mandato presidenziale.

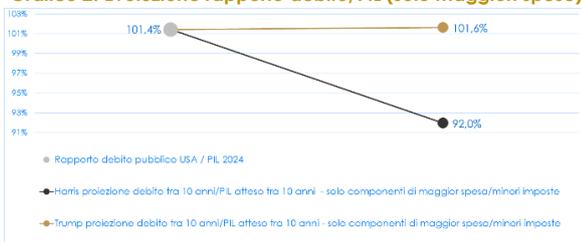
Il budget di Harris (grafico 1) sarà invece speso per raggiungere tre obiettivi principali: riduzione delle imposte per il ceto medio-basso e medio: famiglie con redditi fino a 400mila dollari (57%), estensione dell'assistenza sanitaria (32%), altre politiche di assistenza sociale (11%).

A questo punto è possibile calcolare approssimativamente come cambierebbe il rapporto debito pubblico/PIL se i programmi dei due candidati fossero attuati. Il primo passaggio (grafico 2) è considerare solamente gli annunci che comportino maggiore spesa o minori tasse, e quindi deficit futuri, senza includere nel computo le misure che possano compensare tali maggiori esborsi, come risparmi in altre voci del budget o aumenti delle entrate fiscali. Il secondo (grafico 3) è includere le misure previste a parziale copertura e i possibili effetti sul PIL.

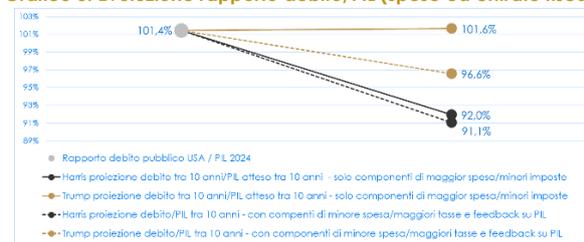
Come si può notare, sulla carta, l'identità del prossimo inquilino della Casa Bianca potrebbe fare una grande differenza per il rapporto debito pubblico/PIL. Il programma di Trump, imperniato sull'introduzione di nuovi sgravi fiscali, oltre alla conferma di tutti quelli del suo primo mandato, porterebbe a colpi di nuovo deficit un netto aumento del debito in rapporto al PIL. Non così Kamala Harris: secondo molte stime, il suo programma potrebbe portare a una crescita del debito pubblico più lenta di quella prevista per il PIL, riducendo il rapporto debito/PIL.

Una volta considerate anche le proiezioni delle maggiori entrate, o delle riduzioni di spesa rispetto allo scenario attuale, l'immagine cambia molto. Soprattutto, è necessario sottolinearlo, nel caso di Kamala Harris: alle voci di maggiori spese corrispondono anche misure che dovrebbero aumentare le entrate fiscali, o ridurre le spese esistenti (ad esempio aumentando al 28% l'aliquota fiscale di base per le aziende o escludendo l'ipotesi di estendere la durata degli sgravi fiscali introdotti da Trump per le famiglie con redditi superiori a 400mila dollari). Il debito netto nei prossimi 10 anni dovrebbe crescere meno rapidamente del PIL, portando quindi a una diminuzione del rapporto tra le due grandezze. Questo effetto potrebbe essere molto meno marcato nel caso di Donald Trump, che non prevede al momento strategie dettagliate per aumentare le entrate fiscali.

**Grafico 2: Evoluzione rapporto debito/PIL (solo maggiori spese)**



**Grafico 3: Evoluzione rapporto debito/PIL (spese ed entrate fiscali)**



In secondo luogo si può notare come lo scenario si possa complicare ulteriormente. A differenza di Kamala Harris, Donald Trump non ha in programma misure significative di compensazione della spesa, ma ha progetti aggressivi per quanto riguarda l'introduzione di dazi e altri provvedimenti che potrebbero modificare gli equilibri del commercio internazionale. Le stime sono molto variabili. Tra gli elementi che rendono questo genere di previsioni estremamente difficili, due sono di particolare rilevanza.

Il primo è che, per introdurre i dazi elevati che Trump desidererebbe, potrebbe non bastare essere Presidente, ma servirebbe anche un Congresso a maggioranza Repubblicana. Questo scenario ad oggi non appare molto probabile per nessuno dei due candidati. Il quadro di riferimento che ci si aspetta è quello di un Congresso diviso. Ciò significa che le misure più aggressive e caratterizzanti di ciascun candidato, che difficilmente potrebbero trovare un appoggio trasversale ai due partiti, potrebbero non essere mai realizzate – e tra queste si possono senz'altro annoverare dazi e tariffe in percentuali tra il 60% e il 100% del valore delle importazioni.

