

Ripresa e mercati

GLI EFFETTI DELLE MANOVRE MONETARIE

Gli eccessi

Da Nestlé a Novartis, fino a Edf e Shell: sempre più bond aziendali vanno in negativo

I rischi nel lungo termine

Preoccupa il «mattone» scandinavo
A rischio le assicurazioni tedesche

I paradossi dell'Europa a tassi sotto zero

Effetto banche centrali: il 32% dei titoli di Stato è in negativo e in Danimarca col mutuo si guadagna

Morya Longo

Immaginate un mondo in cui gli alberi hanno le radici in alto e le foglie sotto terra, dove i cani portano al guinzaglio i padroni e i topi inseguono i gatti. Il mondo del «quantitative easing» europeo, dal punto di vista finanziario, sta diventando così: rovesciato. Dato che sempre più tassi d'interesse sono sotto zero, in Europa si sta infatti capovolgendo il rapporto tra creditori e debitori: chi chiede denaro in prestito viene sempre più spesso pagato per indebitarsi, mentre chi presta i soldi deve pagare per farlo. Assurdo, ma vero. E così infatti per molti Governi, dato che ormai circa il 32% dei titoli di Stato europei ha rendimenti sotto zero. Il paradosso potrebbe presto materializzarsi anche nel mondo delle obbligazioni aziendali: molte delle quali sul mercato secondario già hanno mostrato rendimenti negativi: gli operatori non escludono dunque che presto qualche azienda possa emettere bond a tassi negativi. E in un Paese come la Danimarca, che ha dovuto tagliare i tassi ufficiali a -0,75% per tener testa al «bazooka» della Bce, si inizia a vedere anche i primi mutui con interessi negativi.

Effetto bazooka sui bond

Questo mondo paranoiale è la conseguenza di due fenomeni, tra loro concatenati: la deflazione e la politica che la Bce sta avviando per combatterla, cioè il «quantitative easing». Dalla prossima settimana la Bce inizierà infatti a comprare titoli di Stato (e non solo) per 60 miliardi di euro al mese, stampando moneta. L'attesa di questa imminente campagna acquisti ha avuto l'effetto, sul mercato, di abbassare i rendimenti dei titoli di Stato: quelli dei Btp decennali sono scesi fino al minimo storico di -0,10%, mentre

Fenomeno allargato

Anche perché la politica anti-deflazione della Bce ha spinto molte altre banche centrali a reagire per evitare, o per ridurre, gli effetti collaterali nei loro Paesi del «bazooka» di Draghi. Nelle ultime settimane la Danimarca ha tagliato i tassi ufficiali a -0,75% e la Svezia a -0,10%. Anche la Svizzera ha portato i tassi dei depositi bancari sotto zero. Questo ha aumentato i paradossi in Europa. In Danimarca, riporta il New York Times, alcune banche stanno addirittura erogando i primi mutui o finanziamenti sotto zero: il giornale Usa racconta la storia di una piccola imprenditrice che ha ottenuto un finanziamento che le frutterà l'equivalente di un dollaro al mese di interessi. Insomma: la banca la paga, seppure poco, per prestarle soldi. Il problema è che anche alcuni conti correnti in Danimarca iniziano ad avere tassi negativi, per cui depositare i soldi in banca inizia a costare. E questo è un problema, perché le banche rischiano di perdere clienti. Oppure, se tengono i tassi sopra zero, di perdere profitti.

I rischi del mondo rovesciato

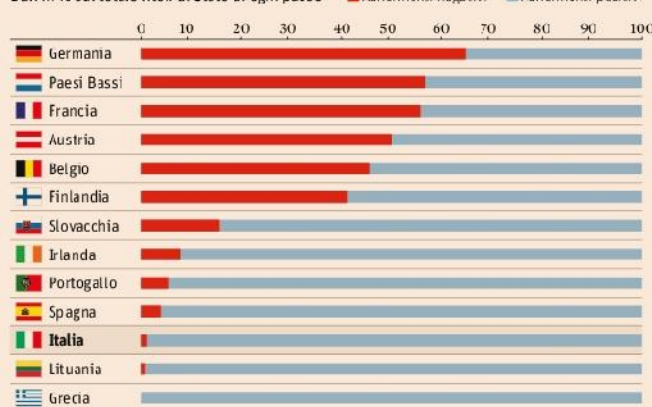
Tutti questi paradossi derivano da una politica monetaria varata per risolvere l'inflazione e le sorti economiche dell'Europa. Se il «quantitative easing» avrà successo e durerà poco, la situazione dovrebbe tornare normale. Ma se durerà troppo, i paradossi potrebbero diventare squilibri sui mercati e infine rovinose bolle speculative. In Danimarca, per esempio, c'è già il problema di un mercato immobiliare ipervalutato: i prezzi delle case in molte città sono oggi più alti rispetto a quelli della bella pre-crisi. In Svezia un quarto degli appartamenti viene venduto prima ancora che venga coperto il mutuo, e la banca si

