la Repubblica
AFFARI&FINANZA

I mercati obbligazionari

Qualche nuvola all'orizzonte ma l'epoca dei tassi zero non è finita

VITTORIA PULEDDA, MILANO

Un possibile moderato rialzo nei primi mesi dell'anno. Poi il probabile ritorno alla stabilità Sempre che le fibrillazioni della politica nazionale non aggravino la percezione del rischio-Italia

Il 2019 è stato un anno da incorniciare, praticamente per tutti. E, di conseguenza, difficile da replicare, se non altro come intensità. Però la speranza, per chi si occupa di mercati finanziari, è che il 2020 non preveda bruschi risvegli. Quindi, tassi di interesse ai minimi e pochi rischi di perdere in conto capitale (cioè rispetto ai prezzi ufficiali) sulle obbligazioni, ma anche poche possibilità di fare grandi guadagni. Il che, dopo i rialzi a due cifre dell'anno appena passato, sarebbe già un bel traguardo. Ma andrà davvero così? Insomma, continuare a puntare su Btp e dintorni è ancora una buona idea?

Il domandone, in questo inizio d'anno, riguarda più che mai le strategie che intendono perseguire le banche centrali. Limitandosi all'eurozona, è ormai dal 2014 che i mercati convivono con tassi di interesse negativi, con intensità e diffusione crescenti. Misure non convenzionali, ancor più accentuate negli Usa, che hanno dato un sostegno incredibile ai mercati finanziari e impedito che la crisi economica diventasse una recessione epocale. Ma ogni medaglia ha il suo rovescio e persino la medicina più efficace ha le sue controindicazioni, in questo caso sulle rendite dei privati cittadini, sui costi (crescenti) dei servizi bancari e sui bilanci degli istituti di credito. La Banca centrale svedese ha già rotto gli indugi, passando da tassi di interesse negativi allo 0%. Da qualche tempo è in atto un processo di riconsiderazione – in Europa e non solo – degli obiettivi di politica monetaria, accompagnato da una revisione strategica degli strumenti usati finora. Dunque, per la Bce, i tassi negativi, le aste di rifinanziamento del sistema (le Tltro) e il programma di riacquisto dei titoli obbligazionari (partito nel novembre scorso, con un target di 20 miliardi al mese).

LA "GOBBA" DI INIZIO ANNO

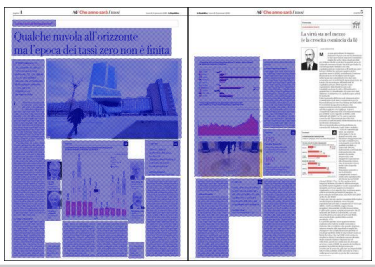
L'effetto di queste riflessioni, anche senza portare a brusche inversioni di marcia, potrebbe causare un certo irrigidimento dei tassi, anche dall'altra parte dell'Atlantico. «Ritengo che nei primi tre-quattro mesi dell'anno potrà manifestarsi una temporanea fase di rialzo dei tassi, a livello mondiale – spiega Antonio Cesarano, chief global strategist di Intermonte Sim – anche per il nuovo approccio in corso di revisione da parte delle banche centrali, sia Fed sia Bce, sugli obiettivi di politica monetaria. Per quanto riguarda l'area euro, potrebbe cambiare la definizione stessa di inflazione, senza escludere l'eventuale maggiore presa in considerazione del comparto immobiliare ed accogliendo anche le percezioni dei consumatori in tema di misurazione delle aspettative di inflazione. Tuttavia, guardando un po' più avanti, intorno a fine anno, mi aspetto che la temporanea fase di rialzo dei tassi possa essere riassorbita e non mi stupirei che anche sui mercati obbligazionari il bilancio, a dicembre prossimo, fosse favorevole in termini di prezzi».

Insomma, specie in Italia la prima parte dell'anno potrebbe presentare varie ragioni di tensione, per quanto di non forte intensità; sufficienti tuttavia per interrompere la bonaccia che ha caratterizzato i mesi passati. Del resto, in dicembre c'è già stata qualche piccola nube all'orizzonte, che ha spinto lo spread da 130 a 160 punti tra inizio novembre e fine dicembre. Quota non stratosferica (a maggio scorso il differenziale di rendimento tra i titoli italiani e quelli tedeschi ha toccato i 300 punti base), ma non irrilevante, specie se la salita dovesse continuare.

