

16 agosto 2021

Il Sole **24 ORE**

LA NUOVA CORSA AI TITOLI GOVERNATIVI: FRENA LA CRESCITA GLOBALE?

di Marcello Minenna

Uno strano fenomeno sta caratterizzando i mercati obbligazionari globali in questa calda estate di ripresa economica. Infatti PIL e consumi sono in deciso recupero in tutte le economie sviluppate, con tassi di disoccupazione in graduale riassorbimento a ritmi eterogenei; nel mentre i tassi di inflazione sono ai massimi da 18 mesi. In questo contesto, solo qualche mese fa gli operatori davano per acquisita una pressione al rialzo dei tassi di interesse governativi (e quindi una discesa dei prezzi dei titoli), supportata da un progressivo *shift* delle politiche delle principali banche centrali verso una ritrovata normalizzazione.

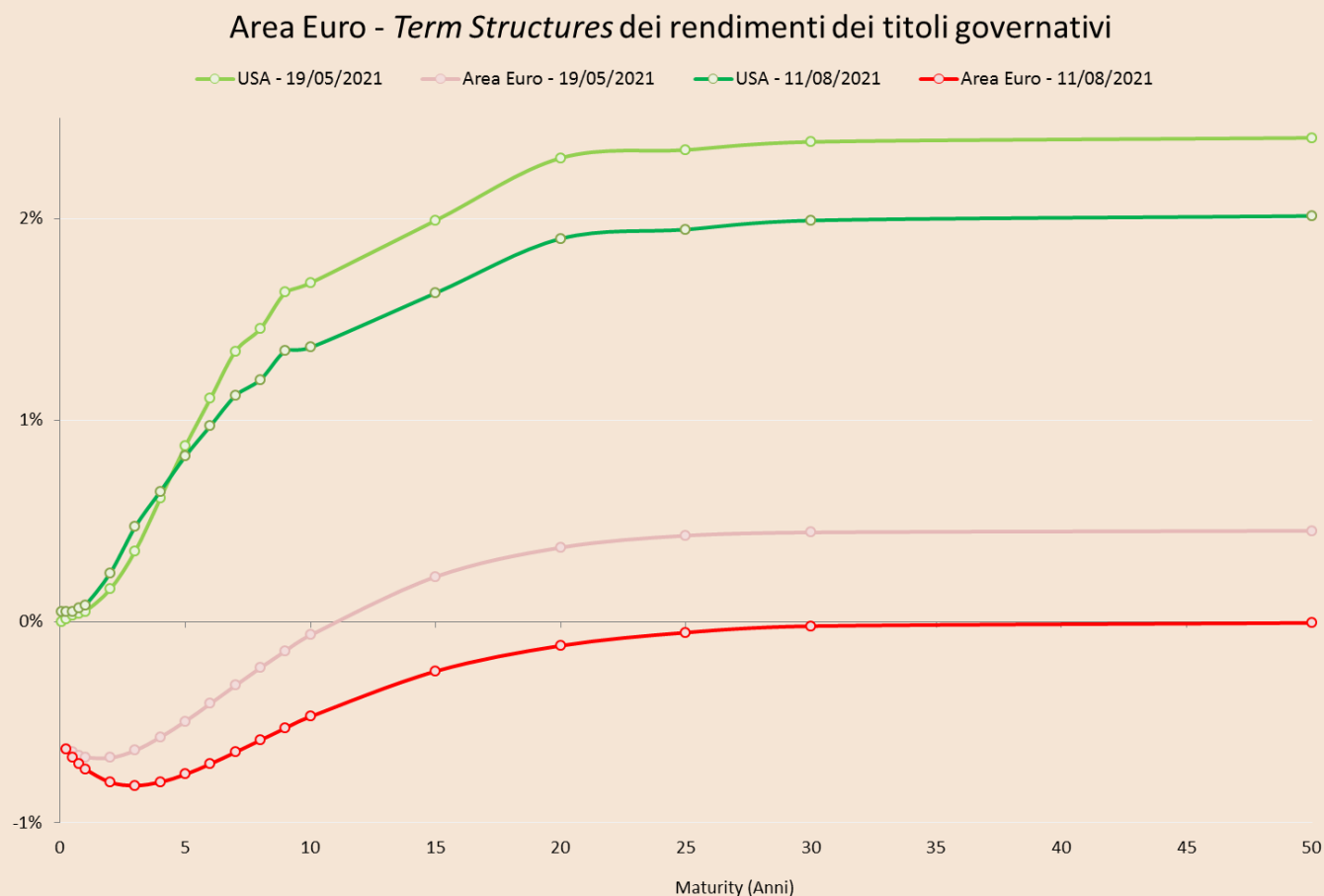
Le aspettative degli operatori, che si erano concretizzate in un sensibile aumento delle c.d. “posizioni corte” sui mercati derivati delle obbligazioni (in parole povere, le scommesse sul ribasso dei prezzi) sono state però disattese.

