

Tassi, scatta l'allarme sui bond

PARTITE IN SORDINA VISTO CHE I VALORI ERANO ALTI DA ANNI, LE VENDITE DEI TITOLI DI STATO HANNO ACCELERATO IN SEGUITO ALL'ELEZIONE DI TRUMP. I RISCHI PER L'ITALIA

Eugenio Occorsio

Aveva ragione il saggio Steven Roach, che da capo economista della Morgan Stan-

ley ammoniva: «La questione del debito pubblico americano sembra inesistente perché gli Usa possono sempre piazzare i titoli in dollari ovunque nel mondo. Ma di questi titoli stanno facendo il

pieno gli investitori cinesi, ed è da incoscienti lasciare in mano alla Cina il destino dell'America e del mondo». Puntualmente, appena eletto il presidente più anti-cine-

se che si possa immaginare, dalle finanziarie di Shanghai è partito un gigantesco movimento di vendita di bond americani.

segue a pagina 2

Bond, esplode la bolla speculativa Tassi, inflazione e il fattore Trump

CROLLANO I PREZZI E SCHIZZANO I RENDIMENTI DI TUTTI I TITOLI DI STATO DOPO ANNI DI VALORI SOSTENUTI: I PIANI DI ESPANSIONE DEL PRESIDENTE ELETTO SONO STATI IN REALTÀ IL CATALIZZATORE PER UN FENOMENO GIÀ AVVIATO. PER L'ITALIA AUMENTA IL COSTO DEL DEBITO E SI ACCENTUANO I PROBLEMI DELLE BANCHE

Eugenio Occorsio

segue dalla prima

È l'effetto più destabilizzante e potenzialmente rovinoso di questi giorni post-elezione. Un po' ritorsione e un po' effetto psicologico. Come uno tsunami, la vendita dei *Treasuries* ha attraversato tutto il pianeta, e le quotazioni sono crollate, con alcuni *pit-stop* roventi, il primo dei quali guarda caso in Italia dove lo sconvolgimento del mercato dei bond rischia di avere pesantissime implicazioni. Nei primi tre giorni dopo la vittoria di Trump sono passati di mano, calcola Bloomberg, 1200 miliardi di dollari solo in titoli di Stato americani (mille di questi sarebbero transitati sull'azionario che infatti segna un record dopo l'altro). Ma potrebbero essere ancora di più visto che buona parte delle contrattazioni sui bond avvengono fuori mercato. Puntualizza Francesco Castelli, responsabile del fixed income di Banor Capital: «Trump è stato il catalizzatore di un movimento di smobilizzo globale che però era già cominciato in sordina da qualche settimana, visto che stava montando la preoccupazione di bolla speculativa in un mercato che continuava da anni a crescere. Da fine agosto il Treasury decennale ha perso il 5,8% di cui il 3,5 dopo Trump. Il movimento non risparmia i Btp italiani, che da settembre hanno perso il 7,5% di cui il

2,9% post-elezioni Usa».

Il problema è che il fenomeno non si arresta, «né si fermerà almeno per i primi due anni di presidenza Trump», scrive in una nota il think-tank MacroGeo. «Poi si vedrà, non è escluso che il presidente causi una recessione e quindi si ricomincerebbe con la deflazione e tutti gli annessi». La vendita però per ora interessa quantitativi sempre più grossi con un effetto-valanga che sta travolgendo i mercati emergenti - per i quali si fa sentire il *flight to quality* legato all'incertezza globale - per finire appunto con la "sponda Sud" dell'Europa. «Non si era mai visto niente del genere da almeno trent'anni», commenta Allen Sinai, presidente della Decision Economics di New York. «Tutto è partito non solo dalla Cina ma anche dal Giappone: i due Paesi detengono rispettivamente tre trilioni e un trilione e mezzo di bond americani», precisa Antoine Lesné, uno dei responsabili della ricerca di State Street. «Il Giappone ha appena cambiato politica monetaria perché il 21 settembre la Banca centrale ha deciso di ampliare il quantitative easing in modo illimitato, cioè comprare quanti titoli di Stato servono per fissare il tasso sullo zero». Se dev' comprare tanto, insomma deve anche vendere qual

cosa, e i bond americani sono un'opportunità.