La grande gelata dei tassi

AUMENTANO I TITOLI DI STATO CON TASSI SOTTO ZERO

I titoli di Stato di ogni Paese europeo

Dati in % sul totale titoli di Stato di ogni paese



Fonte: Rbs

LO SPREAD

Differenziale dei rendimenti dei titoli di Stato decennali rispetto al Bund. In punti base



Titoli di Stato con tassi negativi in Europa

Valori in % sul totale titoli sul mercato



L'ANALISI

Walter Riolfi

Quelle «valutazioni relative» che gonfiano la bolla

Se i mercati siano davvero nel pieno di un'altra bolla speculativa lo scopriremo fra sei mesi, fra un anno o forse più. Di certo è che le borse sono care sotto tanti aspetti, ma le obbligazioni hanno raggiunto valutazioni che mai s'erano viste in passato. Pur considerando l'anormalità di tassi ufficiali a zero o sotto zero, gli effetti perversi del «quantitative easing», è cosa folle dover pagare un interesse negativo per acquistare un titolo di Stato di medio lungo periodo o il Bund a 5 anni che rende -0,10% o accontentarsi di quegli insignificanti 30 centesimi l'anno che offre il Bund a 10 anni: perché in due lustri può succedere di tutto ed è certo che si dovrà sopportare un rendimento reale negativo.

Se davvero i bond sono in bolla speculativa, gli esiti potrebbero essere ancor più disastrosi di quelli sperimentati nella recessione del 2008-2009: perché la quantità di carta messa (titoli di Stato, bond societari a vario rating, titoli costruiti su crediti vari e su tassi d'interesse) è circa il doppio di quella in circolazione nel 2007. E se diventasse negativa? Niente paura, dicono gli investitori: adesso le opportunità sono nelle borse europee, i cui utili (forse) saliranno del 7% nel 2015 e mostrano multipli più bassi. In effetti il pe dello Stato è di qualche decina di

in seria difficoltà, sui prestiti agli studenti, su finanziamenti per acquistare auto. Infine abbiamo pure rivoltato i famigerati titoli sintetici di un tempo; per esempio il Cdo confezionato tre settimane fa da Goldman Sachs, ancora più a leva dei precedenti.

Nulla è più pericoloso a lungo andare delle valutazioni relative. I bond societari non sono cari se li si raffronta a quelli di Stato; anche i junk bond, di conseguenza, sono attraenti. E, a maggior ragione, sono convenienti le azioni. Se un'obbligazione rende lo 0,3%, anche la penultima delle azioni mi darà qualcosa di più come dividendo. Dilaga questo genere di ragionamenti. Li fanno anche persone serissime, come il capo degli investimenti di BlackRock quando dice che i multipli dell'S&P500 sono molto alti, quasi ai picchi del 2000 o del 2006. «Ma le azioni sono comunque più attraenti dei titoli di Stato», conclude.

Invero i pe (prezzo su utili) sono molto alti, qualunque sia il metodo con cui si calcola il denominatore. Prendiamo il più semplice (e il più fallace): gli utili stimati per fine anno. Oggi l'S&P vale 17,5 volte i profitti immaginati nel 2015, valore superiore alla media storica. Il paradosso è che 5 mesi fa, quando il pe 2015 pareva fosse «solo» di 16, perché gli analisti prevedevano utili in crescita del 12,4%, si diceva che Wall Street aveva spazio per salire. Difatti è salita di oltre l'8%, a nuovi record. Ma nel frattempo la crescita degli utili è stata corretta a un insignificante 1,7%. E se diventasse negativa? Niente paura, dicono gli investitori: adesso le opportunità sono nelle borse europee, i cui utili (forse) saliranno del 7% nel 2015 e mostrano multipli più bassi. In effetti il pe dello Stato è di qualche decina di