Dai massimi di metà maggio 2021, infatti, i tassi di interesse governativi nelle principali economie occidentali hanno cominciato a scendere decisamente (cfr. Figura 1).

Negli USA la curva dei *Treasuries* ha perso circa 15 punti base in 3 mesi (linee verdi), con il calo evidente sul lungo periodo, nonostante la crescita simultanea di inflazione ed occupazione, mentre nel breve i tassi si sono lievemente incrementati. Nell'area Euro la discesa è stata più accentuata (linee rosse, mediamente 26 punti base), nonostante si partisse da un livello molto inferiore e si è distribuita lungo tutta la struttura a termine (c.d. *term structure*) della curva dei rendimenti. Si conferma in ogni caso una maggiore spinta al ribasso sulle

scadenze lunghe/molto lunghe, che *de facto* “appiattisce” la *term structure*. Questo è un fenomeno globale che ha trovato conferme anche sui mercati australiani e giapponesi e che induce a pensare ad una causa determinante comune.

Figura 1



Fonte: FED, BCE

LA DISCESA DEI TASSI GOVERNATIVI A LIVELLO GLOBALE HA UNA SPIEGAZIONE UNICA?

Indubbiamente il quadro macroeconomico internazionale si è rapidamente raffreddato nel corso delle ultime settimane.

