

ASSOCIAZIONE DIRITTO AL FUTURO ETS-APS

OSSERVATORIO DI FINANZA INTERNAZIONALE

## **SCENARIO FINANZIARIO INTERNAZIONALE**

RASSEGNA DEI PRINCIPALI FATTI DEL TERZO TRIMESTRE E LA POLITICA  
DEI TASSI DI INTERESSE A ZERO

di Alessandro Samorì

NUMERO 4 – SETTEMBRE 2019

© Associazione Diritto al Futuro ETS-APS, 2019  
Via Mantova 19, 10153 Torino - Italia

Siti internet

<http://www.dirittofuturo.org>

<http://www.dirittoalfuturo.eu>

<http://www.righttothefuture.org>

Profilo Facebook

Diritto al Futuro ETS - APS

Account Twitter

@DirittoalFuturo

Indirizzo di posta elettronica:

[info@dirittofuturo.org](mailto:info@dirittofuturo.org)

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte



## SOMMARIO

Uno sguardo generale .....	5
Tassi a zero, anzi, negativi. ....	5
Si inverte la curva dei tassi di interesse .....	6
I movimenti dei principali asset finanziari .....	6
I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina .....	7
Stati Uniti.....	7
Europa .....	8
Cina .....	11
Tassi di interesse a zero, anzi, negativi. Dobbiamo preoccuparci?.....	12
Che cosa sono i tassi di interesse e perché sono così importanti .....	12
Che cosa sono le obbligazioni .....	13
La curva dei tassi di rendimento .....	15
L’Inasprirsi del calo dei tassi di interesse: verso uno scenario “giapponese” mondiale? .....	17
Conclusioni.....	20

## Uno sguardo generale

### Tassi a zero, anzi, negativi.

Lo scenario di fondo dell'economia mondiale non è cambiato nell'ultimo trimestre. L'Europa si conferma "il grande malato" del mondo (almeno a guardare i dati della crescita economica), la Cina prosegue nel cammino verso la riduzione della propria crescita (l'incremento annuale del PIL è passato da un + 6,4% a un + 6,2%, numeri ancora invidiabili rispetto a quelli delle economie mature, ma ormai più che dimezzati rispetto al periodo pre-crisi), mentre gli Stati Uniti continuano con una sorprendente salute, almeno apparente, della loro economia, se la si legge sul fronte della crescita del PIL (2%) e dei dati occupazionali (e con la disoccupazione ai minimi storici). Sullo sfondo però, anche per gli USA, continua l'erosione della produzione industriale e della fiducia delle imprese che, prima o poi, potrebbero avere effetti sulla crescita complessiva e sull'occupazione stessa. Il tutto in uno scenario internazionale in cui continua la guerra commerciale (tra Cina e USA) a suon di minacce, mancati tentativi di avvicinamento ed inasprimento reciproco dei dazi sulle importazioni.

Se nello scorso report avevamo trattato di inflazione, e della sua tendenza, ormai conclamata, ovunque, verso il basso, cercheremo in questa sede di analizzare più a fondo il tema dei tassi di interesse e del loro trend attuale verso lo zero. Se il trend al ribasso è stato continuo e sensibile almeno dal 2008 ad oggi, la nostra sensazione, come abbiamo ampiamente già scritto, è che il cambio di passo, partito dagli Usa, sia avvenuto tra il dicembre del 2018 e il gennaio di quest'anno per poi influenzare tutto il resto del mondo.

In quel lasso di tempo è avvenuto qualcosa che sicuramente stona rispetto a ciò che normalmente avviene, secondo i manuali di economia e secondo le serie storiche, nelle fasi di espansione (come quella che stanno da ormai 10 anni vivendo gli Usa). La FED infatti è passata, in maniera piuttosto repentina, da una politica monetaria restrittiva ad una espansiva, invertendo un trend che pareva naturale e durava ormai dal 2015: tassi in rialzo e portafoglio titoli in contrazione. Nulla di diverso ha fatto nel frattempo l'Europa, che ha continuato con la sua politica dei tassi a zero e di iniezioni di liquidità e che ad una fase monetaria restrittiva, del resto, mai aveva nemmeno pensato.

In quest'ultimo trimestre tale processo (riduzione dei tassi di interesse e iniezione di liquidità nel mercato, pur in assenza di recessione) si è ulteriormente inasprito. Nell'ordine: gli Usa hanno ricominciato ad abbassare i tassi di interesse (non accadeva da 11 anni), la BCE ha ricominciato a stampare moneta e quindi a comprare bond (statali e privati) a tempo "indeterminato" abbassando ulteriormente i tassi (già negativi) a cui concede alle banche commerciali di depositare denaro presso di sé: da -0,4% a -0,5%. Le banche commerciali quindi dovranno pagare per depositare i soldi in BCE (anche in Svizzera e Giappone la situazione non è diversa, da tempo). La maggior parte dei bond statali emessi dai paesi più "virtuosi" d'Europa (Germania, Olanda, Danimarca...) sono ormai negativi per tutte le durate, anche quelle decennali.

Gli altri paesi si stanno molto rapidamente accodando: Australia e Nuova Zelanda, un tempo in grado di erogare cedole superiori al 7%, hanno ulteriormente ribassato i loro tassi di interesse (sono ora all'1%) con prospettiva di portarli addirittura a zero nel prossimo anno.

Se questo sia un processo fisiologico e il risultato di un trend macro di livello mondiale legato alla riduzione della crescita demografica ed economica o se sia l'ennesimo "calcio al barattolo" per cercare di ritardare il momento della resa dei conti in cui bisognerà iniziare a pagare i debiti ed accettare che qualcuno non sarà in grado di farlo qualora dovesse esserci una recessione (e quindi una diminuzione dei redditi con cui si pagavano i debiti), non è dato ancora saperlo. È certo che se fossimo in questo secondo caso, il ritorno alla realtà potrebbe essere molto duro, ma soprattutto, il tempo guadagnato in questo anno sarebbe probabilmente servito (oltre che, magari, a far rieleggere un presidente) solo ad inasprire la durezza di tale resa dei conti.

## Si inverte la curva dei tassi di interesse

Nel mese di agosto (finalmente, verrebbe quasi da dire), è avvenuta la tanto annunciata inversione della curva dei tassi di interesse americani. Ciò significa che un titolo di stato a 2 anni ha un rendimento annuo maggiore di un titolo di stato decennale. Il fenomeno è una chiara anomalia che si verifica quando i tassi di interesse futuri sono visti in forte ribasso: questo, negli ultimi cento anni, in 7 casi su 9, è stato un indicatore di recessione. Approfondiremo questo aspetto, finanziario, nell'ultima parte, ma se si vuole leggere lo stesso fenomeno sul fronte macroeconomico, il ragionamento potrebbe essere il seguente: la domanda di prestiti a 10 anni si abbassa perché le aziende investono meno (i prestiti decennali sono solitamente legati a investimenti di lungo periodo), mentre rimane forte quella per i prestiti a breve (normalmente quelli contratti dai consumatori), dato che i consumi rimangono ancora sostenuti. Che l'attività manifatturiera e la fiducia delle imprese sia in calo, del resto, è confermato da tutti gli indicatori, anche in Usa, nonostante la loro crescita complessiva (espressa dal Pil), rimanga fortemente positiva. La responsabilità di tale crescita potrebbe quindi essere prevalentemente dovuta ai consumi, che sono ancora elevati (infatti i prestiti a 2 anni sono diventati più cari rispetto a quelli a 10, proprio perché le famiglie continuano a indebitarsi per consumare, anche solo utilizzando le carte di credito)<sup>1</sup>.

Seguendo questo ragionamento, dato che, alla fine, in assenza di investimenti, non si va avanti molto con la crescita economica, la recessione potrebbe essere davvero prossima. Questa chiaramente non è una profezia, ma solo il tentativo di analizzare le informazioni che ci fornisce il mercato (che peraltro suffragherebbero il fatto che gli Usa abbiano iniziato ad abbassare i tassi pur con una economia in apparente salute). Non ci rimane che attendere.

## I movimenti dei principali asset finanziari

Rischieremo di ripeterci, rispetto allo scorso trimestre, andando ad analizzare il comportamento dei principali asset finanziari, che confermano un dubbio di fondo sulla reale natura di questa euforia della borsa (e in generale di questa inesplorata situazione della finanza mondiale). Da un lato l'indice azionario più importante al mondo, l'S&P 500 (che racchiude i 500 principali titoli della borsa USA), continua a stazionare sui massimi di sempre e pare invulnerabile ad ogni tipo di evento esogeno e rischio geopolitico, che siano le tensioni con l'Iran, la Cina, o le crescenti conferme da parte dell'OCSE dei pericoli di recessione mondiale (già alle porte in Europa). Dall'altro, però, i beni difensivi non hanno cessato la loro corsa: si è accelerata la crescita dell'oro e dello Yen e, infine, il decennale americano (bene rifugio per eccellenza) continua a stazionare verso i massimi degli ultimi 3 anni.

