

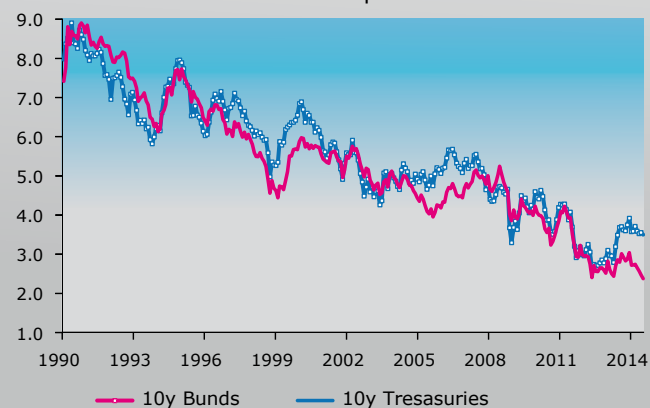
La ripresa dei rendimenti: aspettando Godot?

Klaus Wiener, Head of Tactical Asset Allocation e Chief Economist di Generali Investments Europe, società di gestione del risparmio del Gruppo Generali, spiega perché i livelli di rendimento sono ancora così bassi, nonostante una forte riduzione dei rischi sistemici nell'area euro.

Rendimenti storicamente bassi

I rendimenti a lungo termine nei mercati dei titoli pubblici core sono scesi a livelli estremamente bassi. Il rendimento dei titoli a 10 anni del Tesoro USA, ad esempio, ha raggiunto il livello minimo dell'1,4% a metà del 2012. E sebbene i rendimenti negli Stati Uniti siano risaliti un po' da allora – attualmente il tasso sui titoli a 10 anni si aggira attorno al 2,5% – i rendimenti dei Bund sono scesi a luglio al nuovo minimo storico dell'1,1% (vedi grafico). A questi livelli estremi, i tassi reali di interesse sono spesso in territorio negativo, danneggiando così gli investitori in termini di protezione contro all'inflazione. È importante notare, inoltre, che queste dinamiche non sono un fenomeno di breve durata. Infatti, i tassi a lungo termine hanno seguito una costante dinamica decrescente dai primi anni Novanta (vedi grafico). Durante i primi anni, questa tendenza è stata guidata da fattori fondamentali, quali la politica monetaria

Steady Decline in Bond Yields
in % p.a.





(tassi di riferimento più bassi), l'inflazione (costante calo verso livelli in linea con gli obiettivi di crescita dei prezzi) e il secolare rallentamento delle traiettorie di crescita nel mondo avanzato (con l'effetto di deprimere i rendimenti a lungo termine). Tuttavia, la vera sorpresa è stata la caduta dai livelli attorno al 4% prevalenti nell'ultimo decennio ai minimi storici registrati attualmente.

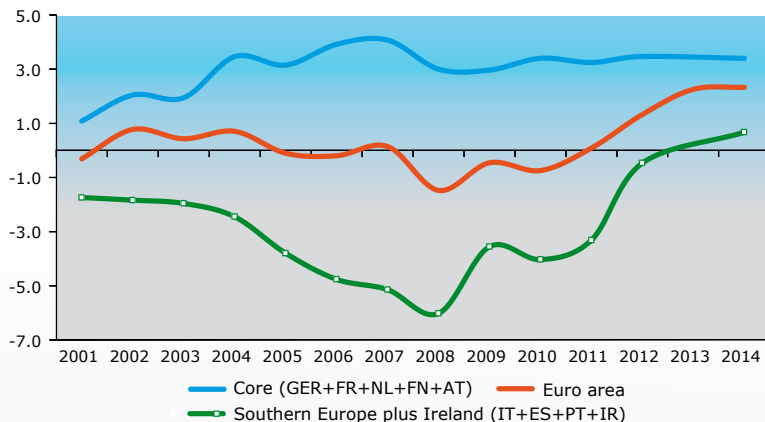
Considerando le aspettative di Consensus in questi anni, gli analisti hanno costantemente sottovalutato l'entità del calo nei rendimenti. Per i Bund, l'errore medio annuale si è aggirato attorno ai 90 punti base. Per i titoli del Tesoro USA, l'errore è stato perfino di 120 punti base. Queste continue previsioni di chimerici rendimenti più elevati ricordano la situazione descritta in una commedia di Samuel Beckett del 1953, dove due persone sono in attesa di un tal "Godot", certe che stia per arrivare, ma la loro attesa rimarrà vana.

Con il senno di poi è ora più semplice capire cosa abbia spinto i rendimenti a questi minimi storici. È stata la serie di **eventi senza precedenti** che si sono verificati negli ultimi anni. Tutto ha avuto inizio con la Grande Crisi finanziaria del 2007 degli Stati Uniti, che ha portato a una crisi bancaria globale e, a cascata, alla crisi economica mondiale del 2009, la più grave dalla Grande Depressione. A causa dell'utilizzo delle leve fiscali al fine di attenuare la fase recessiva e dell'aumento dei rendimenti a lungo termine in alcuni paesi, nel 2011 la sostenibilità del debito pubblico in parte dell'area euro è stata messa in discussione. Molti mercati dei titoli di Stato sono stati declassati. Alcuni osservatori hanno perfino messo in dubbio la futura esistenza dell'euro, e questo ha prodotto flussi estremi di capitale verso i mercati obbligazionari sicuri e liquidi. Questo "*flight-to-quality*" è stato uno dei fattori responsabili dell'ultima fase di forte calo dei rendimenti core. Altrettanto importante è stata la decisione delle banche centrali di abbassare i tassi di riferimento a zero e di adottare strategie di "*quantitative easing*".

Dalla metà del 2012 le cose hanno preso una svolta decisiva per il meglio. Da una parte l'**economia statunitense** ha fatto grandi progressi nel superare la crisi. Il sistema bancario è stato ricapitalizzato con successo e dopo un rapido compimento del processo di *deleveraging*, la crescita del credito è tornata in territorio positivo. La maggior parte degli economisti che stanno analizzando la più grande economia del mondo si aspetta un'accelerazione della crescita a ritmi superiori al potenziale del 2,5%. Anche nell'**area euro**, i segni di stress sono notevolmente diminuiti. Inizialmente il processo è stato innescato dal discorso del presidente della BCE

Current Account Balances in the Euro Area

in terms of nominal GDP in %, yearly data



Mario Draghi del 2012, in cui prometteva che avrebbe fatto "tutto il possibile" per salvare l'euro, ma in seguito è stato sostenuto dal miglioramento dei fondamentali. Per esempio, il disavanzo delle partite correnti nell'Europa meridionale e in Irlanda, uno dei problemi più pressanti dell'area euro, è stato eliminato con successo (vedi grafico). Questo ha abbassato i saldi TARGET2, che durante

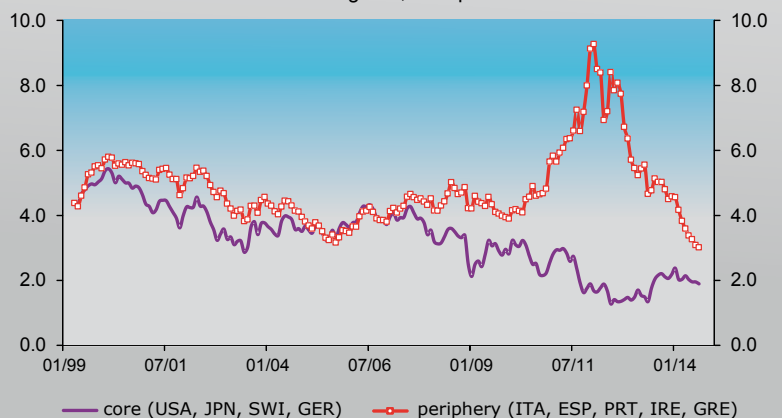
la crisi sono stati costantemente nel mirino degli euro-scettici. Inoltre, il sistema bancario nell'area dell'euro è stato ampiamente ricapitalizzato. Infatti, i rapporti core Tier1 sono ora il doppio della media pre-crisi.

L'insieme di questi fattori ha abbattuto i rendimenti nei cosiddetti mercati obbligazionari periferici. In Spagna, Italia e Irlanda i rendimenti sono scesi a livelli difficilmente immaginabili al culmine della crisi dell'euro. Nel segmento 1-3 anni, i rendimenti in tutti e tre i mercati hanno toccato i nuovi minimi storici, scendendo al di sotto dell'1%. Lo stesso è avvenuto per le obbligazioni a lunga scadenza i cui rendimenti vengono ora negoziati a meno del 3%. Nel mercato delle obbligazioni *corporate high yield*, alcune società stanno scambiando con rendimenti addirittura inferiori rispetto al debito *core*. Questa è un'indicazione precisa del fatto che la **frammentazione finanziaria** nell'area dell'euro stia diminuendo. Da notare è che, nel quadro generale dei rendimenti, i tassi di interesse sui mercati obbligazionari più colpiti dalla crisi sono diminuiti in modo sostanziale (anche i titoli di stato greci si scambiano ora a meno del 7% nel segmento 10 anni: una differenza enorme dalle cifre a due numeri raggiunte al picco della crisi), eppure i rendimenti *core* nella zona euro non sono saliti. Ciò è in netto contrasto con i movimenti di mercato durante il culmine della crisi, quando esisteva una chiara correlazione negativa tra rendimenti *core* e periferici in Europa (vedi grafico).

Quali sono le ragioni che hanno spinto in positivo questa correlazione, senza riuscire a riportare i rendimenti dei principali titoli di Stato a livelli più normali?

Yield on 10-year Government Bonds

GDP-weighted, in % p.a.



I principali "colpevoli" sono le **banche centrali**. Con i tassi di riferimento così bassi, hanno inchiodato i rendimenti a lungo termine a livelli in cui i creditori vengono danneggiati in termini reali. Alcuni operatori del mercato hanno sostenuto che si tratti di una mossa voluta per aiutare i governi a ridurre i livelli di debito. Nella letteratura economica, questo fenomeno è stato soprannominato "repressione finanziaria". Noi abbiamo forti dubbi sul fatto che questo sia il motivo principale. Prima di tutto, nonostante i tassi di inflazione siano generalmente bassi, i rendimenti reali non sono così bassi da fare una grande differenza in termini di debito pubblico. Storicamente, la repressione finanziaria ha avuto successo quando i tassi reali erano bassi, da meno 3 a meno 4%. I livelli odierni sono molto più alti e i tassi reali non sono molto diversi da zero nei paesi *core* e decisamente positivi nel Sud Europa.

Ancora più importante, pensiamo che i tassi chiave siano mantenuti così bassi per aiutare le economie a rimettersi in marcia (**credit easing**). Ed è improbabile che questo quadro cambi a breve termine. Negli Stati Uniti, la Fed userà l'anno 2014 per terminare gradualmente e con molta cautela il suo programma di *quantitative easing*. E solo se le condizioni del mercato del lavoro migliorassero ulteriormente sarà implementato un primo rialzo dei tassi. Ciò detto, anche se un ciclo di rialzo dei tassi venisse messo in moto a metà del 2015, come ci aspettiamo, sarà molto più

mite rispetto agli episodi precedenti. Questo è stato evidenziato di recente dal presidente della Fed Yellen, che ha sostenuto che ora i tassi chiave aumenteranno a un ritmo molto più lento rispetto a quanto i modelli standard di politica monetaria suggerirebbero (ad es. regola di Taylor). Dal momento che l'inflazione è destinata a rimanere sotto controllo sullo sfondo di una stabilità dei prezzi dell'energia (grazie all'aumento delle attività di "fracking" negli Stati Uniti), di aumenti salariali contenuti e della bassa crescita del credito, nemmeno i rendimenti a lungo termine saliranno eccessivamente. Nelle nostre proiezioni a lungo termine per i prossimi tre anni, prevediamo che il movimento al rialzo dei rendimenti a 10 anni del Tesoro si interrompa attorno al 3,5%, un livello ancora contenuto se paragonato ai precedenti storici.