Il secondo è che un corposo aumento dei dazi rappresenterebbe un serio ostacolo al commercio internazionale, già posto sotto pressione da un multipolarismo ben poco sereno e da guerre commerciali cominciate all'epoca del primo mandato di Trump. Data l'importanza degli scambi internazionali di beni, servizi e capitali per la crescita economica globale, bisognerebbe tenere conto del fatto che politiche di questo genere potrebbero rallentare la crescita del PIL anche degli Stati Uniti, con un effetto peggiorativo sul rapporto debito/PIL, potenzialmente maggiore dell'aumento delle voci positive. Per questo l'incertezza riguardo al fatto che l'aumento di dazi e tariffe possa avvenire, ed eventualmente in quale misura, è massima. E merita di essere menzionato il fatto che molte analisi prevedono che, alla fine del decennio 2025-2034, i programmi politici di Trump e Harris possano portare a una *riduzione* della traiettoria di crescita dell'economia a stelle e strisce rispetto alle previsioni di lungo termine preelettorali, con gli effetti negativi che potrebbero manifestarsi dalla metà del

# T con Zero

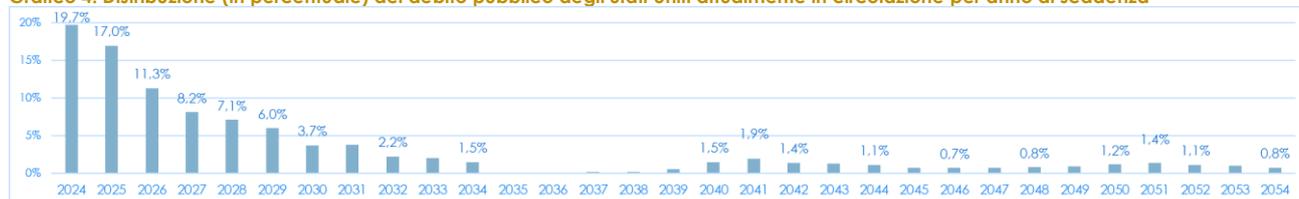
La seconda generazione

N. 28 – SETTEMBRE 2024

periodo in avanti. Questo è particolarmente significativo nel caso di Trump. La valutazione economica del suo programma, infatti, oltre ad avere come principale fattore di compensazione delle minori imposte l'introduzione di dazi e tariffe aggressivi, risente positivamente dell'effetto di stimolo alla crescita del PIL che un mix di deregolamentazione, minore pressione fiscale e controllo della spesa pubblica potrebbero avere. Si tratta dei cosiddetti *effetti feedback*, cioè effetti "indiretti" a catena che potrebbero essere innescati dalle iniziative "dirette" di politica economica. Anche questi ultimi sono inclusi nel grafico 3.

L'evoluzione del rapporto debito/PIL è forse l'elemento più rilevante da osservare, ma non dobbiamo dimenticare i livelli assoluti del debito pubblico. In particolare in un mondo nel quale le tensioni geopolitiche potrebbero portare alcuni governi a porre limiti, anche informali, all'acquisto di obbligazioni governative di Paesi con cui le relazioni diplomatiche non siano distese, e nel quale, per il momento, le banche centrali non sembrano intenzionate a riprendere gli acquisti di titoli di Stato (né di altri strumenti), almeno fino a quando ciò non dovesse rendersi necessario. Da questo punto di vista, il programma dell'ex presidente Trump, che avrebbe come effetto netto un deficit in valore assoluto molto maggiore della vicepresidente Harris, rappresenta, nelle analisi considerate per questa nota, un rischio più alto di dover emettere nuovo debito. Senza scomodare le ipotesi peggiori, si può arrivare facilmente a cifre che corrispondono a ben oltre il 10% del debito pubblico USA attualmente in circolazione. Anche se non è detto che questo elemento possa rappresentare un rischio, reale o percepito, per i mercati finanziari, è opportuno evidenziarlo, perché tra il 2024 e il 2029 andrà a scadenza poco meno del 70% dell'attuale debito pubblico statunitense, il 48% da qui a fine 2026 (grafico 4). Non si può quindi escludere che una seconda presidenza Trump possa contribuire a mettere qualche pressione sui titoli di Stato USA e che, più in generale, ci si possa scontrare con questo tema anche altrove nel mondo. È dunque possibile che il mercato delle obbligazioni governative continui a esibire livelli di volatilità piuttosto elevati in prospettiva storica, come negli ultimi due anni.

