

# strategie

nazionali, continentali e internazionali



## a scadenza

sa l'abitudine di comprare titoli brevi rinnovandoli sempre. Ad esempio cinque BoT annuali invece di un BTP quinquennale. In modo per limitare ulteriormente i rischi ma anche i guadagni. «Nei momenti peggiori della crisi - ricorda Drusiani -, abbiamo assistito ad una momentanea disaffezione verso i titoli di Stato a favore dei conti deposito che offrivano rendimenti competitivi ed erano percepiti come più sicuri». Una tendenza che si è però invertita rapidamente come dimostra anche la composizione della domanda delle ultime aste. In prospettiva storica merita di essere segnalata una piccola svolta avvenuta tra il 1997 e il 1999 quando il valore dei titoli italiani in mano ai risparmiatori è precipitato da 356 a 172 miliardi mentre è cresciuto da 53 a 100 quello di titoli stranieri. La fine, o quanto meno la forte attenuazione, della "home bias", la predilezione per i prodotti finanziari di casa percepiti come più sicuri indipendentemente dall'effettiva rischiosità.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### CHI HA IN MANO IL DEBITO PUBBLICO

#### Il 40% all'estero

Il valore dei titoli di Stato italiani in circolazione è oggi di 1.685 miliardi di euro, il 40% circa in mano ad investitori esteri, il 60% in Italia. La crisi finanziaria cominciata nel 2007 ha provocato un crollo del 60% nei flussi di capitali cross-border a livello mondiale, dal momento che le banche hanno ridotto la loro esposizione internazionale. In Europa in particolare il fenomeno è stato impressionante: mentre tra il 2006 e il 2007 erano affluiti quasi 2.500 miliardi di dollari verso la periferia dell'eurozona (Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo, Spagna), tra il 2011 e il terzo trimestre del 2012 investitori e creditori hanno ritirato oltre 900 miliardi di dollari dagli stessi Paesi.

#### Il 15% al retail

Non esistono dati precisi ma la stima è che gli investitori retail, vale a dire i piccoli investitori, detengono al massimo il 15% dell'intero debito pubblico. Il ruolo quindi degli investitori istituzionali è assolutamente predominante. Le famiglie possiedono direttamente circa 180 miliardi tra BTP, BoT, etc. Per quanto riguarda i piccoli investitori le scadenze preferite sono quelle a breve e medio termine: solitamente il pubblico retail preferisce non esporsi troppo oltre i 5 anni. La componente dei BoT varia molto in funzione dei tassi di interesse. Oggi con i tassi sono relativamente bassa e la componente dei titoli a breve si è ridotta rispetto al picco della crisi dell'autunno 2011.

#### Il 65% in BTP

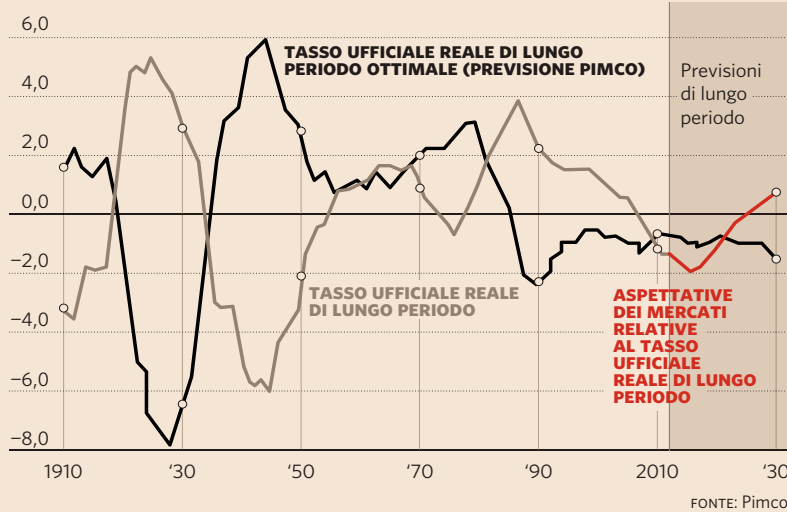
La composizione della quota di debito pubblico italiano sul mercato è variegata. La voce preponderante, che incide per circa il 65% di tutte le emissioni, è rappresentata dai BTP (Buoni del Tesoro Poliennali). I BTP sono caratterizzati da cedole fisse con scadenze a 3, 5, 10, 15 e 30 anni. In pratica i BTP coprono tutte le scadenze di medio e lungo periodo. Il decennale, come visto, è preso a riferimento.

#### Pesa il 127% sul Pil

A febbraio l'intero debito pubblico italiano è calato pur restando sopra la soglia dei 2.000 miliardi. La Banca d'Italia, nel supplemento al bollettino statistico, certifica una riduzione di 5,2 miliardi di euro a quota 2017,6. Se secondo l'Eurostat, nel 2012 il rapporto deficit/Pil in Italia è stato del 3% mentre il debito è salito al 127% del Pil; per quanto riguarda l'Eurozona, deficit al 3,7% e debito al 90,6 per cento.

