

Non solo Bce. Il debito italiano è stato sostenuto anche dal varo del Recovery Fund e dall'appetibilità dei rendimenti

La corsa dei BTp non è ancora finita ma ci sono dei rischi

Maximilian Cellino

Il 2020 entrato da qualche settimana nel suo quarto conclusivo sarà un anno ricordato a lungo, anche per i BTp. Nell'arco di pochi mesi i titoli di Stato italiani sono metaforicamente scesi nell'inferno dei bond, per poi ascendere di nuovo al paradiso rappresentato dai minimi storici raggiunti proprio in questi giorni dai rendimenti del decennale. Un cammino di recupero dallo shock causato a marzo da Covid-19 lungo il quale la Banca centrale europea ha esercitato un ruolo di sostegno fondamentale.

Dopo l'incomprensione iniziale causata da quel «non siamo qui per ridurre gli spread» pronunciato dal presidente, Christine Lagarde, l'Eurotower ha svolto egregiamente la propria parte acquistando titoli pubblici italiani per oltre 136 miliardi di euro a partire dai giorni segnati dal picco dei contagi Covid-19 di metà marzo. Attraverso il programma «tradizionale» Psp e soprattutto il piano pandemico Pepp l'istituto centrale ha in pratica coperto le emissioni nette effettuate in questo 2020 nel corso del quale il Governo ha dovuto per forza allargare i cordoni della borsa in misura mai vista in precedenza.

Rendimenti ghiotti, per quanto?

Anche le banche italiane non sono mancate fra i sottoscrittori del debito nazionale, e se la quota in mano alle famiglie resta minimale, gli investitori esteri hanno ricominciato ad affacciarsi timidamente soltanto in estate (successivamente all'avvio delle trattative per un Recovery Fund di ampia portata) dopo essersela data letteralmente a gambe nella fase più acuta del lockdown legato alla pandemia. A riportare sui BTp la loro attenzione ha contribuito un rendimento che nel mondo sviluppato (e in una fase in cui regnano i tassi negativi o ridotti a decimali di punto) non ha molti rivali, ma che adesso inizia anche a ridursi sensibilmente.

Gran parte della «curva» italiana - fino alla scadenza tre anni almeno, come ci ricorda l'asta del Tesoro di

ieri - è infatti finita sottozero in questo autunno, e c'è già chi si chiede se pure il BTp decennale riuscirà prima o poi ad avere un segno negativo davanti al rendimento. Gli analisti restano però scettici su quest'ultimo argomento: «Crediamo che la "carestia di rendimenti" possa estendersi fino alle scadenze 2027 o 2028», osserva **Francesco Castelli**, responsabile del reddito fisso di **Banor Capital**. Un'opinione, la sua, condivisa da Marie-Anne Allier, gestore obbligazionario di Carmignac, quando fa notare come a tasso tedesco invariato sui livelli attuali attorno a -0,50% «per vedere il decennale italiano allo 0% servirebbe uno spread Italia-Germania a 50 punti base che ci riporta a prima della crisi finanziaria globale e del debito euro, quando il rischio sovrano non veniva considerato in modo equo dagli investitori».

In alternativa, il fenomeno del BTp a dieci anni negativo potrebbe realizzarsi con una Bce che abbassa ulteriormente i tassi di interesse (come non ha del tutto escluso qualche settimana fa la stessa Lagarde) fino a -1% o magari -2 per cento. Teoricamente non impossibile, questa eventualità viene però ritenuta poco probabile da parte dei gestori: «L'Eurotower - ammette Castelli - è consapevole che una mossa del genere avrebbe conseguenze perverse, in particolare sui bilanci delle banche commerciali e credo preferisca estendere all'infinito le manovre di acquisto dei titoli o espandere la lista delle attività acquistabili, piuttosto che incattivirsi sui tassi inutilmente negativi».

La spinta Bce (e non solo)

Quest'ultimo elemento, l'appoggio quasi incondizionato che verrà garantito dall'istituto centrale ai singoli Stati (e non soltanto all'Italia) nei prossimi mesi e possibilmente oltre resta l'elemento chiave, anche se non l'unico, alla base dell'orientamento favorevole che i gestori mantengono nei confronti dei titoli governativi dell'area euro. «L'offerta netta di obbligazioni sarà negativa per il resto del 2020 e nel 2021 e abbiamo finalmente ottenuto un sostegno storico dalle istituzioni Ue

tramite il Recovery Fund», fa notare Allier, ricordando d'altra parte come «l'enorme quantità di liquidità iniettata nel sistema dalle banche centrali garantisce l'esistenza della domanda, indipendentemente dalle condizioni di mercato, a maggior ragione per Paesi con spread più elevati come l'Italia».