La realtà potrebbe essere che questa apparente schizofrenia dei mercati sia spiegabile da un fenomeno affatto nuovo nello scenario finanziario mondiale, che sono proprio quei tassi a zero ormai quasi ovunque, che storicamente hanno sempre favorito la crescita delle azioni. Nello stesso tempo, la capacità per le imprese di finanziarsi a tassi molto bassi non fa che inasprire la tendenza alla possibile creazione di una bolla azionaria, con i cosiddetti buy back: le aziende ricomprano le loro azioni riducendo il flottante sul mercato, ma assicurandosi maggiori utili. Preferiscono fare così piuttosto che investire il medesimo denaro nel mercato reale (a discapito quindi della crescita reale dell'economia): questo potrebbe spiegare, almeno in parte, la carenza di investimenti.

Nello stesso tempo, però, anche le obbligazioni (soprattutto quelle tedesche) sono ai massimi di sempre<sup>2</sup>. Questo si può spiegare almeno in due modi: da un lato i tassi sono tenuti a zero da almeno due delle più importanti banche mondiali, la BCE e la Bank of Japan; dall'altro gli stessi asset obbligazionari scontano uno scenario futuro in cui le cose non cambieranno e i tassi (soprattutto in USA dove sono ancora positivi)

---

<sup>1</sup> Il reddito complessivo di un paese (e quindi il suo Pil) è dato dalla somma di: consumi, investimenti privati, spesa pubblica ed esportazioni nette.

<sup>2</sup> Le dinamiche dei prezzi e dei rendimenti delle obbligazioni sono l'argomento della seconda parte del rapporto.

potrebbero scendere ancora, perché in realtà, nel futuro, l'economia non andrà più così bene e si cadrà in una recessione economica dai risvolti di cui, mai come ora, non si conosce l'impatto sull'intero sistema economico e finanziario. Ed ecco allora che, oltre alle azioni (tanto di soldi in giro che ne sono davvero tanti) si compra anche ciò che normalmente quando le azioni salgono in teoria dovrebbe scendere e cioè l'oro, i bund tedeschi e quelli giapponesi (che nulla rendono ma garantiscono la tenuta del capitale nel caso le cose si mettano male).

## I principali fatti economico-finanziari in USA, Europa e Cina

### Stati Uniti

L'andamento dell'economia americana ha registrato segnali contrastanti, seppur l'andamento dei dati chiave, il PIL e l'occupazione, rimanga positivo e non faccia per ora intravedere alcun segnale di recessione.

Il prodotto interno lordo si mantiene infatti su un invidiabile crescita annua (avendo in mente i dati europei) del 2% e la disoccupazione è ai minimi di sempre, al 3,7%; nonostante questo, l'inflazione è sotto controllo all'1,7%, e quella core (che esclude i prodotti petroliferi e i beni alimentari) è costante: 2,4%.

Meno incoraggianti, come nel trimestre precedente, sono invece i dati della produzione industriale (che è vicina alla crescita zero: 0,4%), e quelli relativi allo stato generale del settore industriale (l'indice ISM manufacturing è sceso sotto i 50 punti, solitamente considerati come lo spartiacque tra un'economia in salute e una che si avvia alla recessione).

Questi ultimi dati, uniti alle pressioni continue del presidente Trump e all'inasprirsi della tensione dovuta alla guerra commerciale con la Cina, hanno portato la FEDeral Reserve, dopo 11 anni, a ricominciare ad abbassare i tassi di interesse. Nelle riunioni di luglio e di settembre la FED ha ridotto il tasso ufficiale due volte dello 0,25%, portandolo dal 2,5% al 2%.

Sul fronte internazionale si sono inasprite le tensioni legate alla guerra commerciale, per la quale, non solo non ci sono segnali di un possibile accordo, ma si è assistito a un inasprimento delle misure, con un ulteriore aumento, che avrà effetto da ottobre, del 10% sui dazi su alcuni prodotti Cinesi; dazi che stanno iniziando ad influire, come si vedrà in seguito, sulla bilancia commerciale della Cina (che ha ridotto il suo surplus), ma non ancora su quella americana (che continua ad aumentare il suo deficit), dato che pare che gli importatori si stiano rivolgendo ad altri mercati da quello cinese. La Cina, dal canto suo, nello stesso mese di agosto, ha imposto ulteriori dazi su 75 miliardi di dollari di prodotti USA (con aumenti tariffari ulteriori dal 5 al 10%).

Le pressioni di Trump sulla FED affinché allarghi le maglie della politica monetaria sono anche legate al rafforzamento crescente del dollaro (sia sull'Euro che sullo yuan cinese). Negli ultimi 12 mesi il Dollar index (l'indice pesato della forza del dollaro rispetto a un paniere delle principali valute) è passato da 93 sino quasi a sfiorare quota 100, con una lenta ma inesorabile crescita dovuta sia alla buona situazione dell'economia americana rispetto al resto del mondo, sia alla differenza dei tassi di interesse rispetto agli altri paesi<sup>3</sup>.

Un dollaro forte, infatti, rischia di inficiare le manovre di dazi contro gli altri paesi (Cina ed Europa) dato che riduce di fatto il costo dei loro prodotti. Per questa ragione, dal mese di agosto, sono cresciute da parte di Trump le accuse, sia all'Unione Europea sia alla Cina, di manipolare le proprie valute e, soprattutto, da più parti, si è ipotizzato che gli USA stiano pensando ad una politica attiva da parte del governo per la svalutazione della propria moneta<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Il tasso di interesse è uno dei principali mover della forza di una valuta. Se i depositi in dollari rendono di più di quelli in euro, questo tenderà a rafforzare la domanda di dollari, facendo apprezzare la valuta rispetto all'euro, e viceversa.

<sup>4</sup> <https://www.fxstreet.com/news/us-pres-trump-discussed-ideas-to-weaken-dollar-in-cabinet-level-meeting-cnbc-201907261447>

## Europa

Sul fronte macroeconomico la zona euro fa rilevare una conferma del rallentamento della crescita registrato nell'ultimo anno. A luglio le ultime previsioni della commissione europea stimano un PIL in crescita nel 2019 del 1,2% e del 1,4% nel 2020 (la stima precedente per quest'anno era del 1,5%).

Se l'Italia rimane in coda a tutte le stime di crescita (con la medesima prevista sostanzialmente a 0), il dato che più preoccupa è l'erosione della crescita della Germania, per la quale tutti i dati rilevati nel trimestre sono in calo, dal PIL (negativo dello 0,1% nel secondo trimestre e con una crescita annuale dello stesso stimata allo 0,4%) alla produzione industriale (in calo del 5% rispetto all'anno precedente).

Il principale indicatore sullo stato generale dell'economia tedesca, lo ZEW, già ai minimi dal 2012 (quando l'economia era in recessione) si è confermato negativo (da -24 a -22,5). Anche l'indice Manufacturing PMI (figura 1), che indica lo stato del settore della produzione industriale, si conferma ai minimi dal 2012.

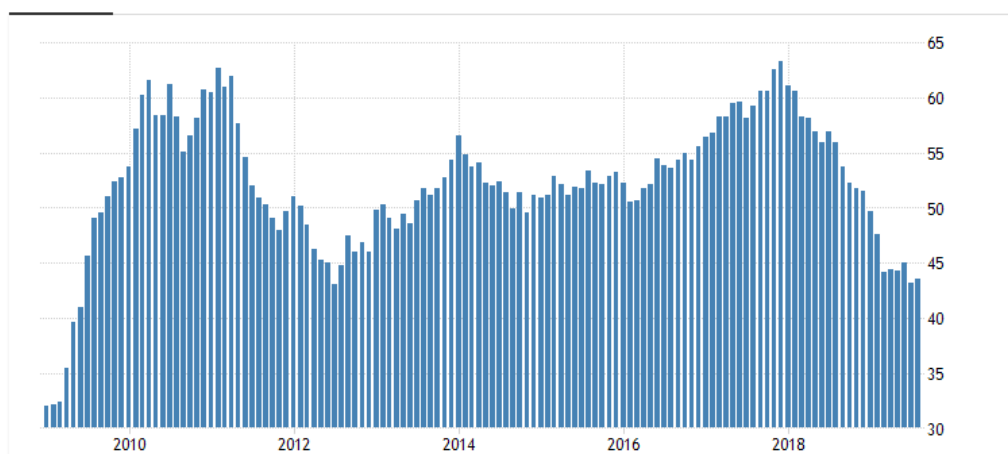


Figura 1 - Indice Manufacturing PMI Germania  
Fonte: tradingeconomics.com

A fronte di questa situazione, come largamente atteso, nel mese di settembre la BCE ha ulteriormente "allentato" la politica monetaria. Da un lato, dopo nemmeno un anno dal suo termine, è stato rilanciato il programma di quantitative easing (QE) per l'acquisto di 20 miliardi al mese di obbligazioni da parte della BCE. L'acquisto di titoli (tramite il rinnovo di quelli in scadenza) non era mai stato sospeso, ma dal 2019 la BCE aveva cessato di acquistarne di nuovi. Ora la crescita del bilancio della BCE (cioè dei titoli che la banca detiene in portafoglio) ricomincia, ma soprattutto, non viene data alcuna indicazione sui tempi della sua durata. Questo ha portato i commentatori a parlare di QE infinito e di giapponesizzazione dell'economia europea. È importante tuttavia ricordare che, secondo le regole attuali, il QE "illimitato" potrebbe trovare degli ostacoli dovuti al fatto che esistono dei limiti di acquisto da parte della BCE, pari al 33% per ogni emissione di titoli di Stato (per evitare una eccessiva concentrazione), sebbene si stia iniziando a pensare ad un innalzamento di tale tetto<sup>5</sup>.