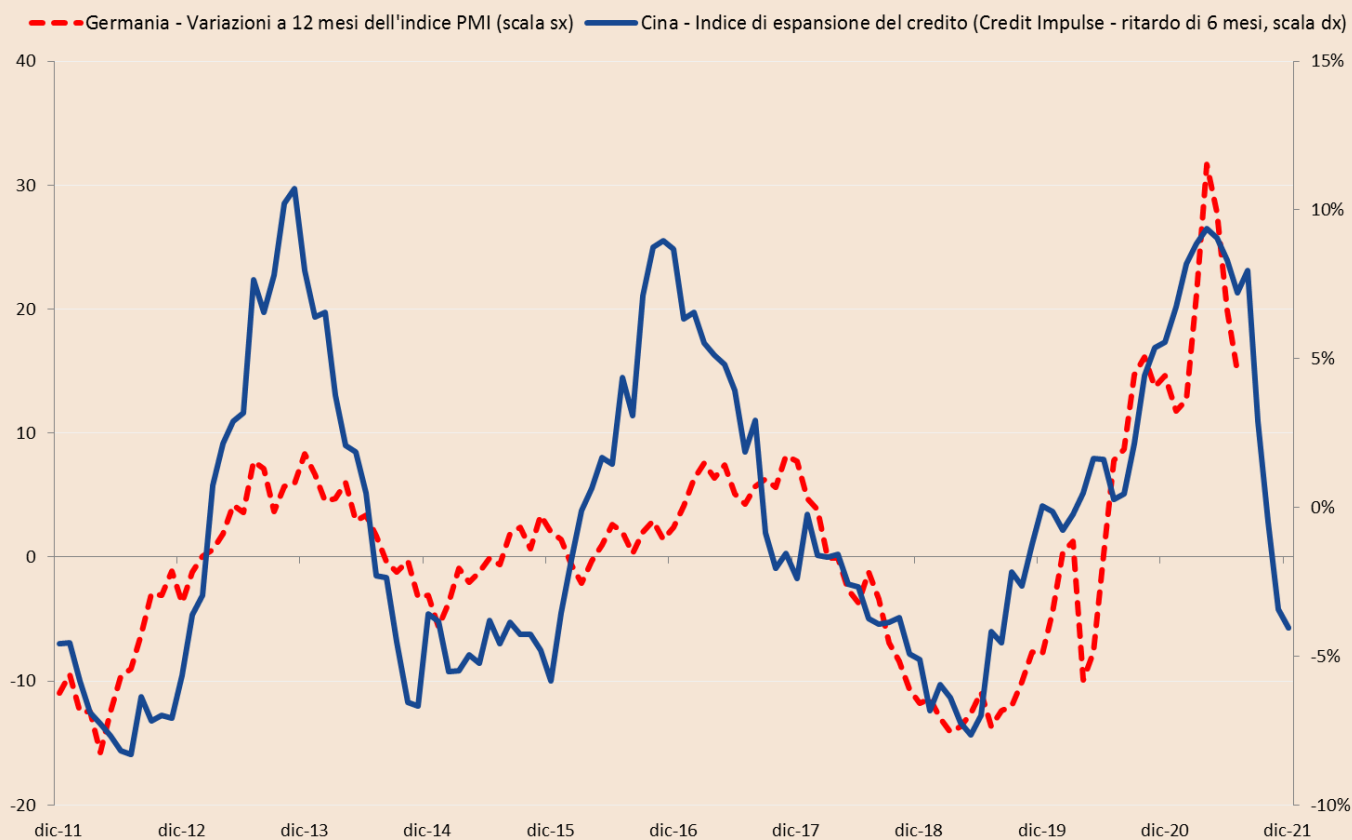
Una spiegazione ovvia a cui si ricorre è la diffusione crescente della variante Delta del coronavirus, che sta innescando con la sua maggiore contagiosità nuove ondate epidemiche inattese anche in Paesi con una significativa quota di popolazione già vaccinata. Il mutamento di prospettive ha impattato di più il

settore del turismo internazionale nel bel mezzo della stagione estiva dell'emisfero nord. Tuttavia il resto dell'economia globale non ha risentito particolarmente del mutato quadro epidemiologico ed sta continuando il suo percorso di ripresa.

Un secondo fattore esplicativo - meno ovvio - punta alla crescente influenza dell'economia cinese negli scambi internazionali con l'Occidente. Già da diversi mesi infatti il ciclo di espansione del credito bancario alle imprese in Cina stava mostrando un rallentamento marcato (cfr. Figura 2, linea blu) ed è passato in negativo proprio a partire da maggio 2021. Questo ha avuto degli effetti progressivi a cascata sui principali *partner* commerciali di Pechino, in special modo l'area Euro.

Figura 2

La dipendenza dell'*export* tedesco dalla domanda domestica cinese



Fonte: IHS Markit

La Figura 2 mette in relazione il ciclo di espansione del credito in Cina (in gergo tecnico il *credit impulse*, riportato con un *lag* di 6 mesi) connesso alla politica monetaria cinese con le variazioni a 12 mesi dell'indice dell'attività manifatturiera delle imprese tedesche. In altri termini, un aumento del credito ad imprese e consumatori in Cina tende a provocare, con un ritardo di circa 6 mesi, una variazione contestuale dell'attività delle imprese tedesche attraverso un aumento delle esportazioni verso la Cina. Se si considera che la relazione che lega questa due variabili è indiretta e diluita nel tempo, nell'ultimo decennio lo stimolo monetario all'economia cinese è stato sempre più frequentemente in forte correlazione con una crescita dell'attività industriale in Germania.

