

Lo scenario. La narrazione di una Europa più coesa allenta il pressing sulle emissioni periferiche

Piani anti crisi e liquidità dettano il ritmo al reddito fisso

Sarà essenziale gestire al meglio la massa enorme di debito pubblico creata per contrastare la recessione

Negli Stati Uniti la maggiore inclinazione della curva dei rendimenti riflette le aspettative sull'inflazione

Vittorio Carlini

Da un lato i piani anti-crisi, cioè la politica fiscale; dall'altro il mare di liquidità, cioè le strategie delle Banche Centrali. Sono questi tra i principali fattori che, soprattutto in Europa e negli Usa, dettano il ritmo al reddito fisso. In particolare ai titoli di Stato.

Asset e Unione Europea

Il meccanismo è articolato. *In primis* c'è l'enorme quantità di denaro "frusciante", oltre 91.000 miliardi di dollari a livello globale, sospinta dalle banche centrali. Una liquidità a caccia di rendimenti che in Europa, stanti i tassi rasoterra o sotto-zero, guarda ai maggiori yield dei titoli di Stato dei Paesi mediterranei: dall'Italia fino alla Spagna. Ebbene questi asset, ciascuno con le sue peculiarità, sono stati di recente contraddistinti dal rialzo dei loro prezzi. Un incremento, con contestuale calo dei rendimenti, dovuto paradossalmente allo scoppio della pandemia. Lo scatto di reni dell'Ue con il varo del «Recovery Fund, unitamente a quello dello schema di protezione dalla disoccupazione (Sure, ndr) - spiega Vittorio Fontanesi, portfolio manager obbligazionario di AcomeA Sgr-, da una parte ha creato la narrazione di un'Europa più solida, che va integrandosi». E, dall'altra, ha mandato sullo sfondo timori quali quelli dell'Italexit. «Dal che sono partiti gli acquisti». Detto in altre parole: l'accelerazione verso progetti di poli-

tica fiscale condivisa ha ridotto il premio al rischio richiesto dal mercato.

La banca centrale

Ma non è solamente una questione di programmi anti-crisi. Rileva anche l'operato delle banche centrali. «I piani di acquisto della Bce - spiega Antonio Cesarano, chief global strategist di Intermonte Sim- hanno certamente aiutato a calmierare le quotazioni di titoli quali i BTp o gli stessi Bonos». Tanto che ieri, nonostante la Nadef preveda a fine anno il nostro Debito/Pil al 158%, il decennale italiano ha visto il rendimento toccare ulteriori minimi storici.

Gli effetti dei piani

Già, il rendimento. Quello del Bund tedesco, sempre a 10 anni, da parecchio tempo viaggia in territorio negativo (-0,54% al 12/10/2020). Tipico asset rifugio, l'emissione di Berlino ha subito la pressione in acquisto da parte di chi, pur di sentirsi al sicuro, è disposto a pagare per prestare il denaro. Sennonché i prossimi programmi di politica fiscale possono cambiare le carte in tavola. Pictet Wealth Management ha stimato che, tra il finanziamento del Sure e del Recovery Fund, dovrebbero essere emessi nei prossimi anni circa 900 miliardi di nuove obbligazioni. Bond sovrane nazionali i quali, è probabile, saranno caratterizzati dalla tripla «A». Ebbene: questi titoli dovrebbero fare concorrenza, più che al BTp, all'Oat fran-

cese o allo stesso Bund. Con il che il suo rendimento potrebbe riprendersi. È vero! La profondità del mercato dei nuovi titoli Ue dovrà costruirsi nel tempo. «Inoltre - aggiunge Tullio Grilli, capo del brokerage elettronico di Banca Akros - non è da escludere che la Bce, per controbilanciare gli attuali maggiori acquisti temporanei di titoli come il BTp, avvii tra qualche tempo un più ampio shopping dei Bund». Spingendo così, «di nuovo al ribasso il suo yield». Ciononostante resta che la risalita del tasso tedesco non è da considerarsi fantafinanza