Grafico 4: Distribuzione (in percentuale) del debito pubblico degli Stati Uniti attualmente in circolazione per anno di scadenza



Proprio questo ci offre lo spunto per una considerazione conclusiva. La campagna elettorale presidenziale degli Stati Uniti si svolge in un quadro molto diverso dalla maggior parte delle precedenti. Non solo la politica fiscale è stata, per valide ragioni, espansiva per buona parte degli ultimi anni – e lo è ancora – ma l'idea stessa di cercare di mantenere una disciplina fiscale è scomparsa dai radar della politica di molti Paesi. E forse, non si può sapere se ciò ne sia la causa o l'effetto, dalla mentalità comune della popolazione votante, che anzi in numerosi Paesi avanzati è una *entitlement society*, una società evidentemente propensa a ritenere molte prestazioni e tutele sociali come diritti acquisiti, ai quali dimostra un notevole attaccamento.

Gli Stati Uniti sono per molti aspetti il Paese più importante del mondo e l'economia che in questa fase rappresenta il motore della crescita globale. Quest'anno, quindi, la scelta del Presidente è osservata con particolare attenzione anche per questo motivo. Ma il dibattito pubblico sulla politica economica è e resterà acceso in numerosi Paesi importanti, attraversati da tensioni sociali e politiche e dalla sfida di dover ripensare al proprio modello economico – *welfare* incluso – con una popolazione che invecchia e con tassi di natalità in declino ovunque.

È probabile che un'economia globale caratterizzata da alti livelli di debito, sia pubblico sia privato, in proporzioni diverse a seconda dei Paesi, esca dal ciclo politico di questi anni ancor più indebitata. La storia passata ci ricorda come l'umanità fino ad ora si sia sempre dimostrata capace di innovare e trovare soluzioni per problemi che talvolta potevano apparire insormontabili. Anche questa volta quindi il tema del debito potrebbe verosimilmente rivelarsi gestibile, ma altrettanto verosimilmente sembra destinato a fare notizia e attirare l'attenzione nel dibattito pubblico, rimanendo una presenza costante e talvolta ingombrante nella politica economica.

A cura di Luca Tobagi, CFA – Head of Investment Strategy



# T con Zero

La seconda generazione

N. 28 – SETTEMBRE 2024

## Note e riferimenti

1: Le elaborazioni sono di Mediobanca Private Banking (funzione Investment Strategy) su dati di varie fonti ritenute attendibili, fra le quali Bloomberg, la Federal Reserve, lo US Bureau of Economic Analysis e il Tesoro degli Stati Uniti.

2: Le elaborazioni sono di Mediobanca Private Banking (funzione Investment Strategy) su dati di varie fonti ritenute attendibili, fra le quali Bloomberg, Reuters, Oxford Economics, Evercore ISI, Penn Wharton University, Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis, US Committee for a Responsible Federal Budget, US Congressional Budget Office, US House Budget Committee, Goldman Sachs e articoli del Financial Times e Wall Street Journal.

Come sempre, ulteriori informazioni e i dati dettagliati delle analisi possono essere resi disponibili su richiesta.

Le elaborazioni di tutti i dati e dei grafici sono di Mediobanca Private Banking su dati di fonti ritenute attendibili (ad esempio Bloomberg, Preqin, World Bank, FAO, OCSE, Fondo Monetario Internazionale, banche centrali, governi o altre fonti analoghe). A seconda della disponibilità delle serie storiche, i dati utilizzati vanno dal dicembre 1927 al 31 maggio 2024 incluso.

Nel caso dei dati sui private markets, il periodo di osservazione va dalla fine di dicembre 2000 alla fine di dicembre 2023 e la frequenza è trimestrale.

## Perchè T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t* con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero devo spostarmi in *t* con 1; per spostarmi in *t* con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

## DISCLAIMER

Il documento è stato redatto a puro scopo informativo. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta della Banca. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, Mediobanca non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca.