

L'ANALISI

# Rischio Brexit e l'anomalia dei rendimenti sottozero

TITOLI DI STATO/2

## L'anomalia dei rendimenti «sottozero»

di **Walter Riolfi**

**I**n trent'anni può succedere di tutto. Possono capitare tre o 4 recessioni economiche e conseguenti riprese; potremmo assistere a una nuova rivoluzione industriale o, meglio, informatica. Potremmo anche vedere una rivoluzione politica. E, in tutto questo potenziale trambusto, chi può escludere che l'inflazione voli ai livelli, non dico dei primi anni della repubblica di Weimar, ma dei più vicini anni '80. Eppure c'è chi sta comprando un titolo di Stato trentennale, quello svizzero, al rendimento di un perfetto 0%.

**S**e si preferisce la scadenza a 10 anni, che non è propriamente breve, bisogna pagare 53 centesimi allo Stato elvetico. Il caso della Svizzera, che ha un tasso d'interesse ufficiale a -0,75%, è, seppure amplificato, comune alla condizione del *Bund* e dei titoli in yen. C'è una situazione non diversa in Danimarca, Svezia, Olanda e negli altri più o meno virtuosi Paesi dell'area euro: tranne che in Italia e nei "periferici", s'intende.

Chi compera un bond svizzero o i *Bund* con rendimenti negativi lo fa per due ragioni: per guadagnare, confidando che i prezzi salgano ancora (dunque scendano i rendimenti), oppure, come in questo momento, per mettere al sicuro i propri soldi. Il rischio *Brexit*, spiegano i tecnici del mercato obbligazionario, non fa altro che accrescere il premio che un investitore è disposto a pagare, pur di uscire dal pericolo azionario e da quello di Btp e *Bonos*. La

spiegazione convince solo in parte, poiché non si capisce il motivo per cui un investitore debba buttar via soldi o, peggio, rinunciare a un guadagno per i prossimi 10 o 30 anni.

In realtà chi compra il *Bund* decennale a -0,02% guadagna lo stesso, perchè, facendosi prestare denaro a -0,25% (dalla Bce), con un'operazione sintetica (derivati) porta a casa 23 centesimi (lordi). Allo stesso modo, in Svizzera, con il costo del denaro a -0,75% (ti remunerano!), c'è ancora margine per guadagnare sul titolo decennale e forse anche su quelli un po' più brevi, confidando che la banca centrale abbassi ulteriormente i tassi d'interesse. È la follia che ieri certi investitori s'aspettavano in Giappone: con la necessaria delusione seguita al nulla di fatto della BoJ. Anche i pur bravi analisti di UniCredit s'aspettano che i rendimenti tedeschi calino ulteriormente nei prossimi mesi e ci par di capire che, oltre alla questione del "premio", si guardi al probabile aiuto della Bce. Perchè questa follia dei rendimenti negativi nasce dal perverso meccanismo suscitato dai tassi d'interesse sottozero praticati dalle banche centrali. Come 16 anni fa ci teorizzavano la bellezza della *New economy* che spazzava tutte le regole della finanza tradizionale, oggi gli analisti ci spiegano che anche la politica monetaria segue un corso nuovo. Un esperimento, si dovrebbe dire, come mai s'era visto in passato.

Eppure, dopo aver escogitato quasi tutte le non

convenzionali misure monetarie, la Bce si ritrova con il dramma dei Btp (e dei *Bonos* o dei titoli portoghesi) tornati, se li si misura con il metro dello *spread* sul *Bund*, ai livelli di un anno fa, prima del *quantitative easing* e prima dei tassi negativi. Un anno di politica ultraespansiva buttata alle ortiche, perchè il rischio *Brexit* ha fatto salire ai picchi di giugno-luglio 2015 anche gli *spread* dei bond austriaci, olandesi e francesi. L'eventuale uscita della Gran Bretagna dall'Unione non sembra tale da creare danni economici così enormi, nè per l'Eurozona nè probabilmente per gli stessi inglesi. Ma, diversamente dalla *Grexit* (un pericolo agitato per lo più strumentalmente), rappresenterebbe invece quel colpo d'ariete davvero in grado di scardinare il sistema dell'euro: perchè altri Paesi fremono già ora per rimettere in discussione l'impianto della moneta comune; anzi l'euro stesso. Mentre una Germania con il vecchio marco non correrebbe rischi finanziari (ma forse economici), la lira italiana rivelerebbe per intero la fragilità del Paese. C'è chi dice che dalla *Brexit* potrebbe nascere la volontà di una Europa migliore, in politica, in economia e pure nel sistema monetario. Ma sette anni di

tensione e drammi economici hanno finito per logorare l'idea stessa d'Europa.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



### Derivati

● Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore "deriva" dalla quotazione di mercato delle attività "sottostanti", cioè varia in base all'andamento delle attività finanziarie. Si tratta di contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti connessi a valori mobiliari o rendimenti o ad altri indici o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o con il pagamento di differenziali in contanti. I derivati sono oggetto di contrattazione in molti mercati finanziari, e soprattutto in mercati al di fuori dei centri borsistici ufficiali.