Oltre a questo, la BCE ha lasciato i tassi di riferimento a zero (il tasso a cui la BCE presta denaro a breve termine alle banche per garantirne la liquidità), ma il tasso di deposito (già negativo dello 0,4%) è stato ulteriormente abbassato allo 0,5%. Quest'ultimo è il tasso che le banche ricevono quando depositano il denaro presso la banca centrale: essendo il tasso negativo, questo significa che le banche devono pagare per depositare il denaro presso la BCE. Da questa onerosità dei depositi sono state escluse le riserve obbligatorie. L'intento della manovra è di incentivare le banche a prestare soldi, ma d'altro canto, come vedremo meglio nell'ultima parte, rischia di mettere in difficoltà ulteriore le banche europee stesse.

<sup>5</sup> <https://www.ilsole24ore.com/art/il-nuovo-qe-non-potra-durare-lungo-mancano-titoli-mercato-ACeExDk>



Come già aveva fatto nella riunione della BCE di luglio, in quella di settembre Mario Draghi ha ribadito la necessità, per l'Unione Europea, qualora l'erosione della crescita economica dovesse prolungarsi (seppur ritenga che una recessione sia al momento improbabile), di non limitarsi ad attendere ulteriori mosse della politica monetaria (che ormai, a dire il vero, pare aver esaurito i propri strumenti), ma di intervenire con politiche di tipo fiscale. Il riferimento è evidentemente alla necessità che i governi nazionali e la UE si spendano per favorire investimenti (ed eventuali riduzioni delle tasse) che possano dare uno stimolo all'economia reale (cosiddetta politica fiscale).

A questo proposito è utile ricordare che la prima asta di prestiti agevolati alle banche denominata TLTRO 3 (essendo la terza edizione), avvenuta a settembre, è andata quasi deserta e sono stati distribuiti meno di 4 miliardi rispetto a una quota prevista tra 20 e 100, con una adesione di appena 28 banche, mentre nell'ultima asta della seconda edizione del TLTRO, avevano aderito in 474. In sintesi, parrebbe che il problema non sia la mancanza di denaro, ma che non si sappia a chi prestarlo. Le ragioni possono essere due: le aziende non hanno abbastanza fiducia per investire, oppure chi vorrebbe investire (o comunque indebitarsi) non è ritenuto abbastanza affidabile perché si possa rischiare di concedergli un prestito (consumatori a basso reddito non in grado di offrire sufficienti garanzie).

Fare politica fiscale significa fare investimenti pubblici ed (eventualmente) anche abbassare le tasse, significa fare più deficit: una politica a cui una parte dei paesi membri dell'Unione sono storicamente contrari. A questo si aggiunge la difficoltà oggettiva per alcuni paesi (che già hanno un debito elevato) di fare politiche in deficit.

Gli scambi internazionali e la logica di indebitamento che ne segue (se sono un paese importatore sarò anche indebitato con l'estero e viceversa) si reggono su un principio cardine, almeno dagli anni '70: gli Stati Uniti spendono (importando più di quello che esportano) e il resto del mondo presta loro denaro per finanziare tale spesa (acquistando titoli di debito americano). Il risultato di tutto questo è stato che gli Stati Uniti hanno, da allora, una bilancia commerciale costantemente negativa e un indebitamento netto con l'estero (innanzitutto verso Germania e Giappone e, negli ultimi dieci anni, in maniera crescente, verso la Cina). Questo spiega perché l'Europa (e innanzitutto la Germania), possano essere spaventati da un acuirsi della tendenza ad inasprire i dazi commerciali colpendo le esportazioni e in particolare quelle di prodotti finiti. Il grafico di figura 2 mostra la differenza tra l'area Euro e gli Stati Uniti, in % sul proprio PIL, dell'esportazione di prodotti manifatturieri.

Se un paese esporta di più di quello che importa tenderà ad accumulare ricchezza (avanzo). La Germania, storicamente, è un paese con saldo con l'estero positivo (se si escludono i dieci anni successivi alla riunificazione), che quindi ha accumulato surplus (ricchezza) rispetto agli altri paesi. La sua scelta di fondo (con l'eccezione del periodo post riunificazione appunto) è sempre stata quella di accumulare risparmi piuttosto che fare investimenti (nonostante la raccomandazione del trattato di Maastricht affinché i paesi non avessero un surplus commerciale superiore al 6% all'anno) e mantenere un pareggio di bilancio evitando di fare spesa pubblica in deficit. In una economia aperta, e in modo particolare in una economia fortemente interconnessa come quella dell'Unione europea, gli investimenti in un paese (e la spesa pubblica) hanno effetti benefici sull'economia di tutta l'area, pertanto la Germania è stata accusata di favorire il proprio saldo con l'estero e preservare il proprio bilancio., evitando costantemente di veicolare i surplus sugli investimenti e la spesa pubblica esacerbando la stagnazione europea e nello stesso tempo ha beneficiato, a seguito della nascita dell'euro, di un cambio più favorevole di quello che sarebbe potuto essere quello col marco tedesco<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Il dibattito su questi temi è piuttosto acceso e meriterebbe una trattazione a parte. L'adesione all'euro ha portato la Germania ad avere una valuta più debole di quanto non lo fosse il marco e questo ha ulteriormente agevolato le sue esportazioni. Chiaramente non bisogna dimenticare i vantaggi che hanno avuto i paesi più indebitati dell'area Euro. Attraverso la loro adesione alla moneta unica, tra le altre cose, i tassi sul loro debito si sono fortemente abbassati.

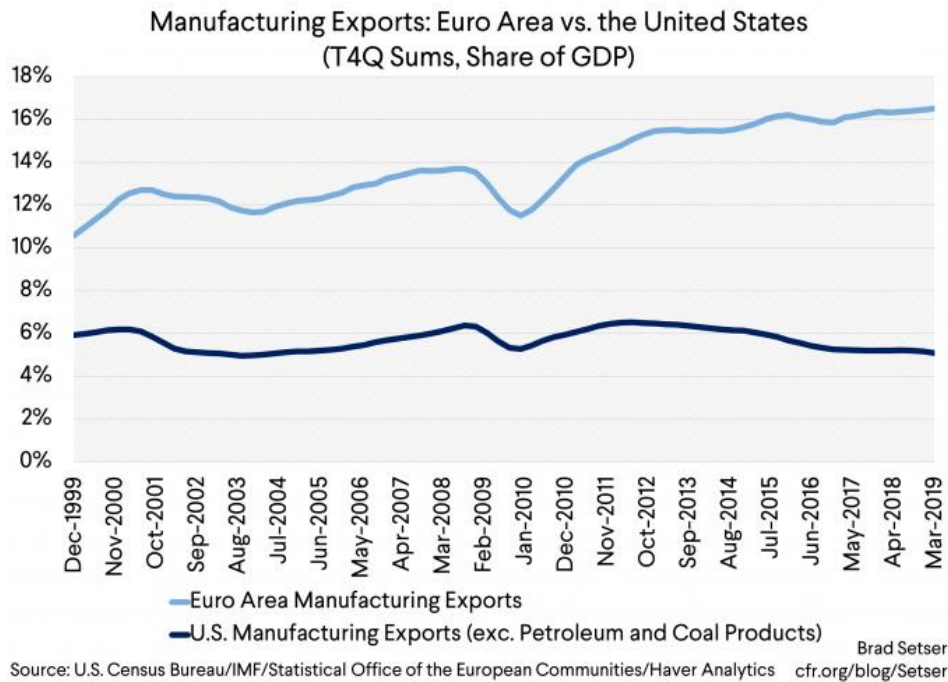


Figura 2 - Incidenza dell'esportazione di prodotti manifatturieri in Europa e USA espressa in percentuale sul PIL

Ora, di fronte ad una politica monetaria che ormai pare aver sparato tutte le proprie cartucce e ai richiami ad una politica fiscale che possa stimolare la crescita e ad appelli "chi può spendere spenda" (ribaditi nell'ultimo mese non solo da Draghi, ma anche dalla nuova Presidente della BCE Christine Lagarde), la Germania non può che sentirsi la principale imputata.

Trainata dalle esportazioni e in difficoltà a seguito dell'imposizione dei dazi americani su alcuni settori, il progressivo erodersi delle performance economiche tedesche (unito alla preoccupazione che le misure americane volte a favorire i propri prodotti possano inasprirsi) aveva in realtà già fatto intuire dal mese di agosto che qualcosa si potesse muovere, quando la stessa Angela Merkel aveva parlato della possibilità di investimenti in ambito ambientale e una deroga alla sacra regola del pareggio di bilancio. Di pari passo è in atto il dibattito tra gli amministratori locali per un eventuale piano di investimenti pubblici (pur per ora solo in ipotesi) di quasi 500 miliardi di euro<sup>7</sup>.