In questa prospettiva ci si può ragionevolmente attendere un ulteriore peggioramento delle prospettive di crescita nell'area Euro e negli USA nei prossimi mesi, che andrà ad influenzare il livello dei tassi di interesse governativi.

Naturalmente, al di là dei possibili fattori esplicativi comuni, ci sono notevoli differenze tra la situazione negli USA e quella europea.

IL CALO DEI TASSI IN USA SARÀ TEMPORANEO

Il fatto che la curva dei rendimenti USA a breve termine sia ancora in salita a fronte della discesa sul lungo e che il mercato del lavoro sia più in espansione del previsto sembra suggerire che il fenomeno di calo dei tassi sia determinato più che altro da fattori di mercato, rapidamente reversibili.

Innanzitutto l'offerta di *Treasuries* risulta temporaneamente ridotta dalla decisione delle autorità di ridurre rapidamente il conto di tesoreria governativo presso la banca centrale dal record di 1.790 miliardi di \$ del luglio 2020 ai livelli pre-pandemici (circa 400 miliardi di \$); questo obiettivo ora risulta largamente centrato. Inoltre gli operatori non riescono a valutare il *timing* della decisione della *Federal Reserve* (FED) sulla riduzione progressiva del ritmo di acquisti di titoli di Stato (il c.d. *tapering*) nonostante appaia imminente; pertanto qualsiasi strategia di *frontrunning* (i.e. la vendita anticipata di titoli) al momento appare congelata. A seguito della decisione, il *trend* potrebbe rapidamente mutare.

Infine alcuni analisti suggeriscono che sia proprio la forte esposizione degli speculatori su posizioni corte ribassiste ad alimentare paradossalmente il *rally* dei titoli a lungo termine. In parole semplici, gli speculatori prendono posizione vendendo a termine titoli governativi ad un prezzo che ritengono congruo per ottenere un profitto in caso di rialzo dei tassi di interesse e conseguente calo dei prezzi dei *Treasuries*. Se però il mercato si muove contro di loro per un tempo sufficientemente lungo (i.e. i prezzi dei titoli salgono), gli speculatori sono costretti a “coprire” le proprie posizioni comprando oggi i titoli governativi che si sono impegnati a consegnare; domani infatti potrebbe essere troppo oneroso.

Questo effetto paradosso amplifica la domanda di titoli governativi e sostiene il ribasso dei tassi di interesse, anche in assenza di reali ragioni strutturali.