Per il nostro Paese, oltre alle considerazioni di ordine internazionale e macro-economico, ci sono poi le tante incertezze sul versante politico: l'appuntamento clou è con le elezioni Regionali in Emilia Romagna, precedute dalla verifica sulle firme per chiedere il referendum confermativo sul taglio dei parlamentari (a sua volta indicativo dei tempi per un eventuale nuovo ricorso al voto politico); insomma, gennaio è tutto in salita, sotto il profilo della percezione dei mercati. In questo clima, un po' di instabilità potrebbe anche subentrare, quindi è bene muoversi con cautela: alcuni osservatori si aspettano che, un po' in tutto il mondo, i rendimenti delle obbligazioni possano risalire di circa un mezzo punto percentuale. Il che significa che il Bund tedesco a dieci anni passerebbe dall'attuale -0,2% al +0,3% mentre il Btp di pari durata si porterebbe in area 1,9% (e il Treausury americano toccherebbe il 2,5%). Però a quel punto – ammesso che ci si arrivi – il movimento al rialzo dovrebbe essere concluso e, nei mesi successivi, il quadro potrebbe gradualmente migliorare; dunque, con cautela si può tornare ad affacciarsi sul mercato. Anche perché, in un mondo di interessi negativi (a livello internazionale i titoli con rendimenti con il segno meno sono oltre 11 mila miliardi di dollari) i rendimenti dei Btp restano molto attraenti, anche in un contesto internazionale.

I FOCOLAI DI TENSIONE

Sempre che la velocità del rialzo (ol-


Qualche nuvola all'orizzonte ma l'epoca dei tassi zero non è finita

tre alla sua dimensione) non sia tale da provocare danni maggiori. Focolai di potenziali rischi, in giro per il mondo, non mancano. Ad esempio le aziende Usa hanno quasi raddoppiato il livello del loro indebitamento negli ultimi dieci anni: «Tassi di interesse vicino allo zero hanno portato molte imprese a emettere debito "a basso costo" sia per incentivare la propria attivita imprenditoriale, sia per finanziare le operazioni di fusione e acquisizione», sottolinea Giacomo Calef, Country manager di Notz Stucki, una società di asset management di Ginevra. E se il ciclo economico registrasse una brutta frenata? Il pericolo è che una fetta significativa di quelle aziende vada in default (e di conseguenza non ripaghi il debito agli investitori). Per quanto riguarda l'Italia in particolare, oltre al rischio instabilità politica ci sono i dubbi sulla crescita (e di conseguenza sulla sostenibilità del debito): problemi antichi, ma non per questo meno potenzialmente rischiosi.

LE MOTIVAZIONI DELLA STABILITÀ

Comunque, pur con la dovuta cautela, è difficile trovare in giro ragioni strutturali per temere un rialzo sensibile e duraturo dei tassi di interesse. «Nonostante ci sia una diffusa avversione ai tassi negativi, anche da parte delle autorità monetarie, non mi aspetto variazioni significative nel corso dell'anno – spiega Gregorio De Felice, capo economista di Intesa Sanpaolo – quindi tassi ai minimi storici e una politica monetaria ancora accomodante. Qualche novità semmai potrà arrivare dal settore dei cosiddetti "green bond", un segmento che nel 2020 potrebbe avere uno sviluppo accentuato, sebbene parta da dimensioni ancora contenute: in Europa ce ne sono in circolazione circa 170 miliardi di euro».

Segmento socialmente interessante e in prospettiva finanziariamente rilevante, specie se diventerà un asset specifico del piano di riacquisto titoli della Bce. Che, in ogni caso, rappresenterà un soggetto non irrilevante del mercato, nonostante gli ammontari siano inferiori rispetto al passato: nel 2020 gli acquisti della Bce (sul mercato secondario) saranno pari a circa la metà delle emissioni nette di titoli di Stato italiani (47 miliardi in più dei titoli in scadenza, secondo le previsioni del Servizio studi di Intesa Sanpaolo). Del resto, anche a livello di Eurozona gli acquisti della Bce saranno massicci: circa il 70% delle emissioni nette dei titoli pubblici a medio-lungo termine, secondo le stime di Unicredit. L'aspetto positivo, per l'Italia, è che il programma di emissioni pubbliche non dovrebbe essere troppo pesante: 412 miliardi lordi, in linea con i valori dell'anno scorso, e persino in calo come emissioni nette (47 miliardi contro i 54 e i 53 miliardi dei due anni precedenti, secondo Intesa) sebbene con un mix diverso di strumenti (circa 9 miliardi in più sulle scadenze medio-lunghe, per gli economisti di Unicredit). Del resto, la ricerca di rendimenti non irrisori sta spingendo gli investitori, in tutto il mondo, verso scadenze sempre più lunghe e asset class più rischiose. In questo contesto i "vecchi" e tradizionali Btp possono ancora dire la loro.