La strada pare ormai tracciata, ed esauriti tutti gli strumenti della politica monetaria, la politica economica europea sarà dominata dallo scontro tra sostenitori dell'austerità e coloro che, invece, chiedono maggiore flessibilità di bilancio e soprattutto, a chi può farlo, di spendere di più. Le ricette sul tavolo potranno essere, non solo quelle, banalmente, di una maggiore spesa da parte dei singoli paesi, ma, tra le altre, anche quelle di un sistema di solidarietà europea che si basi sull'emissione di un debito pubblico comune, tramite i cosiddetti eurobond, che possano finanziare la spesa dei paesi più in difficoltà (a costi inferiori di quanto avverrebbe se ognuno facesse da sé). Il processo potrebbe essere molto lungo, date le diverse opinioni e, come sempre, divisioni, tra i diversi stati membri.

<sup>7</sup>[https://www.repubblica.it/economia/2019/08/09/news/germania\\_per\\_finanziare\\_il\\_pacchetto\\_green\\_merkel\\_e\\_pronta\\_a\\_rompere\\_il\\_tabu\\_del\\_pareggio\\_di\\_bilancio-233235698/?rss](https://www.repubblica.it/economia/2019/08/09/news/germania_per_finanziare_il_pacchetto_green_merkel_e_pronta_a_rompere_il_tabu_del_pareggio_di_bilancio-233235698/?rss)

<https://www.ilsole24ore.com/art/germania-pronta-indebitarsi-sventare-recessione-ACDIInxe>

## Cina

In Cina continua il rallentamento dell'economia, che può essere ben sintetizzato dal grafico del PIL degli ultimi 5 anni di figura 3 e dalla crescita della produzione industriale che ha toccato i minimi (al 4,2%, figura 4) dal lontano 1990. Negli ultimi mesi paiono anche iniziare a farsi sentire gli effetti dei dazi americani e la bilancia commerciale (differenza tra esportazioni e importazioni), sebbene sia rimasta positiva, si è ridotta dai 50 miliardi di luglio ai 34 di agosto.

L'insieme di questi dati paiono per il momento non preoccupare troppo il governo cinese che, impegnato in una guerra commerciale che sta diventando anche psicologica, a parte una ulteriore riduzione (dello 0,5%) delle riserve obbligatorie delle banche, annuncia di non volere al momento ricorrere ad alcuna ulteriore mossa di stimolo monetario (non è particolarmente significativa la riduzione dei tassi di interesse dello 0,05% attuata nel trimestre che li ha portati al 4,2%).

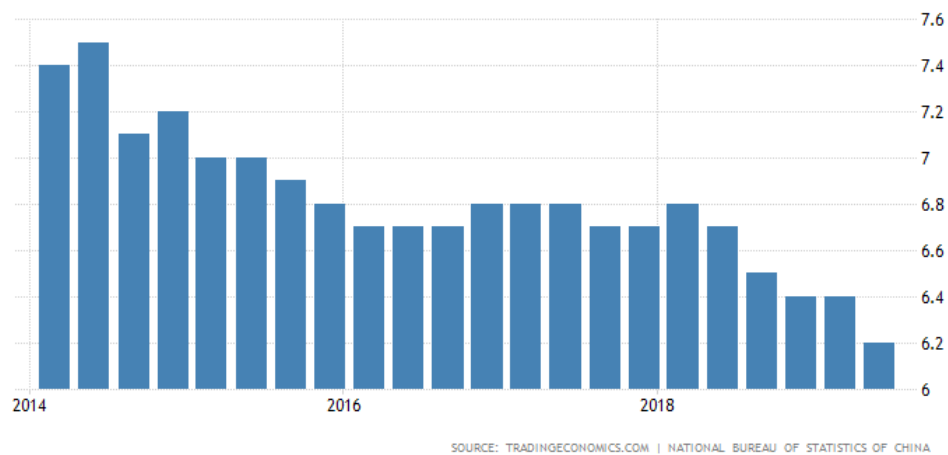


Figura 3 - Crescita del PIL cinese

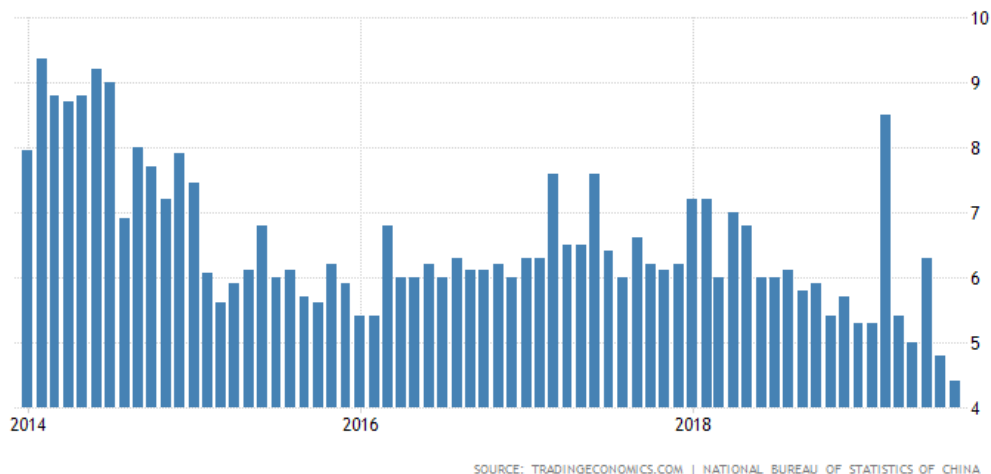


Figura 4 – Crescita della produzione industriale cinese

A fronte delle tensioni sui dazi è stato invece significativo il movimento del tasso di cambio del dollaro sullo yuan. Dal mese di agosto per acquistare un dollaro ci vogliono più di 7 yuan. Dall'inizio delle tensioni commerciali nel 2018 la moneta cinese risulta attualmente svalutata in misura superiore al 10%. L'ultimo movimento avvenuto ad agosto (dopo gli annunci di Trump di ulteriori dazi) ha portato l'amministrazione americana ad accuse a carico dei cinesi di manipolare il loro cambio per mitigare l'effetto dei dazi e mettere in difficoltà gli Stati Uniti. Lo yuan cinese è una valuta il cui tasso di cambio è controllato dal governo, che permette una massima oscillazione giornaliera. Oltre a questo, lo yuan non può essere scambiato al di fuori

della Cina e il governo, avendo una elevata disponibilità di riserve valutarie, può facilmente controllarne il cambio.

Ma quali sono gli strumenti che ha una banca centrale per influenzare il cambio della propria valuta? Le cosiddette “guerre” valutarie consistono proprio nel tentativo dei governi (tramite le banche centrali) di influenzare il cambio a fini di politica economica per potersi avvantaggiare su altre economie.

Il primo strumento è la gestione dei tassi di interesse: alzando o abbassando i tassi (o annunciando di farlo in futuro) si può rendere, rispettivamente, più appetibile l’acquisto della propria valuta o tendere a svalutarla.

Il secondo strumento sono le cosiddette “operazioni a mercato aperto” attraverso le quali le banche centrali possono cercare di indebolire la propria valuta vendendola e acquistando valuta estera (ad esempio dollari) oppure rafforzarla vendendo le proprie riserve valutarie e acquistando sul mercato la propria valuta. Questi ultimi interventi (di difesa della propria valuta eventualmente in calo) vengono fatti in modo particolare nel caso in cui un paese abbia un sistema di cambi fissi e voglia quindi cercare di evitare la svalutazione della propria valuta per mantenerla all’interno del range prestabilito (è l’esempio dei paesi dello SME nel periodo in cui il sistema europeo imponeva un massimo di oscillazione delle singole valute rispetto al marco tedesco, oppure quello odierno di paesi come l’Arabia Saudita la cui valuta è agganciata al dollaro con un cambio, appunto, fisso). I rischi di eccessiva svalutazione crescono quando una crisi finanziaria o di calo della fiducia degli investitori inducono una fuga di capitali dal paese (e quindi una svalutazione ulteriore della valuta stessa), a quel punto la banca centrale è costretta ad intervenire per cercare di contenere il calo della propria valuta acquistandola e vendendo le riserve estere in suo possesso (è il caso ad esempio della Russia nel 2015 dopo le sanzioni imposte dagli USA o di molti paesi sudamericani o recentemente della Turchia). Il rischio in questo caso è quello di non avere abbastanza valuta estera di riserva per effettuare queste operazioni di “difesa”.

Di tutt’altro genere invece sono le operazioni volte alla svalutazione della propria moneta. In questo caso l’operazione è, in sé, più semplice, dato che comporta da parte della banca centrale, la “stampa” di nuova moneta nazionale e l’acquisto di valuta estera per tendere a ridurre la forza della valuta locale. L’intento di solito è quello di favorire le proprie esportazioni. Torniamo quindi qui alla accusa verso la Cina da parte della presidenza Trump. E’ sicuramente difficile valutare se la svalutazione dello yuan (che può sicuramente avere attutito gli effetti dei dazi imposti dagli USA) sia il risultato di una riduzione di domanda della divisa cinese da parte del mercato interno (il mercato esterno non esiste, ma si limita alla versione offshore dello yuan che rimane tuttavia in quota modesta e comunque influenzata, anche solo per effetto dell’arbitraggio di mercato, dal prezzo dello yuan onshore) oppure di un’operazione di un’effettiva manipolazione da parte del governo cinese (manipolazione che la Cina ha comunque smentito in maniera categorica).