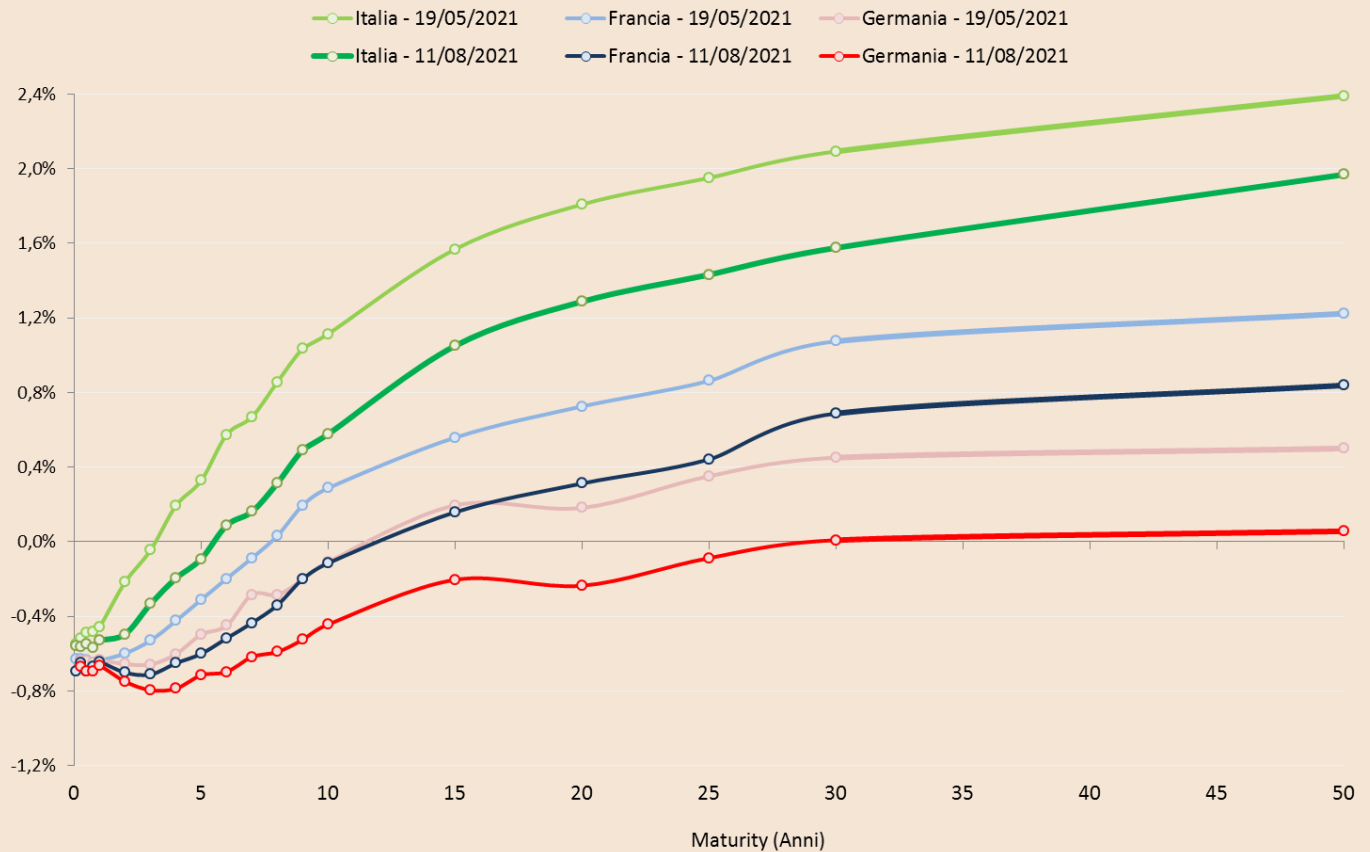
IL CALO DEI TASSI IN EUROPA SARÀ PIÙ PROLUNGATO

La situazione nell'area Euro appare invece più problematica e di difficile risoluzione.

La pressione al ribasso dei tassi - assente a maggio 2021 - si è fatta via via più evidente nel corso del mese di luglio: tra il 19/05 ed l'11/08, i rendimenti dei titoli a 10 anni hanno fatto registrare un decremento medio di circa 40 punti base, che diventano 50 su un orizzonte di 20 anni. Sul breve termine, i movimenti sono più piccoli ma comunque improntati al ribasso.

