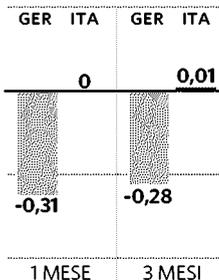


TITOLI DI STATO

Oggi ci sono in circolazione 1.000 miliardi di titoli di Stato in euro con rendimenti negativi. Che cosa succede? Perché le banche ne fanno incetta? *Bufacchi pag. 39*

**di Isabella Bufacchi**

Un evento eccezionale. Lo scorso mese tutti i titoli di Stato tedeschi in asta, esclusi i Bund decennali, sono stati venduti con un rendimento negativo, sottozero. I Bund a cinque anni a -0,08%, gli Schatz a due anni -0,22%, i BuBill a 6 mesi e 12 mesi rispettivamente a -0,2088% e -0,20% mentre persino il Bund decennale indicizzato all'inflazione è stato collocato a -0,58%. Soltanto i Bund decennali, famosi in Italia perché usati per il calcolo dello spread contro i BTp, hanno offerto agli investitori nell'ultima asta un margo +0,37%. Per le casse dello Stato tedesco è stata una vera manna: i sottoscrittori di questi titoli hanno prestato alla Germania 13,5 miliardi di euro e per questo "privilegio" hanno accettato di non incassare alcun rendimento, anzi di pagare qualcosa e decurtare il capitale investito.

Questi tassi negativi non sono una novità assoluta: i titoli di Stato a due anni in Germania vengono venduti sottozero dal settembre 2014. Quel che è eccezionale è la prima asta di un bond quinquennale tedesco sottozero, dopo i cali registrati da gennaio sul secondario (mercato dopo-asta dove si acquistano e vendono i titoli all'ingrosso e al dettaglio).

La Germania non è il solo Paese membro nell'Eurozona con titoli di Stato a tassi negativi. Secondo i calcoli di Citi Research, i bond governativi con rendimento sub-zero e con vita residua tra 2 e 30 anni (acquistabili dalla Bce nel programma di quantitative easing) si trovano anche in Francia, Finlandia, Olanda, Austria e Belgio. L'ammontare totale dei titoli di Stato in euro con rendimenti negativi supera i mille miliardi. Non a caso, gli emittenti di questi bond sono gli Stati con i rating più alti e quindi ritenuti (dal mercato, non solo dalle agenzie di rating) altamente affidabili nella veste di debitori sovrani. Ma qualcosa si sta muovendo anche in Italia e nell'Eurozona "periferica": i BoT con vita residua tra uno e tre mesi iniziano ad essere scambiati sul secondario a rendimenti negativi.

Sono svariate le motivazioni dietro quella che ha tutta l'aria di una gigantesca assurdità: che vi siano mille miliardi di titoli di Stato a tassi negativi in circolazione e che vi siano intermediari finanziari disposti ad acquistarli (prestano 100 e riprendono magari 95 intaccando il capitale) è un mondo nuovo e lontano dagli italiani che ricordano ancora, con malposta nostalgia, i BoT con rendimenti a due cifre, specchio di un'inflazione a due cifre e della "liretta". La spiegazione è però semplice: i tassi negativi dei titoli di Stato sono

TITOLI DI STATO

Sono in circolazione **mille miliardi** di bond governativi in euro a rendimento zero: dalle scadenze più **brevi** la tendenza si sta estendendo a quelle più **lunghe**. In prima linea i Paesi più affidabili, ma anche l'**Europa periferica** inizia a esserci. Ecco per quali ragioni le **banche** stanno facendo il pieno di obbligazioni pubbliche

espressione delle misure di lotta contro un'inflazione troppo bassa e rischio di deflazione, da un lato, e di compressione dei rendimenti dall'altro lato, obiettivi della Banca centrale europea e di tutte le banche centrali. La Bce ha aumentato la liquidità e ha abbassato il costo del denaro per favorire i prestiti alle famiglie e alle imprese. Questo è stato fatto con il taglio del tasso delle operazioni di rifinanziamento e con i depositi dell'Eurosistema a remunerazione negativa, con i due prestiti triennali Tlro (scaduti lo scorso gennaio e febbraio), con il Securities markets programme (la Bce ha acquistato fino a 100 miliardi di BTp tra il 2010 e il 2012), tre programmi di acquisto di covered bond (obbligazioni bancarie garantite) e un nuovo recente programma di acquisti Bce di cartolarizzazioni Abs.