Come già anticipato nel report precedente, sia da parte della Cina sia da parte degli USA, quella di utilizzare la leva valutaria potrebbe essere una opzione ulteriore (anche se non pare ancora prossima) in una guerra economica e di nervi (senza escludere l’ipotesi che sia influente anche la dimensione geopolitica, con il tentativo USA di mettere in difficoltà la Cina rallentandone la crescita) di cui al momento non si vede la fine.

## Tassi di interesse a zero, anzi, negativi. Dobbiamo preoccuparci?

### Che cosa sono i tassi di interesse e perché sono così importanti

Il tasso di interesse non è altro che il tasso percentuale a cui viene remunerato il prestito di denaro. Se il tasso di interesse ufficiale è definito dalla banca centrale ed è il tasso fondamentale che influenza tutti gli altri, ogni prestito potrà poi essere superiore o inferiore a questo riferimento sulla base di due regole fondamentali: la prima è che l’interesse sarà maggiore, maggiori saranno le probabilità che il prestito non sia rimborsato, la seconda è che l’interesse sarà maggiore, maggiore sarà la durata del prestito-

Quello che per ora ci interessa rimarcare come regola di fondo (approfondiremo il resto più avanti) è però che il tasso di interesse è il dato che ha la maggiore influenza sui mercati finanziari e da esso non si può prescindere per interpretarne (e tentare di intuirne) il movimento futuro. L'acquisto di ogni asset finanziario avrà infatti come primo confronto quello dei tassi di interesse presenti sul mercato (che sono sempre influenzati da quello di riferimento della banca centrale). Se il tasso di riferimento è molto alto gli investitori saranno meno incentivati ad acquistare, ad esempio, titoli azionari, dato che sarà per loro sempre meno conveniente (a mano a mano che il tasso di interesse si alza), investire su asset rischiosi come le azioni, quando un semplice deposito bancario (o una obbligazione governativa con scadenza annuale) rende, magari, il 4 o il 5%. Nel momento in cui invece gli asset a basso rischio (come, appunto, i depositi bancari o le obbligazioni governative a breve scadenza) hanno rendimenti vicini allo zero, gli investitori saranno maggiormente incentivati a spostarsi su asset rischiosi (dato che quelli non rischiosi non rendono alcunché). Ecco perché, tendenzialmente, i tassi bassi favoriscono le azioni, mentre i tassi in rialzo tendono a farne diminuire il valore. Altro ragionamento chiave da fare per apprezzare il ruolo dei tassi di interesse (in questo caso in un'ottica anche macroeconomica) è l'effetto sui prestiti (e quindi sui debiti). Se i tassi di interesse crescono, chi si è indebitato rischia di vedere il suo debito crescere rapidamente (soprattutto se è un debito a lunga scadenza a tasso variabile), questo può trascinare i soggetti più indebitati e meno solidi economicamente verso l'insolvenza. E, comunque, può disincentivare chi non è indebitato per nulla a realizzare ulteriori investimenti indebitandosi, e questo è un freno alla crescita dell'economia.

Il mercato più importante per misurare l'andamento dei tassi di interesse è quello delle obbligazioni: in esso, partendo dal tasso base offerto dalla banca centrale, i mercati finanziari vanno a definire i tassi di interesse applicati per le diverse scadenze e per i diversi emittenti di debito.

## Che cosa sono le obbligazioni

Il mercato obbligazionario è il mercato di asset più importante e grande al mondo. L'emissione di obbligazioni è, negli Stati Uniti, lo strumento principale di finanziamento per le imprese (molto più dei prestiti bancari che invece sono più diffusi in Europa e Giappone).

Le obbligazioni sono titoli emessi da una istituzione (pubblica o privata) e conferiscono al titolare che le acquista il diritto al rimborso del capitale più un interesse (normalmente erogato sotto forma di cedole periodiche).

Per l'emittente le obbligazioni sono un modo per ottenere denaro in prestito (esattamente come si potrebbe fare chiedendo un prestito ad una banca), per l'acquirente sono invece una forma di investimento in denaro che produce un interesse fisso ed ha normalmente un livello di rischio inferiore a quello azionario.

Le obbligazioni, come le azioni, sono normalmente collocate sul mercato (il cosiddetto mercato primario) ad un prezzo di collocamento (di solito uguale al loro valore nominale) e rimborsate dopo un periodo (che in genere va da 1 a 10 anni) al medesimo valore nominale. Nel corso della loro vita le obbligazioni possono essere scambiate su mercati regolamentati ad un prezzo che sarà deciso da domanda e offerta (mercato secondario) esattamente come sono scambiati altri titoli come le azioni.

Il prezzo di una obbligazione oscillerà quindi durante il corso della sua durata e questo conferisce allo strumento una maggiore rischiosità rispetto a un deposito bancario, a cui si aggiunge la possibilità del fallimento dell'emittente (default) che potrebbe portare alla perdita di tutto o parte del capitale investito.

I fattori principali che influenzano il prezzo (e quindi il rendimento) di una obbligazione sono due:

- 1 La situazione economico/finanziaria dell'emittente (o previsioni sull'andamento della stessa): un suo peggioramento può accrescere il rischio di mancato rimborso e quindi fare scendere il prezzo del titolo, dato

che chi lo acquista sarà disponibile a farlo solo a un prezzo inferiore e quindi percependo un rendimento superiore.

2 L'andamento dei tassi di interesse nel mercato: una obbligazione che rende il 2% tenderà a deprezzarsi se i tassi di interesse sul mercato saliranno, perché gli investitori tenderanno a venderla per andare ad acquistare le nuove emissioni con rendimenti più elevati.

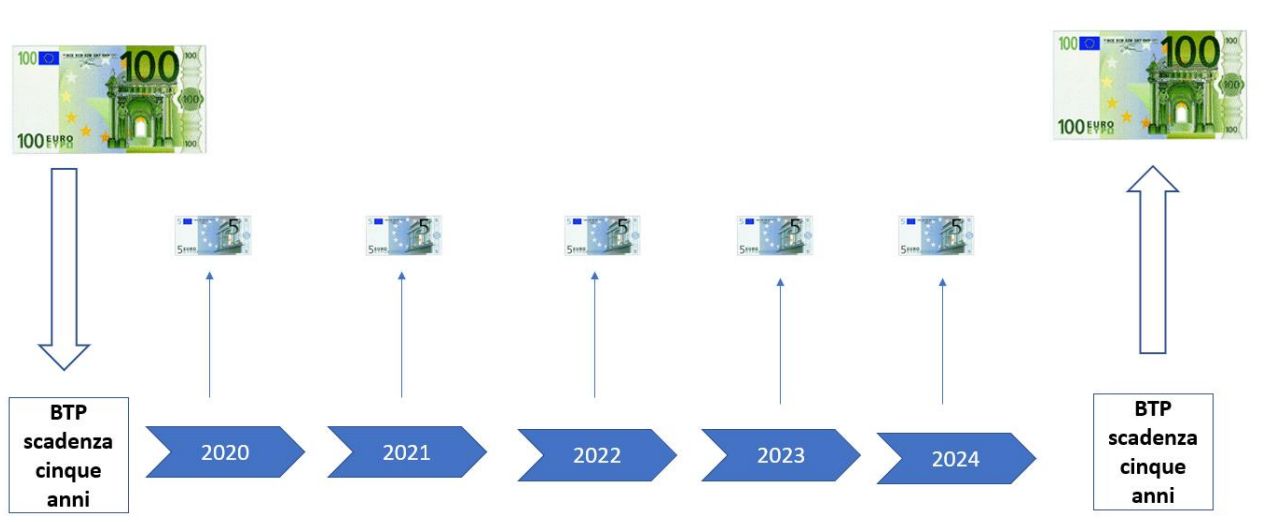


Figura 5 – Ipotesi di una obbligazione con durata cinque anni (esempio un BTP), del valore di 100 euro, emessa a gennaio 2020, con scadenza dicembre 2024 e cedola 5 euro. Chi acquista l'obbligazione al collocamento (pagando 100 euro), percepisce ogni anno la cedola di 5 euro. Alla scadenza dell'obbligazione gli verrà restituito il capitale (100 euro) oltre, ovviamente, a percepire l'ultima cedola annuale di 5 euro. Il rendimento medio annuo sui 5 anni è stato del 5% sul capitale investito.

È importante distinguere tra tassi di interesse e rendimento. Il tasso di interesse è dato dalla cedola periodica, il rendimento è dato dalla somma di quanto incassato tramite cedola più la differenza tra il valore di acquisto e di vendita dell'obbligazione, infatti l'obbligazione non per forza deve essere tenuta per l'intera durata né può essere acquistata solo in fase di collocamento. Se l'obbligazione è acquistata al collocamento al valore nominale (es. 100) e tenuta sino alla scadenza (e quindi il denaro investito restituito dalla società emittente), il tasso di interesse coincide con il rendimento (es. 5%). Se però l'obbligazione è acquistata in un momento successivo al collocamento e ad un prezzo diverso (ad esempio inferiore) il rendimento sarà maggiore del tasso di interesse conferito dalla cedola, perché al tasso di interesse annuo si dovrà andare ad aggiungere la differenza tra il prezzo di acquisto e di vendita della stessa obbligazione, che farà crescere il rendimento complessivo dell'investimento. Oltre a questo, la cedola, ad esempio di 5 euro, sarà pagata su un titolo che vale 90 e questo la farà, oltremodo, rendere di più.