Figura 3

Area Euro - Term Structures dei rendimenti dei titoli governativi

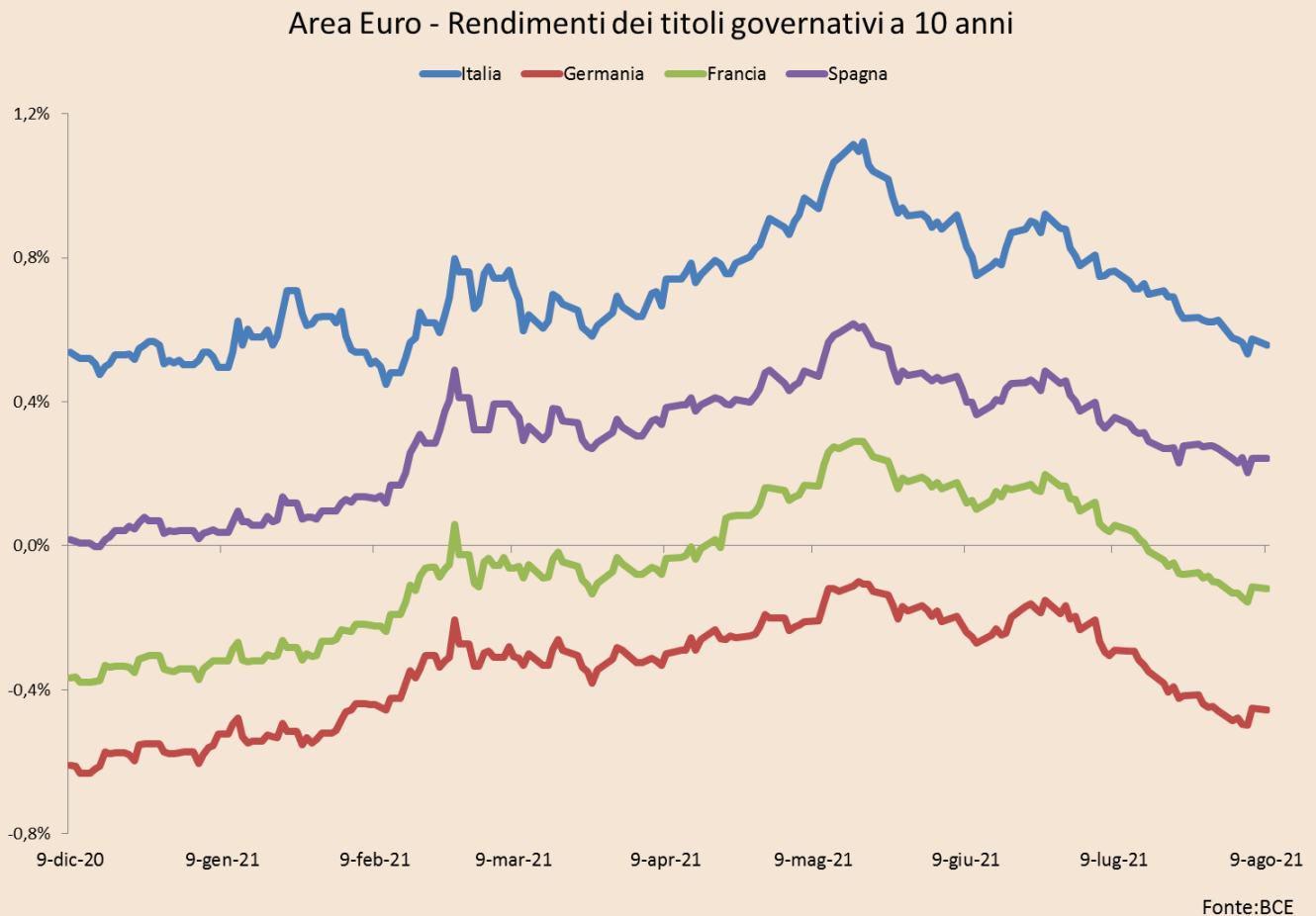


Fonte: BCE

Lo *shift* delle curve governative verso il basso riguarda tutte le principali economie dell'area Euro (cfr. Figura 3), con un effetto più che proporzionale sul debito dei Paesi periferici. Ad esempio a fronte di un decremento dei rendimenti a 10 anni per *Bund* tedeschi ed OAT francesi di circa 22 punti base, i BTP si sono mossi di 35 punti.