LA BCE SCORAGGIA I DEPOSITI DELLE BANCHE

I primi tassi negativi sono stati generati sul mercato monetario dalla Bce: la decisione presa nel giugno 2014 di tagliare il tasso dei depositi presso l'Eurosistema a livello negativo (ora -0,20%) è stata storica ma è stata anche la conseguenza dell'ennesimo taglio dei saggi guida. Un parcheggio di contanti così costoso scoraggia le banche a depositare overnight la liquidità presso le banche centrali dell'Eurozona, invece di impiegare il cash in altre attività. Il corridoio tra tasso di rifinanziamento e deposito è rimasto così invariato.

Dal mercato monetario e dei tassi interbancari (overnight Eonia, swap a breve termine, forward, Euribor), il livello negativo ha contagiato i titoli di Stato a breve termine, primi i BoT dei Paesi core. Da qualche mese, da quando Mario Draghi ha annunciato il QE (verso fine 2014), la compressione dei rendimenti sui titoli di Stato si è estesa alle scadenze più lunghe della curva dei rendimenti.

Non solo le banche sono incoraggiate a impiegare la liquidità nell'economia: gli investitori istituzionali (fondi pensione e compagnie di assicurazione innanzitutto) ma anche i piccoli risparmiatori, i gestori di fondi e manager di gestioni patrimoniali, tutti vengono spinti a cercare rendimenti e remunerazioni più alte rispetto a quelle ormai magrissime o negative dei titoli di Stato. Chi ha denaro da investire deve rischiare di più.

Soprattutto dopo i salvataggi con assistenza finanziaria esterna di Efsf/Esma Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna (quest'ultima per le banche) e la promessa delle OMTs di Mario Draghi (la Bce può acquistare bond go-

vernativi con vita residua di tre anni di un Paese che chiede aiuto esterno), i titoli di Stato sono ancora più una categoria di investimento con rischio di credito molto basso: più basso rispetto ai progetti infrastrutturali o prestiti alle piccole e medie imprese e risk free in molte circostanze per le banche (le italiane ne detengono 450 miliardi circa, 200 in più rispetto al 2010). I rendimenti negativi incoraggeranno l'acquisto di project bond, cartolarizzazioni e fondi specializzati nei prestiti alle PMI al posto dei titoli di Stato.

Il quantitative easing, cioè gli acquisti sul secondario da parte della Bce di titoli di Stato con vita residua tra 2 e 30 anni anche con tassi negativi, ha implicazioni tecniche: aumenta la domanda rispetto a un'offerta di titoli ormai statica e che semmai deve calare (obiettivo del surplus di bilancio e politiche draconiane di riduzione dello stock del debito pubblico). La Bce acquisterà 60 miliardi al mese di titoli (prevalentemente emessi dallo stato ma non solo) dal prossimo 9 marzo al settembre 2016 o anche oltre quella data nel caso di persistente inflazione troppo lontana dal target del 2% o poco sotto. Come sempre, l'incontro della domanda e dell'offerta fa il prezzo (e il rendimento). Gli acquisti della Bce per 1.140 miliardi ripartiti in poco meno di due anni, e con pesi preassegnati tra tutti gli Stati emittenti membri dell'Eurozona e nel rispetto di un tetto del 25% per emissione, circoscrivono la rosa dei cosiddetti titoli "eligible": è stimato che la Bce più che assorbirà le emissioni nette di titoli di Stato (la differenza tra emissioni lorde e titoli in scadenza). Insomma, si prevede una "carenza di titoli": quindi anche questo spinge i prezzi al rialzo e rendimenti al ribasso.

I titoli di Stato a rendimenti negativi, tra l'altro, vengono acquistati anche dalle banche per soddisfare un nuovo requisito precauzionale: un cuscinetto di liquidità, un liquidity buffer, che può essere costituito da contanti (ma costano cari), titoli di Stato (anche con rendimenti negativi), obbligazioni societarie e cartolarizzazioni.