A completare il quadro contribuisce poi uno scenario politico che al momento appare in grado di generare minori pressioni rispetto al passato. «L'Italia - nota in generale Darrell Delamaide, analista di Investing.com - è percepita come particolarmente vulnerabile perché la coalizione di governo a Roma è fragile, ma la reazione favorevole del mercato al voto del mese scorso, quando la Lega non è riuscita a fare passi avanti in regioni chiave come la Toscana, ha contribuito molto a rassicurare gli investitori».

Tassi bassi, non all'infinito

Prospettive in generale favorevoli non significano tuttavia che i tassi italiani potranno collocarsi su un livello più basso rispetto all'attuale quando si estende (anche di poco) l'orizzonte temporale, e non soltanto perché il nostro Paese è inevitabilmente più esposto a eventuali fenomeni di fuga dal rischio da parte degli investitori. «Il fatto che la Bce e la Ue stiano attualmente agendo come una rete di sicurezza non implica che questa situazione sia destinata a durare per sempre», avverte Allier.

Il mercato potrebbe infatti rapidamente scontare il fatto che la quantità di denaro senza precedenti iniettata nel sistema possa portare a una maggiore crescita, ma anche a più inflazione e quindi rendimenti più elevati. «La curva dei rendimenti - spiega il gestore di Carmignac - potrebbe quindi tendere a irrigidirsi, con un aumento dei rendimenti a lungo termine e prezzi delle obbligazioni inferiori». In un contesto simile la probabilità di vedere tassi più elevati sui titoli di Stato italiani, specie a scadenza più elevata, è rilevante nel medio periodo, anche se lo spread fra Italia e Germania dovesse restringersi ancora.

136

MILIARDI EURO

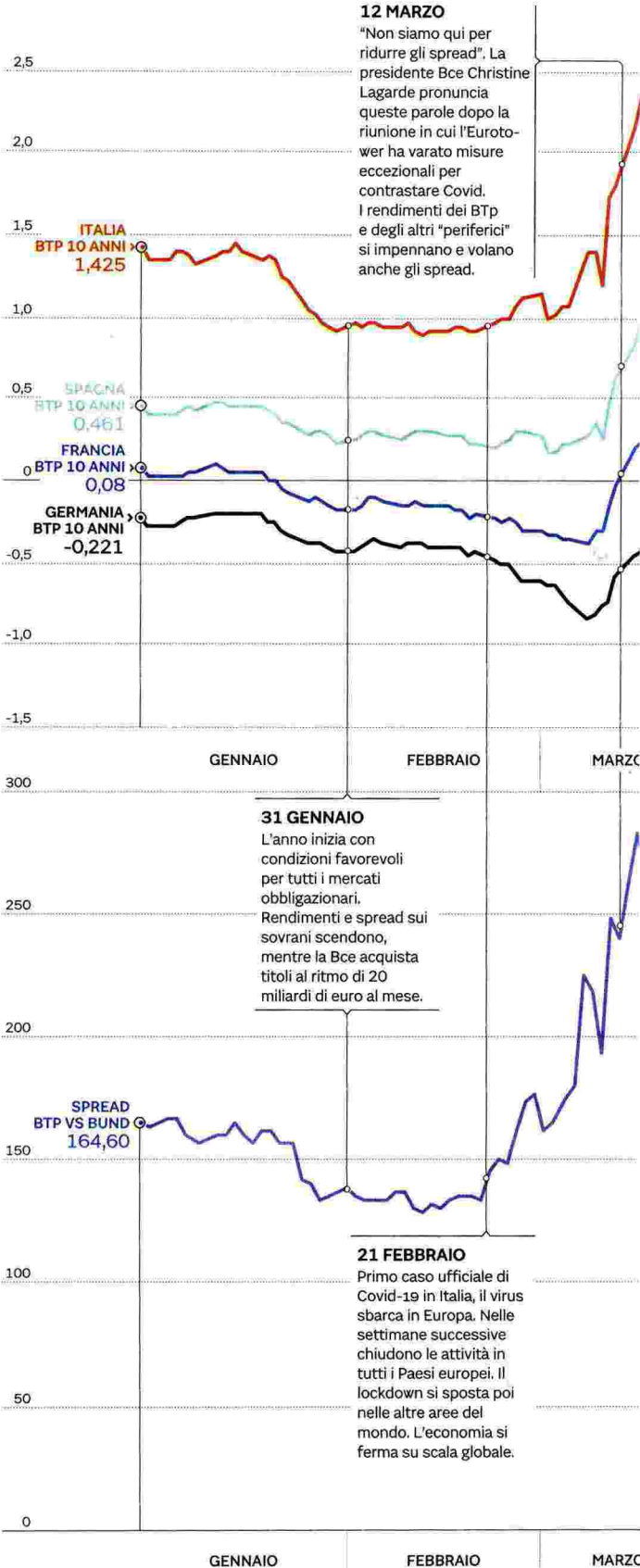
È l'ammontare di titoli di Stato italiani acquistati dalla Bce attraverso i piani Psp e Pepp dall'apice della crisi Covid, a metà del marzo scorso, fino a settembre 2020