Osservando l'andamento nel tempo dei rendimenti dei titoli dei Paesi in analisi (cfr. Figura 4), si nota una correlazione pressoché perfetta: un primo periodo tra maggio e giugno 2021 caratterizzato da un ribasso "strisciante" ed un'accelerazione a partire da luglio.

Figura 4



Le ragioni del calo dei rendimenti possono essere solo parzialmente spiegate da fattori contingenti quali la ridotta offerta di titoli governativi durante il periodo estivo: in queste settimane l'emissione di nuovi titoli (soprattutto *Bund* tedeschi) è ai minimi annuali.

I fattori strutturali pesano maggiormente. Innanzitutto il ritmo della ripresa economica è molto più lento rispetto agli USA: ci si attende un recupero pieno del PIL a livelli pre-pandemici soltanto nel secondo trimestre 2022 quando l'economia USA ha già superato i valori pre-recessione di inizio 2020.

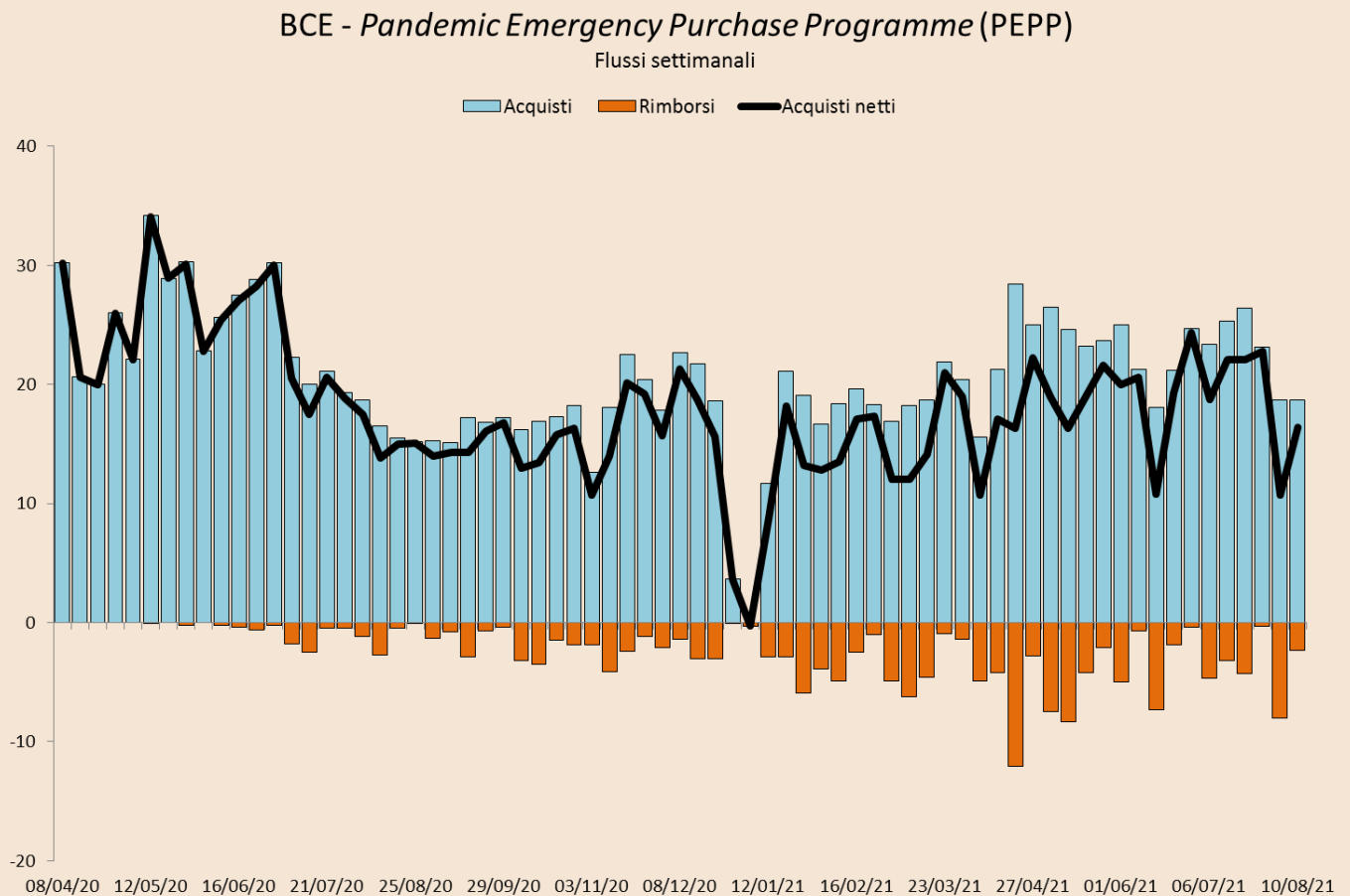
LA LINEA DI AZIONE DELLA BCE

Poi ci sono le mosse della banca centrale. Se in USA si discute sul *timing* del futuro *tapering* dello stimolo monetario e nel resto dei Paesi industrializzati (Canada, Australia, Svizzera, Giappone) è iniziato attivamente il ritiro delle misure espansive, in Europa qualsiasi decisione in tal senso sembra allo stato

attuale impossibile, nonostante le prese di posizione sempre più vocali dell'ala dei falchi della Banca Centrale Europea (BCE).

Nel corso del 2020 la BCE ha mostrato di avere uno strumento efficace nel contenere movimenti indesiderati dei tassi di interesse governativi: il programma pandemico di acquisto titoli (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). Lanciato nella seconda metà di marzo 2020, in poche settimane è arrivato a rappresentare l'80% di tutti gli acquisti netti di *assets* settimanali effettuati dalla BCE con valori superiori ai 35 miliardi di € per diverse settimane. Dopo il picco primaverile il ritmo si è assestato mediamente intorno