### L'inversione

L'andamento del tasso di interesse reale di lungo periodo negli Stati Uniti e le previsioni per i prossimi anni



## Usa, può attendere la ripresa dei tassi

Pimco prevede un Pil con aumenti modesti ma non esclude mosse a sorpresa della Fed

Andrea Gennai

■ Per una Bce che si avvia a tagliare il costo del denaro, c'è una Fed che terrà ancora i tassi prossimi allo zero ancora per un po', almeno secondo quanto previsto dagli analisti e incorporato oggi dal mercato. Ma attenzione perché spesso, nel lontano in passato, la Fed si è mossa in maniera precipitosa sul tema dei tassi per colpa di "pressioni" provenienti dal mondo delle valute o della politica: un'ipotesi che non può essere esclusa per il futuro.

Un'attenta disamina di questi rischi arriva da uno studio di Pimco rilasciato a marzo sull'asset allocation. Uno dei più grandi gestori obbligazionari del mondo invita a monitorare il tasso ufficiale reale di

lungo periodo atteso, vale a dire la media dei tassi sui *federal fund* (i tassi di riferimento della Fed) corretti per l'inflazione nei successivi 10 anni. Attualmente questo tasso è pari al -1,33% (con l'inflazione che sopravanza i tassi praticamente a zero) e i mercati obbligazionari prevedono che scenderà a -1,98% entro il 2017, punto di minimo, prima di tornare a salire. Quindi i tassi dovrebbero restare sui minimi ancora per un po' di tempo.

L'indicatore è importante perché in passato la relazione tra crescita potenziale del Pil e tasso ufficiale reale è stata sostanzialmente valida, tranne alcuni momenti storici. Ad esempio all'indomani della Grande Depressione, dopo la crisi del '29, i tassi ufficiali reali effettivi erano troppo alti: un errore che aggravò la situazione, impedendo una ripresa in tempi rapidi. Una lezione che è servita nella crisi attuale.

Per prevedere l'andamento dei tassi ufficiali reali di lungo periodo Pimco ha ipotizzato un calo graduale del potenziale di crescita del Pil negli Usa dall'attuale 2% a circa l'1,5% entro il 2023. In base a questa e ad altre ipotesi nei prossimi anni, secondo Pimco, il tasso ufficiale reale di lungo periodo dovrebbe attestarsi in via ottimale in media al -1% all'anno. Se questa fosse l'ipotesi il mercato obbligazionario (che oggi sconta uno scenario un po' diverso) potrebbe continuare a presentare valutazioni in grado di generare rendimenti positivi per il prossimo decennio. Ma c'è appunto un'incognita: quella che la Fed non segua l'andamento ottimale dei tassi e che «pressioni esterne sui cambi e pressioni politiche interne possano causare una deviazione dal percorso tracciato all'insegna di tassi persistentemente bassi». In questo caso, un netto rafforzamento del dollaro potrebbe essere un primo campanello d'allarme.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Nella corsa tra i BTP Italia vincono quelli più recenti

Abbastanza allineate le stime di ritorno. Ecco le diverse ipotesi

■ Le emissioni sono salite a quattro e hanno raggiunto complessivamente oltre 44 miliardi di euro, una cifra considerevole. Il BTP Italia è diventato uno strumento molto ricercato sul mercato, non solo da parte degli investitori retail (per i quali è nato alla fine del marzo dello scorso anno), ma anche da parte degli istituzionali, come dimostra la forte domanda dell'ultima emissione.

A questo punto anche tra i piccoli risparmiatori può sorgere l'interrogativo su quale dei quattro titoli puntare. Un'elaborazione di Money Farm sulle prospettive di rendimento finale, alla luce di diversi scenari di inflazione, evidenzia che non ci sono differenze rilevanti. Il mercato ha riallineato i valori anche per il secondo BTP, quello del giugno scorso che fu emesso con la cedola base fissa più alta (3,55%). Emerge comunque che le emissioni più recenti hanno un rendimento frazionalmente superiore rispetto alle altre. Ad esempio l'ultima emissione dovrebbe garantire un 2,68% annuo in caso di inflazione molto bassa mentre il ritorno schizzerebbe al 4,42% qualora l'inflazione dovesse balzare al 3 per cento. E l'ultimo BTP Italia quotato è stato molto scambiato negli ultimi giorni, vale a dire i giorni del debutto. Dietro questi movimenti potrebbero esserci anche degli assestamenti proprio per effetto delle maggiori previsioni di rendimento «Le quattro emissioni - spiega Giovanni Daprà, co-fondatore della società di consulenza Money Farm - sono sostanzialmente allineate in termini di rendimento. Un criterio per scegliere un bond piuttosto che un altro è quello di puntare sui titoli più liquidi. Se osserviamo attentamente i rendimenti comunque notiamo che l'ultima emissione ha un leggero premio rispetto alle altre in quanto spesso capita che come regola sul mercato di emissione si paghi un pochino di più per invogliare gli investitori». — An.Gen.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### A confronto

Le emissioni dei 4 BTP Italia e le ipotesi di rendimento con diversi scenari di inflazione. In %

SCADENZA	SCENARIO DI INFLAZIONE		
	1%	2,5%	3%*
26/03/2016	2,35	3,65	4,08
11/06/2016	2,45	3,72	4,15
22/10/2016	2,54	3,83	4,26
22/04/2017	2,68	3,99	4,42

\* Rendimento a scadenza al netto di tasse  
 FONTE: elab. su dati Money Farm