La caduta dei valori ha determinato, come di regola, l'impennata dei tassi: il bond decennale di riferimento americano è schizzato dall'1,57 di prima delle elezioni a 2,30 alla fine della prima settimana, per poi salire a 2,33 alla fine della seconda settimana, cioè venerdì scorso, con forti ulteriori tensioni rialziste. Il trentennale, altro *benchmark* molto usato in America soprattutto per i mutui immobiliari (che infatti hanno dato immediatamente segni di sofferenza minacciando il mercato delle case), è salito - sempre da fine agosto - dal 2,4 al 3% con un'accelerazione dopo l'8 novembre. Nel mondo, il titolo più strettamente legato al Treasury bond è il bund tedesco, il cui rendimento si è impennato dal -0,2 al +0,3%. Intanto il Btp è schizzato dall'1,1 di metà agosto al 2,1% di venerdì scorso, stretto fra le incertezze internazionali e quelle nazionali per il referendum del 4 dicembre.

«Oltre che il *sell-off* con tutte le perdite che ha comportato, c'è da considerare che il valore intrinseco *mark-to-market* di tutti i

portafogli in bond a tasso fisso è crollato», commenta Francesco Caputo Nassetti, Ceo della Swiss Merchant di Lugano, una lunga esperienza di banchiere internazionale che l'ha portato negli anni 90 come capo della Comit in Giappone, «un Paese che cerca da vent'anni il modo per uscire dalla stagnazione ed evidentemente si è fatto prendere dal panico». Sta di fatto che il processo che si è innescato ha comportato una deriva così vistosa che potrebbe diventare strutturale. È andata così, ricostruisce Rocco Bove, responsabile per le obbligazioni di Kairos Partners che ha vissuto in sala operativa la notte elettorale: «Intorno alla mezzanotte americana, quando è stato chiaro che aveva vinto Trump, sono crollati sia la Borsa di Milano l'unica aperta in quel momento, che i futures azionari in tutto il mondo. Improvvisamente, alle tre del mattino, è cambiato totalmente il vento: le Borse, comprese quelle europee che intanto avevano aperto, hanno puntato decisamente al rialzo, i titoli di Stato invece hanno cominciato un crollo senza li-

miti. È partita una valanga di ordini di vendita che non si è fermata fino ad oggi». Cos'è successo in quelle tre ore? Possibile che sia tutto frutto del boicottaggio di cui si parlava? «Probabilmente c'è stata anche una valutazione tecnica: i mercati sono stati rassicurati dalle prime parole calme e pacificatorie di Trump - spiega Angelo Baglioni, economista internazionale alla Cattolica di Milano - ma anche preoccupati perché nello stesso discorso all'Hilton il presidente eletto ha confermato che varerà un maxi piano di spesa pubblica e di riduzione di tasse, foriero di sviluppo ma anche di debito e inflazione».

Ecco la parola chiave: inflazione. A causarla, l'aumento del debito pubblico Usa, calcola il Committee for a responsible federal budget, dall'attuale 104% del Pil al 145% nel 2024, alla fine di un ipotetico secondo mandato Trump. La spesa pubblica si combinerà

con la stretta su commercio estero e immigrazione, che farà salire i prezzi dei prodotti venduti in America e i salari dei lavoratori che occuperanno le posizioni più basse oggi occupate da stranieri a poco prezzo. Riassumiamo i punti portatori diretti di inflazione:

Infrastrutture. Aeroporti, ponti, strade e quant'altro costeranno 1000 miliardi in dieci anni. **Tasse.** I tagli alle imposte sia sugli individui che sulle società porteranno a un minore introito. Michelle Meyer, economista della Merrill Lynch, lo calcola «fra 4 e 6 trilioni in dieci anni, di cui 2-300 miliardi già nel 2017». Ma il Tax Policy Center prevede 7 trilioni di mancate entrate, e altri studi ancora arrivano a 9. **Difesa.** Trump vuole «ricostruire la forza dell'esercito americano», eliminare il sequester (il limite automatico alla spesa militare imposto dal Congresso quando Obama aveva la maggioranza) ed «espandere gli investimenti per la difesa». Risultato, 550 miliardi di nuove spese. **Protezionismo.** Non è detto che Trump riesca a far saltare il Nafta, misura troppo radicale geopoliticamente, ma ha già bloccato il trattato commerciale del Pacifico e di quello con l'Europa non vuole neanche sentir parlare. C'è poi la querelle con la Cina che eliminerà dal mercato un fattore di ribassi privilegiando il made in Usa.