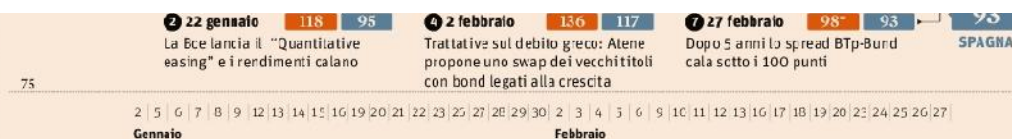
al minimo storico di 0,35%, mentre quelli dei Bund tedeschi addirittura fino allo 0,32%. Ma sulle scadenze più brevi i rendimenti sono da tempo sotto zero: prestare soldi alla Germania per 3 anni costa, per esempio, lo 0,208%. Ormai - calcola l'Fbs - in Germania sono negativi i rendimenti del 65% dei titoli di Stato. E, con percentuali inferiori, lo stesso accade in tanti altri Paesi.

Molti analisti sono pronti a scommettere che i rendimenti scenderanno ancora. Per un motivo "tecnico": dato che la Bce nel solo 2015 comprerà sul mercato circa 500 miliardi di euro ma gli Stati ne emetteranno (al netto dei rimborsi) molti meno, si creerà un effetto scarsità che potrebbe far salire ulteriormente i prezzi e far scendere ancor più i rendimenti. Per questo oggi molti investitori comprano titoli europei, sebbene abbiano tassi bassi e negativi perché sperano di guadagnare dall'effetto Bce. E i bond emessi da aziende sembrano seguire la stessa strada. Qualche settimana fa è stato un titolo della Nestlé a mostrare, sul mercato secondario, un rendimento sotto zero. Poi se ne sono aggiunti altri. Dalla francese Edf alla Royal Dutch Shell, dalla tedesca Deutsche Bahn alle farmaceutiche Sanofi e Novartis: tutti hanno visto scendere i tassi (ofer) dei loro bond sotto zero.

esposto il credito pubblico, tanto che la "fame" degli acquirenti. Il problema è che le famiglie sono già molto indebitate: portare i tassi dei mutui a zero o sotto, dunque, potrebbe incentivare ad indebitarsi troppo. Le Autorità stanno cercando di moderare il fenomeno, ma è difficile che ce la facciano.

I rischi coinvolgono anche altri settori. Per esempio le assicurazioni tedesche, che hanno sempre avuto l'abitudine di offrire ai clienti polizze vita con rendimenti garantiti. Dato che le compagnie investono gran parte dei loro attivi (si parla di 768,9 miliardi di euro) in titoli obbligazionari tedeschi, i miri-tassi attuali rendono per loro difficile garantire i rendimenti promessi in passato ai clienti. Calcola la Bundesbank che se i tassi dei Bund restassero bassi per un periodo lungo, 32 assicuratori sugli 85 esaminati rischierebbero l'insolvenza. Per non parlare del mercato dei bond aziendali, dove le grandi imprese sono incentivate ad indebitarsi (a tassi inferiori) e poi usare i soldi raccolti per comprare le proprie azioni sul mercato. Alla faccia delle tante Pmi, anche italiane, che invece soffrono ancora il credit crunch. In fondo anche questo è uno dei tanti paradossi di questo mondo ai confini della realtà.

m.longo@ilsole24ore.com
© RIPRODUZIONE RISERVATA



LE BORSE. Variazioni % a inizio anno



IL CROLLO DEI TASSI

Rendimenti dei titoli di stato a 10 anni



carta ma oggi non abbiamo i titoli *subprime* come nel 2006-07, si dirà. Abbiamo emissioni record di *junk bond* (titoli spazzatura) a rendimenti risibili, specie in Europa, abbiamo carta costruita sulle società energetiche americane

Stox e a qualche decimo in meno dell'S&P. Finché dura la logica delle valutazioni relative, godiamoci tutti i mercati, anche perché una bolla può durare a lungo prima di scoppiare.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Corporate Usa

S&P500: crescita degli utili stimati per il 2015 e andamento dell'indice