Difficile per il decennale italiano raggiungere rendimenti sottozero, ma le prospettive a breve termine restano favorevoli

Il 2020 sotto la lente

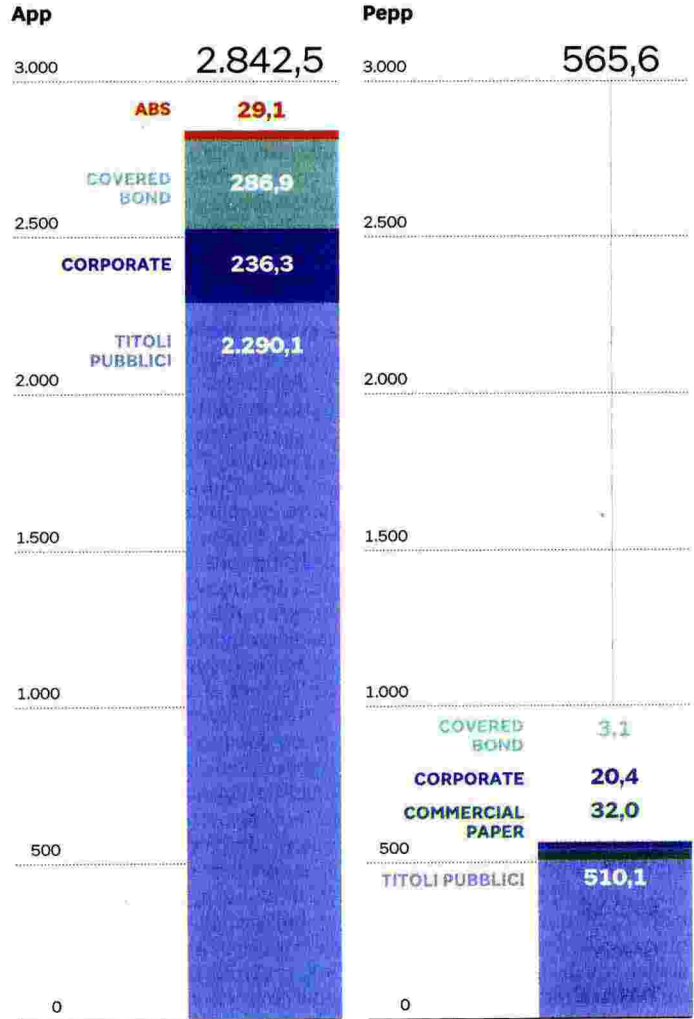
LA CRISI COVID VISTA DAI BOND SOVRANI

Rendimento in percentuale dei titoli decennali di Italia, Francia, Germania e Spagna e spread BTP-Bund in punti base
Dati aggiornati al 13 ottobre