Bisognerà vedere se il Trump presidente sarà più realista del Trump candidato, ma è tutto da verificare. Così come la posizione della Fed, chiamata il 13-14 dicembre, a dare una prima risposta. Dando per scontato il primo aumento, le nuove spinte inflattive porteranno ad accelerare la stretta, forse con tre anziché due misure nel 2017. La Fed continuerà il suo ruolo di «equilibratore» sui mercati ma la politica espansiva passa al bi-

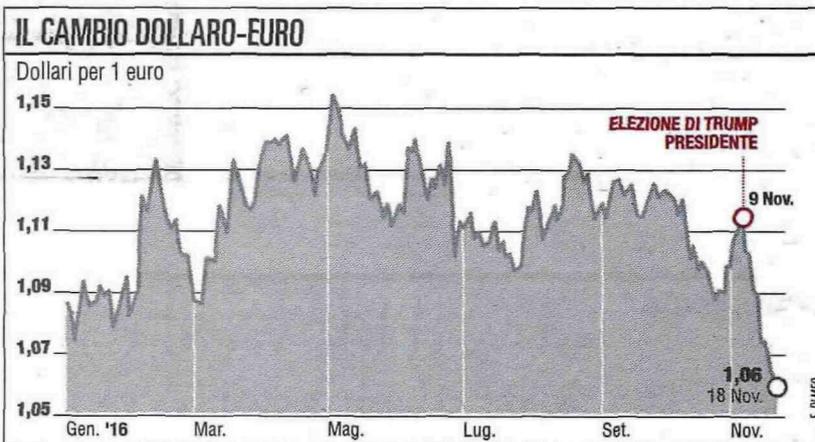
lancio federale, quindi quella monetaria diventerà restrittiva. E dall'altra parte dell'Atlantico? «C'è la situazione opposta. L'America è nel settimo anno di ripresa, l'Europa più indietro nel ciclo - aggiunge Caputo Nassetti - quindi la Bce manterrà per ora in piedi il quantitative easing e tutte le misure di politica monetaria, viste anche le difficoltà nell'approntare programmi fiscali espansivi. Però non può non cominciare a porsi il problema».

L'Italia in tutto questo è ancora una volta un vaso di coccio.

«Abbiamo segnali inquietanti su quale sarà la politica della nuova amministrazione», ha ammonito Pier Carlo Padoa-Schioppa citando esplicitamente la «divaricazione fra i mercati borsistici e quelli dei bond». Quello che preoccupa è che il repricing dei Btp sia avvenuto con un'uscita netta di investitori esteri, che possedevano prima di questa tempesta il 30% dei titoli italiani. Aggiunge l'economista Rainer Masera, già ministro del Bilancio: «Siamo rimasti indietro quanto a recupero dell'inflazione. Siamo gli unici ancora in deflazione e corriamo il rischio di trovarci esposti quando la Bce ridurrà le facilitazioni monetarie». Il rialzo degli interessi aumenta l'onere del debito pubblico «ma la perdita di valore agisce anche in direzione di una svalutazione del bilancio delle banche - ricorda

Masera - che ne possiedono in gran misura. Le banche italiane, strette fra Npl, ricapitalizzazioni e paralisi pre-referendaria, sono un fattore di destabilizzazione internazionale».

Il crollo dei bond insomma arriva in un momento delicato per il sistema finanziario italiano. «Sul sito del Transition team di Trump - informa Giovanni Sabatini, direttore generale dell'Abi e presidente dei banchieri europei - è stato pubblicato un box specificamente dedicato ai servizi finanziari in cui si afferma che la legge Dodd-Frank va smantellata in quanto non serve alla gente e anzi va ritenuta responsabile della tiepida ripresa Usa. Il Financial services policy implementation team lavorerà per sostituirla con nuove politiche che incoraggino la crescita e l'occupazione. In campagna elettorale Trump aveva poi accennato alla volontà di rivedere i poteri delle autorità di vigilanza e di voler adottare misure di sostegno per le community banks». Resta da vedere, dice Sabatini «in cosa consistessero le annunciate nuove politiche e quale sarà la loro portata ed efficacia per le banche. Come banche europee non vorremmo che l'approccio della nuova amministrazione si traduca in un mancato o limitato adeguamento agli standard regolamentari internazionali di Basilea. Sarebbe un durissimo colpo sul terreno competitivo tra banche americane ed europee».