©RIPRODUZIONE RISERVATA

I numeri

170

MILIARDI DI DOLLARI

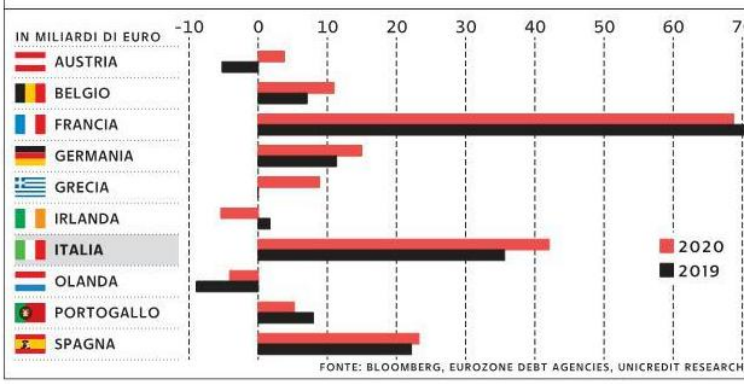
Il valore dei green bondain circolazione in Europa, un segmento in forte sviluppo

160

PUNTI

Il differenziale tra titoli di Stato italiani e Bund raggiunto a dicembre, in salita per qualche nube all'orizzonte

LE EMISSIONI NETTE DI OBBLIGAZIONI PUBBLICHE A MEDIO-LUNGO TERMINE NEI PRINCIPALI PAESI DELL'EUROZONA



FONTE: BLOOMBERG, EUROZONE DEBT AGENCIES, UNICREDIT RESEARCH

I TITOLI OBBLIGAZIONARI CON RENDIMENTI NEGATIVI IN GIRO PER IL MONDO: IL PICCO È STATO RAGGIUNTO A METÀ DEL 2019

FONTE: BLOOMBERG

1

Stefan Ingves
governatore
Banca centrale
di Svezia

Davide Iacovoni
direttore
debito pubblico
del Tesoro

Jerome Powell
presidente
Federal Reserve

Christine Lagarde
presidente
Bce

la Repubblica
AFFARI&FINANZA

1

RALPH ORLOWSKI/REUTERS

L'opinione

Non mi stupirei se alla fine dell'anno sui mercati obbligazionari il bilancio in termini di prezzi fosse favorevole

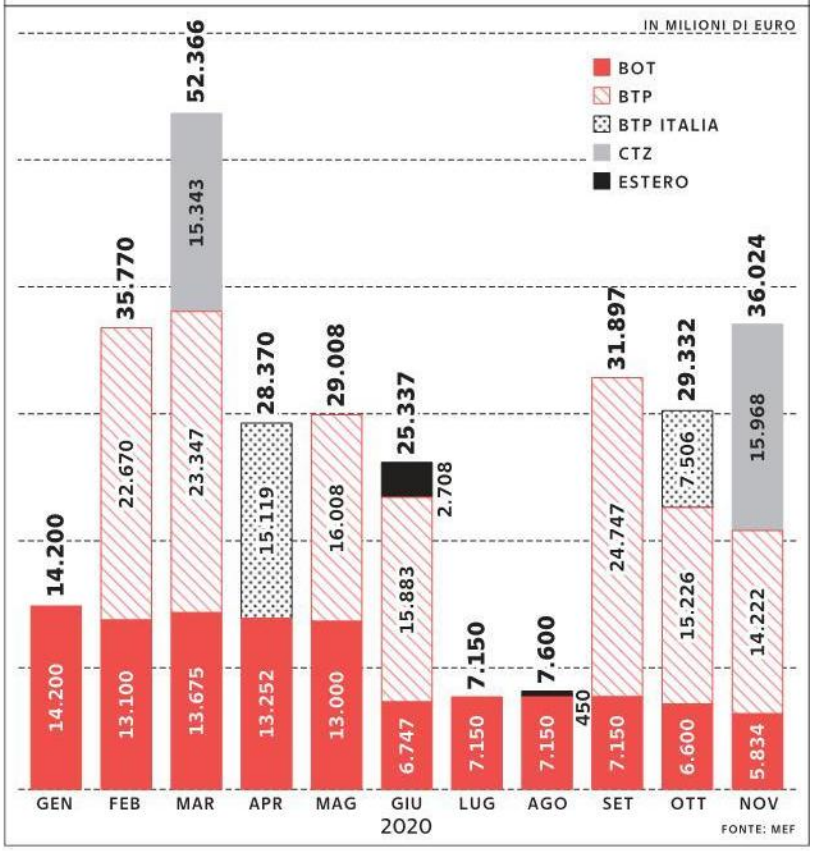
ANTONIO CESARANO
GLOBAL STRATEGIST INTERMONTE

1 L'interno del palazzo della Federal Reserve a Washington

1 La sede della Banca Centrale Europea, a Francoforte sul Meno

I numeri

LA MAPPA DEI TITOLI PUBBLICI CHE SCADRANNO NEI PROSSIMI MESI
LO SNODO DI MARZO, IL PERIODO PIÙ DIFFICILE



L'opinione

I tassi vicini a zero hanno spinto molte aziende a emettere debito a basso costo per incentivare la propria attività o per acquistare altre imprese

GIACOMO CALEF
COUNTRY MANAGER NOTZ STUCKI