

L'analisi

# Il pessimismo latente dei «matusalem bond»

La mania europea per i titoli centenari nasconde aspettative di deflazione duratura



**E**mettere un'obbligazione a 100 anni al 2,35% annuo: quella che era sembrata una bizzarria del governo irlandese sta diventando rapidamente una prassi seguita dalle principali agenzie del debito europee: prima il Belgio, poi Svizzera, Francia ed ora la Spagna hanno collocato bond a lunghissimo termine (50 anni o più) pagando dei tassi assai bassi. E se l'ammontare collocato privatamente dai Paesi del Nord Europa sembrava simbolico, il governo iberico ha fatto sul serio, piazzando oltre 3 miliardi di euro in asta. Il fenomeno è ancor più sorprendente se si considera che la domanda ha superato di 3 volte l'offerta.

## Motivazioni

Viene naturale chiedersi chi ha interesse a comprare questi titoli. Al momento non si hanno dettagli precisi sui detentori. Si può ragionevolmente supporre che si stiano muovendo i grandi fondi pensione alla ricerca di rendimenti prevedibili e (circa) sicuri. La Bce avrebbe le carte in regola per acquistare questi titoli nell'ambito del Quantitative Easing. Tenere in bilancio un titolo centennale sarebbe la cosa più vicina all'«helicopter money» che Draghi ab-

bia tentato e potrebbe attirare gli strali dei tedeschi.

Ma si tratta di un investimento che ha senso? Diventare azionisti dello Stato: ecco cosa vuole dire in breve avventurarsi nell'acquisto di obbligazioni ultra-cinquantennali. La distanza è tale che infatti il rimborso del capitale diventa finanziariamente irrilevante: il fondo pensione punta soltanto ad un «dividendo» garantito nel tempo. Sperando nella solidità delle finanze dello Stato. Cinquanta anni sono un periodo piuttosto lungo ed il rischio di credito è sempre rilevante, anche se dal 2013 è un po' mitigato da speciali clausole (in gergo Cac) che «proteggono» i titoli da una rottura dell'euro, impedendo la ridenominazione in una nuova valuta. Le stime di mercato anche per un Paese considerato «sicuro» come la Francia superano il 30%.

Ci sono altri motivazioni. L'investitore sta implicitamente scommettendo che l'inflazione in Europa rimanga bassa per decenni. Infatti basta assumere un tasso di inflazione al 2% (l'obiettivo Bce) per capire che il valore già striminzito delle cedole pagate dal governo irlandese si dimezzerà in meno di 40 anni e varrà 1/10 a scadenza. È chiaro che ci si aspetta un'inflazione inferiore, forse

addirittura una deflazione ultra-decennale in stile giapponese; in quel caso l'investimento si rivaluterebbe. Ma, come ha ricordato Draghi a Weidmann, a un'inflazione ferma si associa sempre una crescita zero. Sembra dunque che una parte del mercato creda ad una «stagnazione secolare» della zona euro. Inoltre, se i governi sorridono per i bassi tassi di interesse, lo stesso non si può dire per i fondi pensione costretti ad un investimento rischioso e poco redditizio. Il che si traduce evidentemente nell'erogazione di pensioni più basse. Insomma magari pagheremmo meno interessi sul debito pubblico ma al costo di rendite finanziarie minime.

## Opportunità

Il Tesoro italiano è ancora attento sui bond matusalem bond; voci di un'imminente emissione cinquantennale sono stati prontamente smentiti. D'altronde la gestione nostrana, dopo l'emergenza del 2011-2012 in cui la durata media del debito è precipitata, è diventata la più conservativa d'Europa. Mentre i restanti Paesi dell'Eurozona hanno approfittato dei tassi a zero per aumentare la durata media del debito, il Tesoro è rimasto a guardare. Il Belgio è stato capofila nell'aumentare la

vita residua di circa 2 anni, seguito dalla Spagna che ha recuperato la distorsione verso il breve termine dovuta alla crisi dello spread. Anche la Germania, che storicamente ha sempre puntato sui titoli a breve dove ottiene tassi negativi da record, ha aumentato gradualmente la vita residua a 5,5 anni.

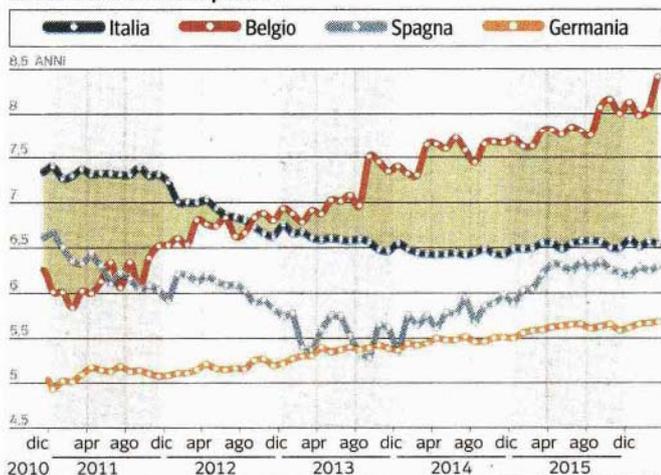
La prudenza non è mai troppa. Anche se suscita qualche perplessità notare come l'Italia, dopo aver ricercato l'allungamento della vita residua del debito in un periodo di tassi elevati ed in crescita (fino al 2008), non lo faccia adesso.

Un clima così favorevole alle emissioni a lunghissima durata potrebbe essere un'occasione irripetibile per rilanciare massicci investimenti risk-shared nelle infrastrutture e nel capitale d'impresa attraverso la Banca europea degli Investimenti. Se la Bei piazzasse delle obbligazioni centennali a tasso zero con successivo acquisto da parte della Bce, si otterrebbero subito risorse per un Piano Juncker potenziato fino a 1000 miliardi di cui beneficino i Paesi più svantaggiati. Dopo un anno dal tanto pubblicizzato lancio, dispiace (ma non sorprende) constatare come le risorse allocate dal Piano si siano fermate a soli 11,2 miliardi per tutta l'Europa. Di cui 500 milioni sono andati all'ammodernamento di un'autostrada tedesca.

di MARCELLO MINENNA

## La durata sale. Ma non per tutti

La vita media del debito pubblico



Fonte: BCE

centimetri