Nella figura 6 è illustrato il caso di una obbligazione che dura 10 anni con cedola 5% il cui prezzo subisce variazioni nel tempo. Si vedono le ipotesi di crescita e diminuzione del suo valore (a 90 a poi a 110) nel corso della durata e l'effetto sul rendimento, che può crescere o diminuire a seconda che, rispettivamente, il prezzo diminuisca o cresca. Come si vede, per chi acquista l'obbligazione al collocamento e se la vede rimborsare alla scadenza, il rendimento è sempre del 5%, acquistandola nel corso della durata il rendimento, per i nuovi acquirenti, invece, cambia: se acquisto a 90 ho sempre una cedola di 5 euro e, in più, se tengo il titolo sino alla scadenza, percepirò anche la differenza tra il prezzo di acquisto (90) e quello di vendita (100). Se invece mi trovo costretto a vendere prima della scadenza, rischierò di incorrere in una perdita, perché agli interessi maturati negli anni dal momento dell'acquisto (le cedole da 5 euro), dovrò sottrarre la perdita netta tra il valore di acquisto (100) e quello di vendita (90). Se invece mi trovo ad acquistare a 110 il mio rendimento sarà inferiore a chi ha acquistato a 100 perché alle cedole che percepirò in futuro dovrò sottrarre la differenza tra il mio prezzo di acquisto (110) e quello a cui il mio capitale verrà rimborsato alla scadenza (100). Ecco perché una obbligazione il cui prezzo sale renderà meno.

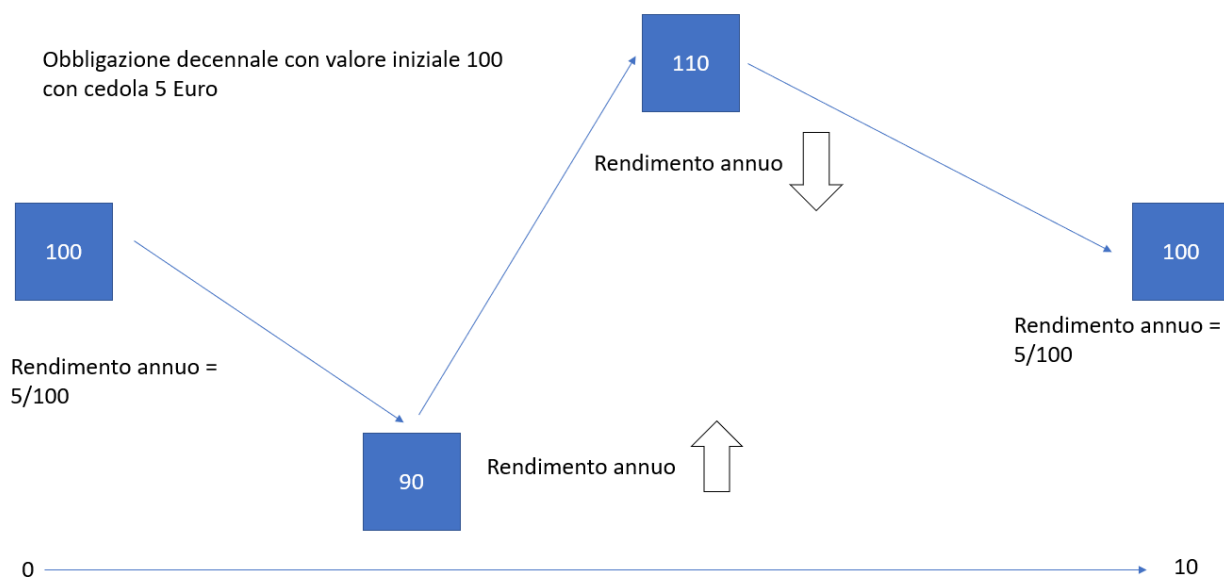


Figura 6 – Ipotesi dell'andamento del prezzo di una obbligazione decennale nel corso della durata e dell'andamento, conseguente del suo rendimento (crescita o diminuzione). Se si tiene l'obbligazione sino alla scadenza il rendimento è sempre del 5%.

Il rischio delle obbligazioni è sempre da considerarsi come un rischio percepito dagli investitori. Alle obbligazioni collocate su mercati regolamentati viene normalmente assegnato un «rating» da apposite agenzie (tra le più note agenzie di rating troviamo Standard & Poor's, Fitch, Moody's), che da una indicazione del livello di rischio e influenza la percezione del mercato, andando a condizionare il prezzo e il tasso di interesse applicato alla cedola dell'obbligazione (più elevato il rating, maggiori saranno le possibilità che il tasso di interesse sia basso).

Esistono diverse tipologie di obbligazioni, che si possono distinguere a seconda di:

**Durata:** da un minimo di un anno sino a 10 anni sono emissioni "standard", ma sempre più stanno diffondendo emissioni di obbligazioni a scadenza molto lunga (sino a 100 anni). Questo fenomeno è favorito dal calo tendenziale dei tassi di interesse, che obbliga gli investitori a spostarsi su durate più lunghe che normalmente (come vedremo più avanti) conferiscono rendimenti più elevati.

**Tipo di cedola:** le cedole possono essere fisse, variabili (legate ad esempio all'andamento dell'inflazione), strutturate (con l'emissione di cedole variabili legate al verificarsi di particolari condizioni).

**Tipologia di valuta:** le obbligazioni emesse in valuta estera assommano al rischio di una normale obbligazione anche quello legato alla oscillazione della valuta in cui vengono emesse (se acquisto una obbligazione in dollari americani, oltre che dalle cedole e dal valore di acquisto e vendita del titolo, il rendimento sarà influenzato dalla oscillazione del dollaro e questo mi conferirà un rendimento aggiuntivo in caso di crescita relativa del prezzo del dollaro, o viceversa un calo della sua resa)

**Tipologia di rischio in caso di default:** alcune obbligazioni (dette obbligazioni subordinate) concedono una cedola maggiore, ma in caso di fallimento dell'emittente i titolari di queste obbligazioni avranno una priorità inferiore rispetto agli altri obbligazionisti nel rimborso del capitale o di parte di esso.

## La curva dei tassi di rendimento

L'andamento dei rendimenti a seconda della durata della vita di una obbligazione, è espresso dalla cosiddetta curva dei tassi di rendimento.

La curva è normalmente inclinata verso l'alto (Figura 7), questo significa che obbligazioni con durata maggiore avranno rendimenti maggiori e viceversa. Esistono però situazioni in cui la curva è piatta (i rendimenti delle diverse durate sono uguali) o addirittura si inverte (le obbligazioni con durata inferiore rendono di più di quelle con durata superiore).

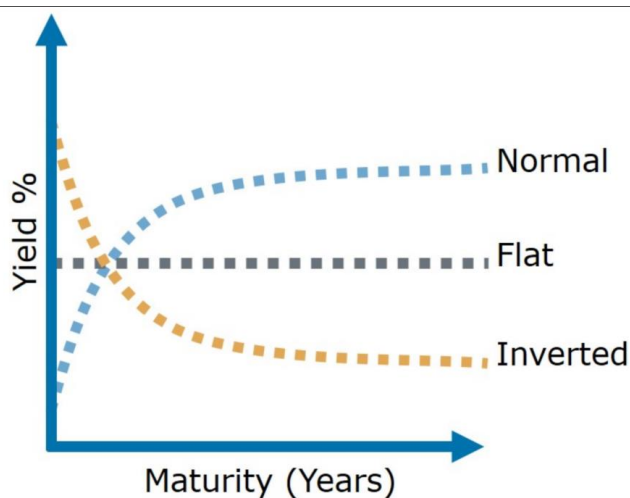


Figura 7 – Curva dei rendimenti inclinata verso l'alto (Normal), piatta (Flat), o Invertita. Sull'asse verticale il rendimento, sull'asse orizzontale il numero di anni di durata delle obbligazioni.