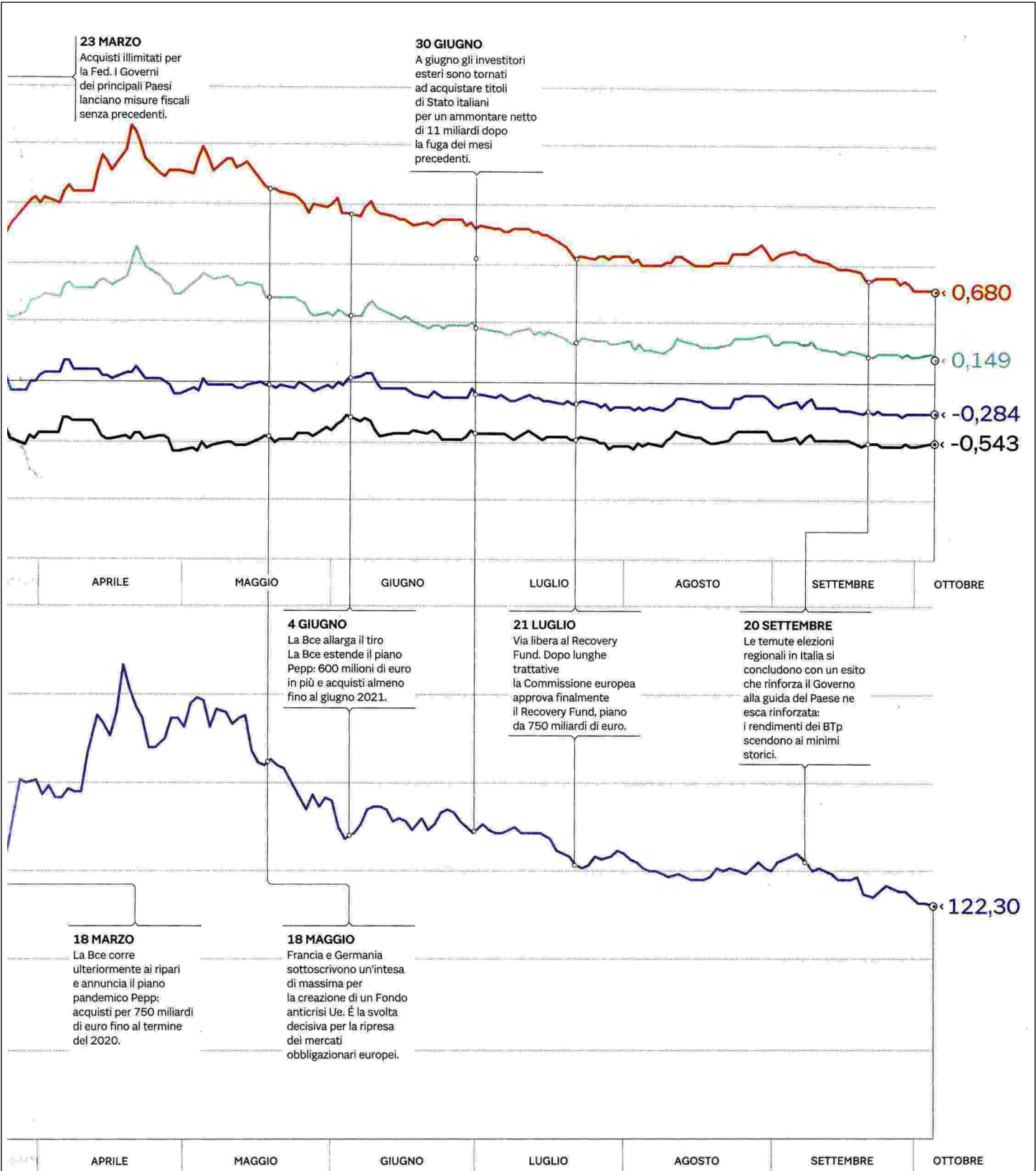


TITOLI DETENUTI DALLA BCE

Fine settembre. Ammontare in mld euro



Fonte: Bce

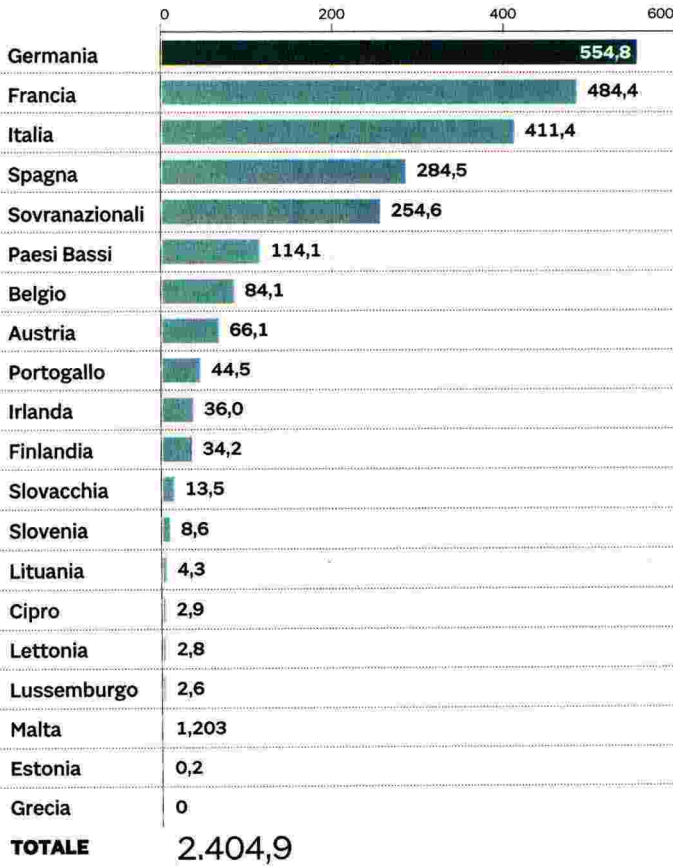


I TITOLI PUBBLICI ACQUISTATI DALLA BCE

Ammontare in miliardi di euro

Pspp

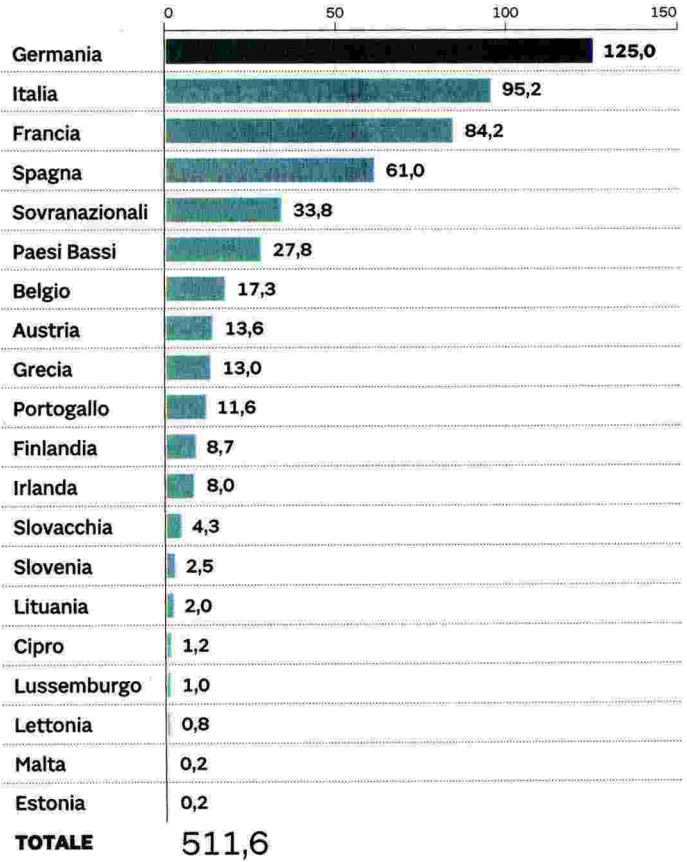
Titoli in portafoglio



Fonte: Bce

Pepp

Acquisti netti



FOCUS SUI PAESI

1 IL CONFRONTO

I Treasury Usa rendono di più

La dinamica

L'indice total return, cioè con il re-investimento della cedola, sulle scadenze decennali statunitensi dà inizio anno, in euro, vanta una performance dell'8,5%. Si tratta dell'andamento migliore rispetto alle principali scadenze a livello mondiale. I corrispettivi giapponesi, ad esempio, sono in rosso del 4,7%

2 IL PORTO SICURO

Il tasso del Bund sempre negativo

Il paradosso

Qualcuno di voi pagherebbe per prestare dei denari? La risposta è ovviamente negativa. Eppure accade con il Bund tedesco, e con tanti altri titoli, che hanno un rendimento negativo. Tra le motivazioni di questa situazione c'è l'eccesso di liquidità in circolazione che cerca un approdo sicuro in periodi di crisi.

3 IL DIFFERENZIALE

Spread BTP Bund, strada in discesa

Le due velocità

Ad inizio anno la differenza di rendimento tra il decennale Italiano e quello tedesco era di 164,6 punti base. Poi, in scia allo scoppio della pandemia, lo Spread arriva ben oltre i 260 basis points. Dopo, grazie anche all'intervento della Bce e ai piani di politica fiscale Ue, l'indicatore scivola a quota 122.

4 DATI MONDIALI

La pericolosa corsa dei debiti

Il rapporto con il Pil

La spesa pubblica, realizzata da molti Paesi per contrastare la crisi economico-sanitaria, ha fatto schizzare verso l'alto i debiti pubblici. Secondo le più recenti stime il rapporto debito/Pil degli Usa è, ad esempio, previsto avvicinarsi al 140% nel 2021. Quello dell'Eurozona, invece, è stimato poco sotto il 100%