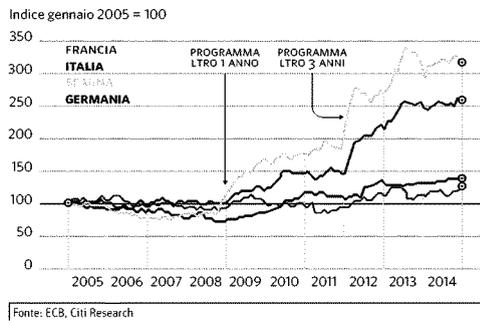
Questa nuova normativa, Basilea 3 incorporate nella direttiva CRR - CRD 4, entra in vigore il 15 ottobre.



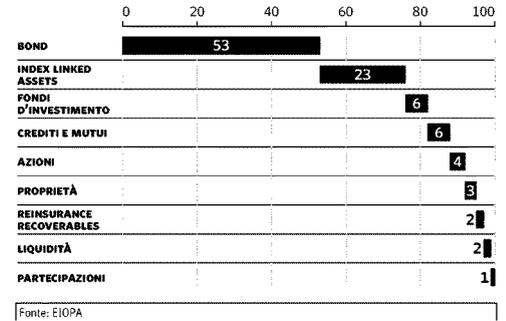
LA SPINTA DI BANCHE E FONDI PENSIONE

Banche, assicurazioni e fondi pensione sono tra i principali detentori di titoli di Stato. Le prime hanno incrementato le proprie quote soprattutto dopo le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (Ltro) della Bce del 2011-2012. I portafogli delle compagnie europee sono invece investiti al 53% in obbligazioni, quasi la metà delle quali sono bond sovrani.

La grande abbuffata: il grafico mostra l'aumento dei titoli di Stato nei bilanci delle banche. Come si nota, le banche hanno molto aumentato gli acquisti di bond governativi in occasione delle varie Tltro: quando cioè la Bce ha erogato prestiti a tassi vantaggiosi.



I bilanci dei fondi pensione: il grafico sotto mostra come sono investiti i soldi degli enti previdenziali. Si notano, in percentuale sul totale del loro portafoglio, i titoli di Stato e altre tipologie di titoli finanziari.

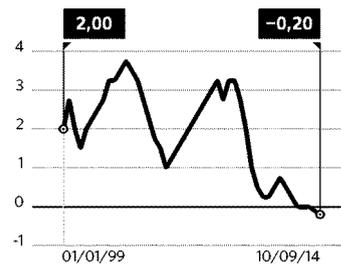


I RENDIMENTI

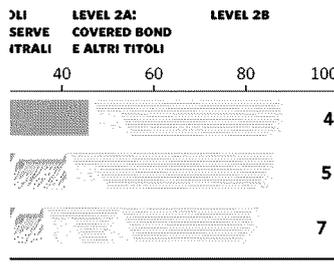
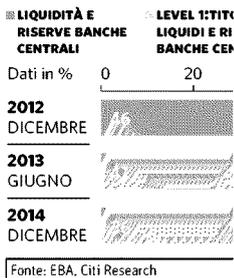
I tassi e i rendimenti si formano seguendo diverse variabili. Innanzitutto l'inflazione: quando è alta, i tassi si adeguano al rialzo (perché difficilmente qualcuno presta soldi a un tasso inferiore al caro-vita). I tassi sono inoltre "guidati" dalle banche centrali, che fissano il cosiddetto tasso di rifinanziamento.

TRE MOTIVI DEI TASSI ZERO

A Nel luglio 2014 la Bce ha portato per la prima volta in territorio negativo il tasso sui depositi che le banche detengono presso di lei, inducendo le banche stesse a spostare parte del denaro su attività più redditizie, a cominciare dai titoli di Stato tedeschi