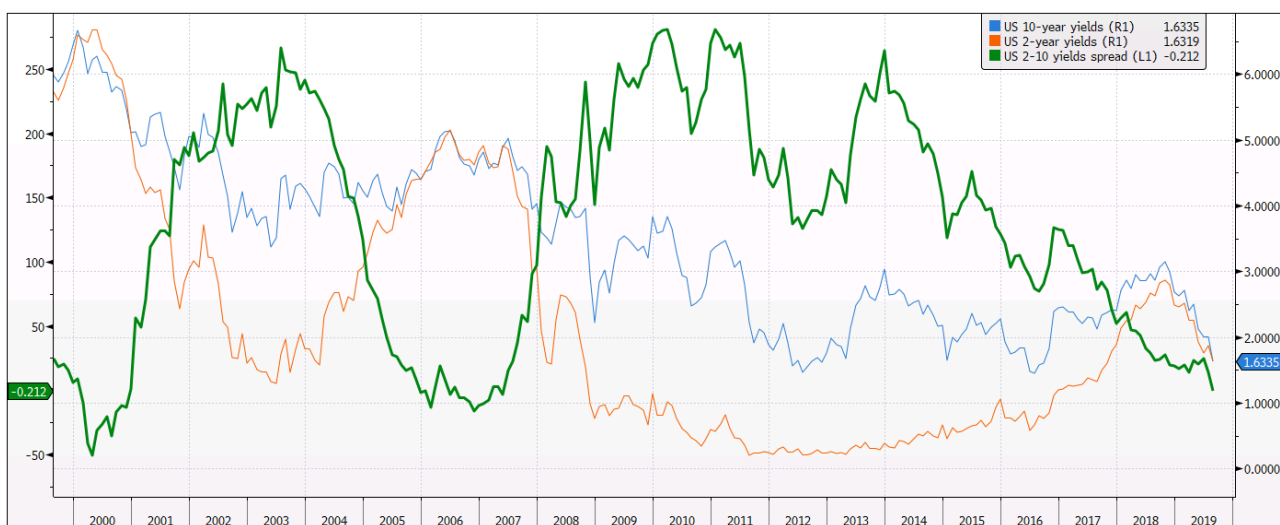


Figura 8 – Andamento dei rendimenti delle obbligazioni a 2 (in rosso) e a 10 anni (in blu) in valori percentuali e del loro differenziale (in verde) in centesimi di punti percentuali. Per la prima volta da 12 anni la curva dei rendimenti si inverte: le obbligazioni statali americane a 2 anni rendono di più di quelle decennali.

Fonte: Zerohedge.com, dati aggiornati al 14 agosto 2019.

Come anticipato in precedenza, l'inversione della curva dei tassi è quanto è successo nel mese di agosto (non accadeva dal 2007) negli USA. Ma come si spiega l'andamento della curva, sia nel suo andamento normale (inclinata verso l'alto) sia nei casi in cui l'andamento è discendente (curva invertita)?

La teoria più accreditata che cerca di spiegare l'andamento della curva dei tassi di rendimento parte da due assunti.

La prima è che gli investitori sono in grado di sviluppare delle aspettative sull'andamento dei tassi futuri e quindi tenderanno a valutare il rendimento di una obbligazione della durata di X anni sulla base dei tassi di breve (annuali) che si attenderanno per gli anni successivi. Se ad esempio gli investitori si attendono dei tassi di interesse in crescita costante (dell'1% all'anno), a fronte di un tasso annuale del 5% nel primo anno, il tasso



riconosciuto a un bond quinquennale potrebbe essere dato dalla seguente formula (di calcolo del tasso medio sui cinque anni):

$$(5\% + 6\% + 7\% + 8\% + 9\%) / 5 = 7\%$$

Questa considerazione non tiene però conto del fatto che investire su un'obbligazione a lungo termine è tendenzialmente meno appetibile, a parità di tasso di interesse annuo, che investire su una a breve termine, quindi deve esistere un "premio per il rischio di liquidità", in quanto le obbligazioni a lungo termine sono più rischiose<sup>8</sup>, e qui arriviamo dunque al secondo assunto, che spiega per quale motivo la curva dei tassi è normalmente inclinata verso l'altro: a parità di tasso di interesse annuo atteso, gli investitori preferiscono acquistare obbligazioni a breve durata e pur di averle si accontenteranno di un rendimento annuo inferiore. Tornando all'esempio di cui sopra, un bond quinquennale renderà normalmente un po' di più del 7%, valore dato dalla media matematica dei rendimenti futuri attesi. Analogamente, se il tasso futuro atteso per i 5 anni successivi fosse costante al 5% (invece che crescente), la stessa obbligazione quinquennale renderebbe comunque di più del 5% (la media del tasso nei 5 anni successivi), perché bisognerebbe appunto remunerare il "premio per il rischio di liquidità".

La curva si invertirà, dunque, solo quando i tassi saranno attesi in calo e le attese di tale calo saranno così forti che andranno a compensare tale "premio per il rischio di liquidità". La cosiddetta inversione della curva dei rendimenti avviene quindi quando una obbligazione a breve scadenza (normalmente si prendono a riferimento quelle a 2 anni sul mercato dei titoli di stato americani) inizia a rendere di più di una a tasso più lungo (normalmente si prende in considerazione la durata decennale) ed è considerata un indicatore di possibile recessione. Chiaramente non si tratta di una "legge" (non sempre è stato così nella storia), ma sicuramente è indicatore del fatto che gli investitori si attendono tassi in ulteriore calo (che normalmente coincidono con una economia in difficoltà).

## L'Inasprirsi del calo dei tassi di interesse: verso uno scenario "giapponese" mondiale?

Come già esposto negli scorsi e nel presente report, dopo il 2015 gli USA hanno lentamente ricominciato a rialzare i propri tassi (da 0,25 a 2,5% nel dicembre 2018), ma, a dicembre, a fronte di un crollo dei mercati azionari e dei timori di recessione, hanno arrestato questo trend, sino ad invertirlo nel trimestre in corso (con due ribassi a luglio e a settembre). In Giappone già da prima della crisi del 2008 e in Europa dal 2012, i tassi sono invece rimasti a zero. Questa tendenza all'abbassamento dei tassi di interesse, unita alle politiche di iniezione di liquidità, ha contribuito a far abbassare progressivamente il rendimento delle obbligazioni sino alla situazione attuale in cui, nel caso di molti paesi con un rating di affidabilità maggiore, i tassi sono diventati negativi anche per durate molto elevate. Come si vede nella tabella di figura 9, l'intera curva dei tassi dei titoli di stato tedeschi<sup>9</sup> presenta rendimenti inferiori allo zero. Questo significa che gli investitori acquistano obbligazioni (quindi prestano denaro) per avere un ritorno negativo anche dopo periodi molto lunghi.

La tabella di figura 10 mostra invece quali sono i paesi in Europa che hanno rendimenti negativi in proporzione alla durata. La tabella è aggiornata al 15 agosto, prima dell'annuncio, a settembre, delle ulteriori misure di quantitative easing da parte della BCE. Dopo quella data, i rendimenti, specie per i paesi che avevano tassi più elevati, si sono ulteriormente abbassati.

Secondo JP Morgan addirittura 1/3 dei titoli emessi in euro da paesi emergenti (che normalmente concedono tassi di interesse più elevati) ha ormai rendimento negativo.

---

<sup>8</sup> Nel lungo termine è più probabile che l'emittente vada in default, inoltre, per un tempo più lungo, io non sarò certo di riavere indietro la totalità del capitale investito (dato che nel corso degli anni il prezzo dell'obbligazione può oscillare e potrei trovarmi costretto a venderla ad un prezzo inferiore a quello a cui l'ho acquistata).

<sup>9</sup> I titoli di stato non sono altro che obbligazioni emesse dal governo, il cui rendimento oscilla secondo la medesima logica precedentemente esposta.

**Figure 2: Yield across different maturity buckets within GBI Broad Index**

In %, as of close of business on Aug 15, 2019.

15-Aug-19	1-3 Years	3-5 Years	5-7 Years	7-10 Years	10-15 Years	15+ Years
Denmark	-0.919	-0.910	-0.868	-0.789	-0.665	-0.498
Germany	-0.926	-0.949	-0.907	-0.810	-0.644	-0.364
Netherlands	-0.899	-0.877	-0.763	-0.656	-0.471	-0.306
Finland	-0.832	-0.813	-0.701	-0.540	-0.345	-0.084
Sweden	-0.725	-0.738	-0.664	-0.552	-0.339	0.020
France	-0.828	-0.832	-0.704	-0.519	-0.284	0.218
Austria	-0.816	-0.811	-0.712	-0.573	-0.198	0.304
Belgium	-0.802	-0.788	-0.641	-0.468	-0.197	0.269
Japan	-0.279	-0.317	-0.353	-0.298	-0.149	0.092
Ireland	-0.671	-0.628	-0.438	-0.211	0.003	0.490
Spain	-0.562	-0.453	-0.292	-0.099	0.163	0.749
UK	0.379	0.323	0.314	0.358	0.520	0.890
US	1.507	1.439	1.457	1.498	1.526	1.912
Italy	0.147	0.556	0.883	1.115	1.570	2.146

Source: J.P. Morgan

Figura 9 – Rendimento dei bond governativi a seconda della diversa durata, in rosso quelli a tassi negativi

**Figure 3: Proportion of bonds trading in negative yields in the JPM GBI Broad index**

In %, as of close of business on Aug 15, 2019.