LA RIFORMA FISCALE IN AMERICA

PROPOSTA TRUMP	ALIQUOTA SULLE IMPRESE	PROPOSTA REPUBBLICANA
dal 35 al 15%	■	dal 35 al 20%
condono forfettario al 10%	■	esenzione sui dividendi, sanatoria all'8,75% per i profitti di cassa e al 3,5% per gli altri
eliminazione	■	eliminazione
resta solo per importi superiori a 10 milioni	■	abolizione
da 6 a 3 aliquote 12, 25 e 33%	■	identica
uguale	■	riduzione del 50%
tetto di 100mila per single e 200mila per coppie sposate	■	elimina tutte le deduzioni tranne per i mutui e i contributi in beneficenza

A sinistra, **Donald Trump**, eletto 45° presidente degli Stati Uniti nella notte fra l'8 e il 9 novembre scorsi. Si insedierà il 20 gennaio



1

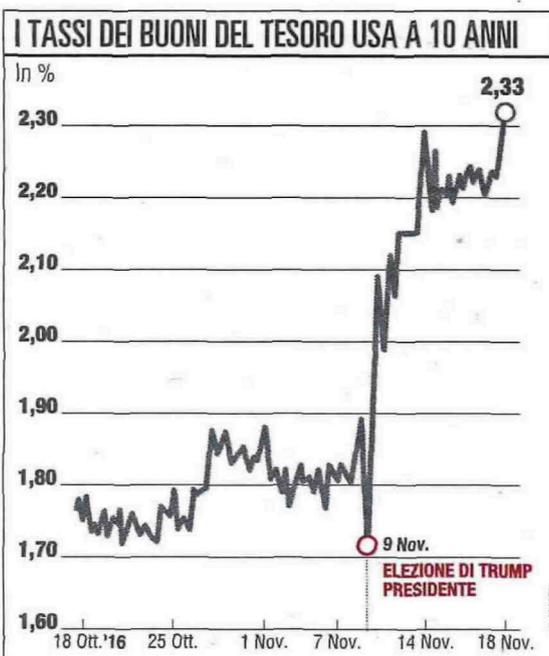


2



3

La presidente della Fed, **Janet Yellen** (1); il presidente della Bce **Mario Draghi** (2); il capo staff di Trump, **Rence Piebus** (3)



I "TREASURIES"

Nel grafico sopra, l'andamento dei tassi sui buoni del Tesoro decennali Usa, benchmark su cui si basa l'intera struttura dei tassi americani e in sostanza mondiali. Come si vede il rialzo già avviato negli ultimi mesi ha conosciuto una brusca impennata con l'elezione di Donald Trump con i suoi piani di espansione economica

[IL CASO]**Sulle tasse si tenta di battere i 100 giorni di Roosevelt**

Nella complessiva riappacificazione di Trump con l'establishment repubblicano consacrato dalla nomina del segretario del partito Reince Priebus a capo staff della Casa Bianca, rientra l'avvio della trattativa per la riforma fiscale con Paul Ryan, il più giovane speaker della Camera dal 1869 (lo è diventato a 45 anni nel 2015), un neoliberalista che era già riuscito nell'acrobatica manovra di riconciliare il Tea Party con il resto dei conservatori. Ryan già aveva fatto le sue proposte, in linea di massima analoghe a quelle di Trump con poche varianti come si vede nella tabella, che ora non andranno disperse ma si cercherà di conciliare con quelle del presidente. Le riduzioni fiscali, sostengono i repubblicani dai tempi di Reagan, portano alla lunga a un aumento del business complessivo, ma come nella precedente occasione è tutto da verificare. L'intenzione è comunque di fare presto: «La nuova proposta di legge sarà pronta entro i primi 100 giorni, come insegnava Franklin Delano Roosevelt», ha annunciato roboante Trump. Il riferimento non è casuale: era stato FDR nel 1933 ad inventare il cliché dei "100 giorni" applicato ancora oggi dai governi di tutto il mondo. Allora c'era da risanare in fretta il Paese dopo la Grande Depressione. Ora, secondo Trump, dopo «la disfatta di Obama».