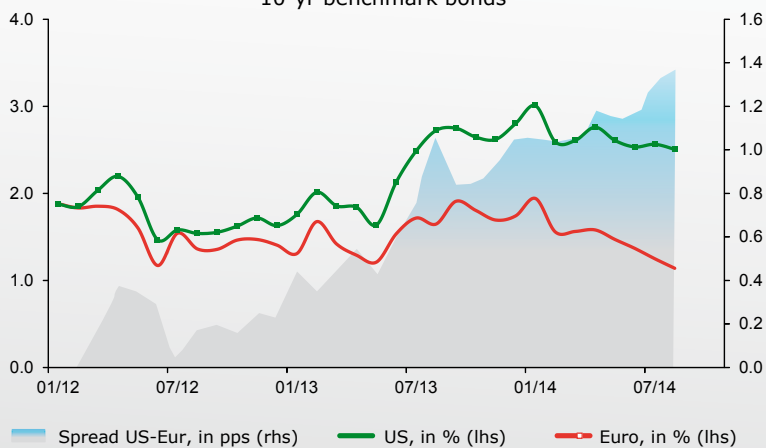
Per l'area dell'euro, il fenomeno degli **bassi rendimenti a lungo termine** è ancora più forte. In primo luogo, la traiettoria di crescita della zona euro rimarrà estremamente bassa, vista la continua necessità di ristrutturazione di alcune grandi economie dell'area euro, quali Francia e Italia. Semmai, per i prossimi tre anni ci aspettiamo una crescita dell'area euro attorno all'1%. In secondo luogo, dal momento che la competitività internazionale non è ancora sufficientemente alta, sarà necessario



un proseguimento della svalutazione interna per migliorare i conti con l'estero. In un'unione monetaria, questo obiettivo può essere raggiunto solo se i tassi di inflazione sono inferiori di quelli all'estero.

Ci aspettiamo quindi che i **tassi di inflazione** nei paesi dell'Europa meridionale rimangano estremamente bassi, consentendo così alla BCE di mantenere i tassi di riferimento a zero ancora a lungo. E dal momento che i tassi di politica monetaria rimarranno bassi, la domanda di titoli più rischiosi, come i bond periferici, contribuirà anch'essa a mantenere i rendimenti bassi, compresi nei paesi precedentemente colpiti dalla crisi. In alcuni casi, saranno perfino possibili tassi di interesse più bassi degli attuali.

Yields and Transatlantic Spread 10-yr benchmark bonds



Ovviamente, con rendimenti del Tesoro USA più alti, anche i rendimenti nell'area euro saranno soggetti a pressioni al rialzo. Dubitiamo tuttavia che tale movimento sarà egualitario tra le due aree. Lo spread tra Treasury e Bund è già molto ampio (vedi grafico) e riteniamo che possa aumentare ulteriormente. Come ha recentemente

commentato un alto esponente di ECB: le situazioni monetarie tra l'America e l'Europa probabilmente divergeranno per un lungo periodo, "per diversi anni".

Aspettando Godot?

I **rischi sistemici** per l'area euro sono scesi notevolmente e la più grande economia mondiale, gli Stati Uniti, sembra destinata a crescere con più vigore. Tuttavia, con una politica monetaria ancora impegnata a peccare per eccesso di cautela dopo la serie senza precedenti di crisi profonde e il conseguente abbassamento dei tassi di inflazione, non ci aspettiamo una crescita sostenuta dei rendimenti dei titoli di stato. La

fame di rendimento degli investitori in questo ambiente rimane molto alta, e ciò vale anche per i mercati sottoposti a una forte pressione durante la crisi. Dagli Stati Uniti può venire una lieve spinta al rialzo per i rendimenti dell'area euro. Ma ribadiamo tale spinta al rialzo sarà contenuta. Godot alla fine potrebbe anche presentarsi, ma c'è il rischio che si riveli ben più piccolo di quanto molti investitori stanno sperando.



©istock.com/wip.plus



Klaus Wiener

Head of Tactical Asset Allocation