	Total	1-3 Years	3-5 Years	5-7 Years	7-10 Years	10+ Years
Denmark	100%	99%	101%	100%	100%	100%
Germany	100%	99%	101%	100%	100%	100%
Netherlands	100%	99%	101%	100%	100%	100%
Finland	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Sweden	88%	100%	101%	100%	100%	26%
France	84%	99%	101%	100%	100%	50%
Japan	78%	100%	100%	100%	100%	42%
Austria	81%	98%	101%	100%	100%	43%
Belgium	76%	99%	102%	100%	100%	43%
Ireland	77%	99%	101%	100%	100%	11%
Portugal	70%	100%	100%	100%	41%	0%
Spain	69%	100%	100%	100%	95%	0%
Italy	6%	25%	0%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>72%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>87%</b>	<b>88%</b>	<b>42%</b>

Source: J.P. Morgan

Figura 10 – Percentuale di obbligazioni (bond) a diversa durata che hanno un rendimento negativo in diversi paesi

Ma quali sono i principali problemi che possono causare i tassi di interesse negativi?

**Acquisto di titoli più rischiosi per spuntare alti rendimenti:** i cosiddetti investitori istituzionali, come i fondi assicurativi e i fondi pensione, devono cercare di fornire ai loro sottoscrittori un rendimento positivo (per lo meno in grado di compensare l'inflazione). A fronte di un numero crescente di obbligazioni a rendimento zero e negativo, essi sono portati ad acquistare titoli su cui possano spuntare un qualche rendimento, questi sono ormai solo quelli con rating molto basso (quindi anche i più rischiosi e a maggiore probabilità di insolvenza) oppure quelli con scadenze sempre più lunghe (che normalmente, come si è visto, sono gli unici che ancora concedono una qualche tipo di rendimento, seppur minimo; l'Austria ha recentemente emesso un bond con scadenza a 100 anni).

Da un lato quindi i loro portafogli si possono riempire di titoli a rischio crescente (che sono quelli che hanno ancora rendimenti per lo meno leggermente positivi), d'altro canto i medesimi titoli con rating basso vedono i loro rendimenti progressivamente scendere (dato che aumenta la loro domanda e cresce il loro prezzo) e questo crea tra le altre cose una asimmetria informativa dove diventa difficile comprendere la vera rischiosità del debito nel momento in cui tutti i rendimenti tendono allo zero (come invece sino a qualche anno fa succedeva solo ed esclusivamente per le obbligazioni più solide e affidabili). I rendimenti negativi obbligano quindi alcuni operatori a prestare denaro a società cosiddette "zombie", ovvero che rimangono in vita solo grazie alla possibilità di continuare a indebitarsi a tassi molto bassi o vicini allo zero.

Il rischio che in questo scenario si crei una bolla (o si sia già creata) è molto elevato, con possibili pesanti ripercussioni sul valore dei titoli nel caso "qualcosa andasse storto", dato che sia i titoli di società o stati con rating inferiore, sia quelli con durata più elevata (che tutti stanno comprando senza curarsi molto della loro reale rischiosità dato che sono anche gli unici a concedere rendimenti), sono anche quelli soggetti a maggiore deprezzamento nel caso di un peggioramento della situazione economica o di un eventuale rialzo dei tassi di interesse.

Questo scenario senza precedenti potrebbe inoltre far crescere i timori degli investitori (e dei consumatori) che le banche centrali si siano infilate in una strada senza uscita e tutto ciò sviluppare un ulteriore senso di incertezza che non aiuta i consumi e soprattutto gli investimenti.

**Riduzione della redditività delle banche:** queste non solo possono spuntare minori margini sui tassi, ma addirittura devono pagare per la liquidità in eccesso che depositano presso la banca centrale. La redditività delle banche è in costante diminuzione. Se l'introduzione di tassi leggermente negativi può incentivare la creazione di credito, tale soluzione, se spinta oltre un certo limite, diventa inefficace. Allo stesso modo, non risultano per ora consistenti riduzioni dei risparmi da parte dei risparmiatori a fronte dei tassi bancari negativi. Gli indici azionari delle banche europee e giapponesi sono ai minimi storici (figura 11).

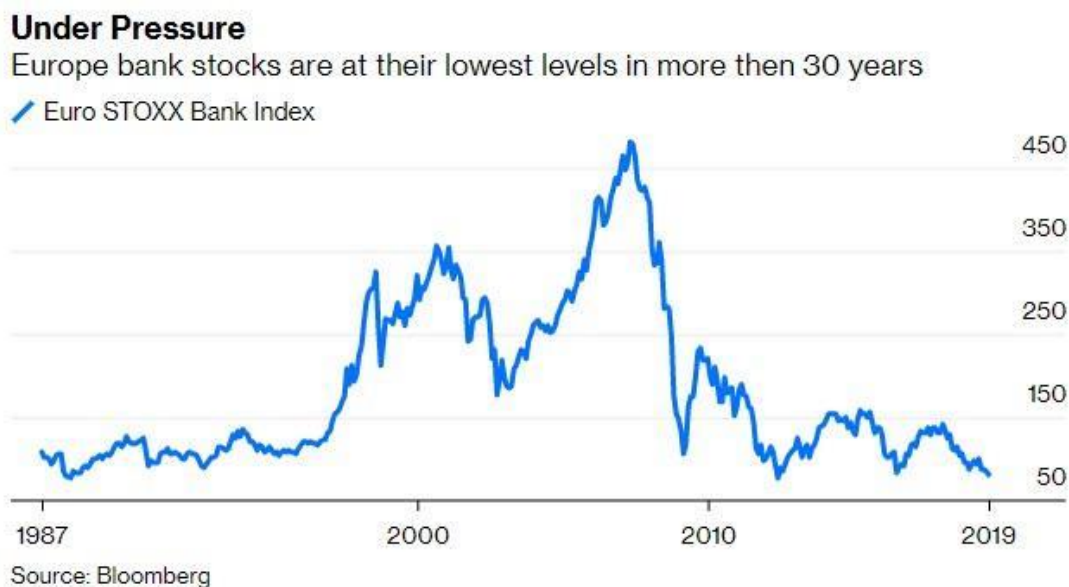


Figura 11 – Andamento della quotazione delle banche europee (sintetizzata dall'Euro STOXX Bank Index, che rappresenta le quotazioni delle principali banche europee). Si noti come le quotazioni delle azioni delle banche europee siano ai minimi storici.

**Aumento delle disegualianze:** le società possono indebitarsi di più spendendo di meno e lo stesso possono fare i fondi di private equity<sup>10</sup>, aumentando la loro leva finanziaria. Anche tra le famiglie, chi ha un ranking

<sup>10</sup> Fondi speculativi che acquistano società non quotate confidando nel loro aumento di valore.

maggiore (buon reddito e altre proprietà) può indebitarsi a bassissimi costi, acquistando proprietà o titoli finanziari, a differenza di chi ha bassi redditi o occupazioni precarie. Le aziende più grandi, sempre maggiormente dotate di grande liquidità, possono utilizzare il denaro per riacquistare proprie azioni (buy back) invece che investire aumentando la loro redditività creando domanda aggregata e quindi reddito. Questo permette loro di incassare i dividendi sulle proprie azioni (che in passato avevano collocato sul mercato) aumentando quindi la propria redditività.

**Aumentano i rischi di guerra valutaria:** i paesi con tassi più bassi assistono a un forte deprezzamento della loro valuta, ciò agevola le loro esportazioni e di conseguenza può provocare la reazione di altri paesi.

## Conclusioni

Abbiamo illustrato il processo che ha portato alla situazione attuale in termini di tassi di interesse, situazione che non ha precedenti nella storia contemporanea. Se è vero infatti che gli Stati Uniti hanno ancora tassi positivi, al 2%, gli interrogativi maggiori nascono dalla reazione che i mercati finanziari hanno avuto alla fine dello scorso anno di fronte ai tassi di interesse in crescita <sup>11</sup>e dallo scenario di fondo (che coinvolge ormai tutti i paesi maturi) che non sembra al momento far intravedere alcun cambio di direzione. Quello che pare ormai certo è che se negli USA ci dovesse essere qualche avvisaglia di reale rallentamento della crescita (che incidesse anche sul PIL e sull'occupazione), i tassi tornerebbero rapidamente a zero ed anche loro, come già ha fatto l'Europa in questo trimestre, dovrebbero valutare il lancio di un nuovo piano di iniezione di liquidità nel sistema (quantitative easing).

Sia chiaro, al momento non ci sono segnali concreti di allarme di una imminente crisi finanziaria sistemica paragonabile a quella del 2008. A ridurre i rischi potenziali inoltre sembra esserci lo stesso fattore che ha creato il fenomeno dei tassi a zero: l'azione delle banche centrali e l'aumento del debito nelle loro mani è sicuramente un elemento di stabilità rispetto al passato. Potremmo allora "semplicemente" trovarci all'inizio di un nuovo paradigma della finanza internazionale di cui, se così fosse, il Giappone verrebbe considerato l'antesignano<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Come ampiamente spiegato nei precedenti report e richiamato anche in questo, le borse mondiali sono crollate di oltre il 20% tra l'ottobre e il novembre del 2018, a seguito di prospettive di un ritorno dei tassi di interesse USA oltre il 3% e di una progressiva restrizione monetaria dovuta alla riduzione del bilancio della Fed. A seguito di questo crollo la Fed ha rapidamente cambiato la sua politica ricominciando ad abbassare i tassi di interesse e mettendo fine alla riduzione del proprio bilancio.

<sup>12</sup> Il Giappone è stato il primo paese, sin dalla fine degli anni '90, a inaugurare la politica dei tassi di interesse a zero.