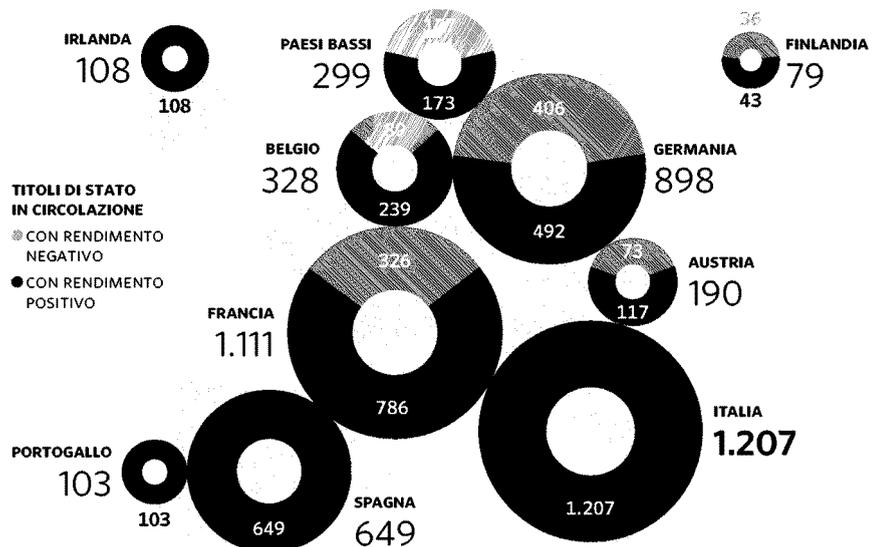
B Le regole di Basilea 3 impongono alle banche europee di detenere un «cuscinetto di liquidità» a scopo precauzionale, composto in buona parte (e in quote crescenti nel tempo) da titoli di Stato di elevata qualità creditizia.



C Il piano di acquisto di attività finanziarie da oltre 1.100 miliardi di euro della Bce che scatterà nelle prossime ore ha già scatenato una caccia serrata da parte degli investitori ai titoli di Stato nel tentativo di anticipare le mosse stesse di Francoforte e di trarne quindi un guadagno. I prezzi dei bond sovrani dell'Eurozona sono lievitati finendo per ridurre in modo significativo i rendimenti degli stessi titoli, una bella fetta dei quali si trova adesso al di sotto dello zero.

L'ERA GLACIALE

La combinazione di tassi negativi sui depositi delle banche presso la Bce, di regole sulla composizione del capitale delle banche e il quantitative easing spinge gli investitori a caccia di rendimenti. La relativa scarsità di titoli di Stato in circolazione contribuisce ad abbassare ancora i tassi di questi ultimi: oltre mille miliardi di euro sono già negativi nell'Eurozona.



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

**L'effetto domino:
ecco chi beneficia
dei bond
sotto zero**

Il tasso sottozero dei titoli di Stato dell'Eurozona "core" (Germania, Francia, Austria, Olanda e Finlandia) costituisce un fattore positivo per i titoli di Stato italiani e per le casse dello Stato italiano perchè dirotta gli investitori verso i rendimenti dell'Eurozona periferica: aumentando la domanda, salgono i prezzi e si abbassano i rendimenti e così anche il costo del servizio del debito pubblico. A trarre beneficio dal rendimento negativo dei titoli di Stato sono inoltre gli emittenti di bond non pubblici: i bassi tassi sulla curva dei bond governativi fanno calare i rendimenti delle obbligazioni societarie e bancarie, delle cartolarizzazioni e degli high yield bond. Questo è l'effetto-domino voluto dalla Bce e dalle banche centrali che utilizzano il quantitative easing: l'obiettivo è ridurre i rendimenti dei titoli di Stato, con acquisti diretti degli stessi per far calare il costo del finanziamento per banche, imprese e famiglie.

⬇️ Rischi eccessivi per guadagnare qualcosa in più

I tassi negativi nel mercato dei titoli di Stato per il momento si stanno concentrando nell'Eurozona "core" dei Paesi con alto rating ed elevata affidabilità creditizia. Tuttavia, anche nell'Eurozona periferica i rendimenti dei titoli di Stato si stanno abbassando enormemente e avvicinando a quota zero. Calano di conseguenza anche le remunerazioni offerte dai bond più rischiosi e con basso rating. La caccia all'alto rendimento porterà a un aumento del rischio di credito nel portafoglio di fondi pensione, banche e compagnie di assicurazione. Pur di mettere in portafoglio un bond che renda qualcosa in più di un Bund, gli investitori potrebbero spingersi ad esporsi a rischi che non conoscono. Il pericolo di nuove bolle speculative è reale. Gli organi di vigilanza e i controllori dei mercati in questo momento devono vigilare attentamente per evitare che un appiattimento dei rendimenti non degeneri in un appiattimento della valutazione e concezione dei rischi.

POSITIVI E NEGATIVI

Il grafico sopra evidenzia per alcuni Paesi dell'area euro i titoli di Stato in circolazione con tasso negativo o positivo. In Germania quasi la metà hanno rendimenti negativi (dati in miliardi di dollari, fonte Citi Research)