America e inflazione

Fin qui alcune suggestioni rispetto ai governativi europei. Quali, però, le prospettive negli Usa? In America un focus riguarda la maggiore inclinazione della curva dei rendimenti. Cioè: si è molto allargata la differenza tra il minore tasso dei titoli di Stato a breve e quello più alto dei bond a lunga (l'attuale spread tra il decennale e il Treasury a 3 anni è di circa 60 punti base a fronte dei 37 basis points di dodici mesi fa). La dinamica è soprattutto l'effetto della strategia della Fed che, per avere più spazio di manovra con il Qe, ha indicato di accettare, seppure temporaneamente, un'inflazione oltre il 2%. In un simile con-



testo, da una parte, le aspettative di crescita dell'indice dei prezzi al consumo aumentano; e, dall'altra, cala l'interesse per gli attuali titoli a 10 anni che non incorporano tale prospettiva. Di qui l'irripidirsi, per l'appunto, della curva. In particolare la Fed non ha ancora «indicato - dice Cesarano - un tetto massimo oltre cui non farà aumentare il tasso del decennale. In questo contesto, la "yield curve" potrebbe irripidirsi ulteriormente. Il che sarebbe una condizione positiva per ad esempio, i finanziari, che trarrebbero vantaggio sul fronte del margine d'interesse».

Il debito pubblico "monstre"

Non solo. «Una maggiore inclinazione della curva - riprende Fontanesi - è strumentale proprio all'attuale situazione». Vale a dire? «I piani anti-crisi hanno fatto schizzare il debito pubblico. Questo, per la maggiore parte, è compreso entro le durate più brevi». Ebbene, inducendo il rialzo dell'inflazione «i tassi reali di questi titoli di Stato finiscono in negativo». In altre parole: «si punta a ridurre il maggiore indebitamento attraverso il classico sistema del rialzo dell'indice dei prezzi al consumo».

Infine i corporate bond. Anche qui, se non altro perché tra gli asset acquistabili da Fed e Bce, l'influenza delle politiche monetarie si fa sentire. Certo: le obbligazioni aziendali di diversi settori (ad esempio, le avio-linee) sono state duramente colpite dalle vendite. Quale allora un andamento che, ad esempio in Italia, segnali la situazione in possibile miglioramento? «Che lo spread tra i tassi dei bond bancari e dei titoli di Stato torni a restringersi», risponde Grilli.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Il ruolo delle banche centrali.
I piani di acquisto di titoli di Stato da parte della Bce sta contribuendo a tenere i rendimenti ai minimi storici

L'andamento dei bond fra i settori e nel mondo

TITOLI DI STATO

Rendimenti total return (cedole comprese) in euro da inizio anno. Dati in % al 7/10/2020.

Scadenze decennali

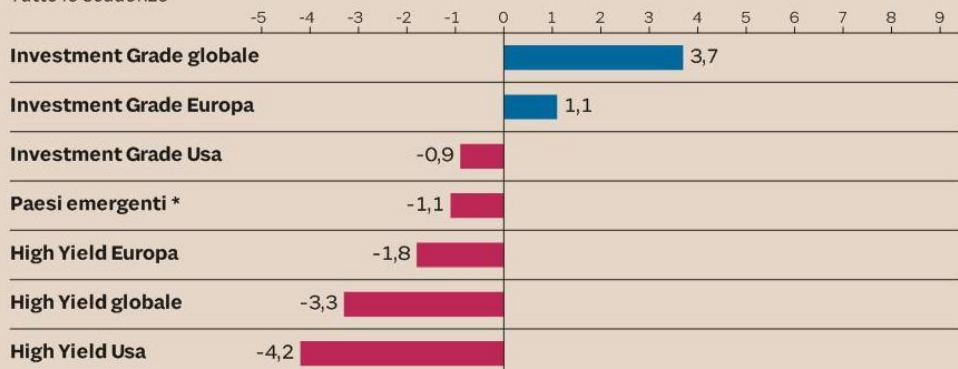


(*) Tutte le scadenze

CORPORATE

Rendimenti total return (cedole comprese) in euro da inizio anno. Dati in % al 7/10/2020.

Tutte le scadenze



(*) Tutti i rating

L'ESPLOSIONE DEI CONTI PUBBLICI

Rapporto debito nazionale-Pil nelle principali economie mondiali. Dati in % al settembre 2020, previsioni Pictet Am per il resto del 2020 e il 2021.



Fonte: Refinitiv, Bis, Pictet Am