ai 20 miliardi settimanali lordi, con un lieve incremento di 2-3 miliardi a partire dalla primavera 2021. Ad inizio agosto 2021 gli acquisti totali del programma hanno raggiunto i 1280 miliardi di € e si stima che per marzo 2022 si possa arrivare intorno ai 1.700 miliardi, lievemente al di sotto del limite massimo previsto di 1.850 miliardi (cfr. Figura 5).

Figura 5



Fonte: BCE

Il vantaggio del PEPP è stata la completa flessibilità nella determinazione del livello di acquisto necessario per ogni Paese e la rapidità di modifica ed esecuzione dei piani di acquisto settimanali, su cui il *board* ha avuto pieno controllo. Il PEPP è stato più efficace rispetto ad altri schemi di acquisto più standard come il PSPP per frenare tempestivamente le tensioni sul mercato secondario.

Ad oggi non esiste una vera *exit strategy* dal PEPP: la data fissata di marzo 2022 resta puramente indicativa e molti analisti convergono su un'ulteriore estensione della durata e del limite massimo di titoli acquistabili almeno fino all'estate 2022. Di sicuro l'avvio della discussione sulla strategia di uscita è stato posticipato da settembre a dicembre 2021 ed è plausibile che l'ultimo trimestre 2021 veda un ulteriore piccolo incremento dei titoli acquistati settimanalmente.

Di recente il presidente della *Bundesbank* Weidmann ha insistito di nuovo sulla necessità di agire riducendo la portata dello stimolo monetario in risposta alla crescita a breve termine dell'inflazione e senza tenere conto delle possibili ripercussioni negative sui costi di rifinanziamento dei debiti pubblici dei Paesi membri. La sua osservazione è però passata sostanzialmente inosservata sui mercati.

La *view* del mercato è chiara: se anche la ripresa economica globale verrà più o meno agganciata dall'Europa, la grande anomalia dei tassi di interesse negativi resterà ancora a lungo.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali