

# FRAMMENTI DAL PASSATO

Una obbligazione vecchia di quasi quattrocento anni continua a pagare gli interessi, un ottimo “testimonial” del valore del tempo e della fiducia in un momento in cui torna il favore per i titoli pubblici. La scorsa settimana la Banca Centrale Europea ha aumentato i tassi ma le condizioni dell'economia fanno pensare che sia arrivata al termine del ciclo restrittivo

Nella storia d'Europa il 1648 è un anno importante. È l'anno della Pace di Westfalia che mise fine alla Guerra dei Trent'anni e disegnò il nuovo assetto del Vecchio Continente.

Nel 1648 prese forma l'Europa moderna, il centro geo-politico si spostò dal centro-sud della Spagna e dell'Austria del Sacro Romano Impero verso il nord-ovest della Francia, della Gran Bretagna, dei Paesi Bassi. Venne condiviso il principio di indipendenza dei vari stati e superata l'idea della religione come fondamento politico universale. Se escludiamo la parentesi delle guerre napoleoniche, i criteri stabiliti negli accordi del 1648 hanno governato le relazioni tra gli Stati europei fino al 1914.



Rembrandt van Rijn (1606–1669) “Il Mulino” 1648, National Gallery of Art, Washington, Widener Collection. Fonte: Painting in the Dutch Golden Age, 2007.

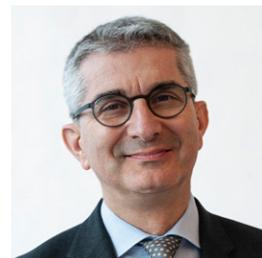
Il 1648 ha una certa rilevanza anche nella storia minore dei mercati finanziari.

Nelle Province Unite finalmente pacificate e indipendenti, un consorzio idrico decise di mettere mano al portafoglio e migliorare la rete di canali e dighe che aveva in gestione. Per finanziare i lavori emise un prestito obbligazionario.

Scritto su una pelle di capra, nel maggio 1648 venne emesso a favore del signor Niclaes de Meijer un titolo di debito al portatore per un importo di mille fiorini di Carolus “da 20 scudi al pezzo” con il riconoscimento di un interesse del 5% da pagarsi in perpetuo. Nel corso dei secoli la valuta di denominazione è cambiata, il tasso di interesse venne ridotto al 3,5% e poi al 2,5%, il consorzio idrico ha cambiato nomi e forme giuridiche e anche l'obbligazione è passata di mano in mano.

L'ultimo e attuale proprietario del titolo al portatore è l'Università Yale che l'acquistò nel 2003. In quello stesso anno il professor Geert Rouwenhorst prese un aereo e si presentò negli uffici dell'Autorità idrica erede dell'antico consorzio. Titolo alla mano chiese, e ottenne, il pagamento di ventisei anni di interessi arretrati. Alle volte capita che non solo i diamanti siano “per sempre”!

L'obbligazione del 1648 è probabilmente il titolo più antico la cui validità è ancora riconosciuta dall'autorità emittente, una curiosità storica che ricorda il valore della fiducia e della fedeltà che legano (“bond”, in inglese) il sottoscrittore e l'emittente di un prestito obbligazionario. Vale la pena ricordarlo in un periodo in cui le obbligazioni, magari non così datate, tornano nel favore degli investitori.



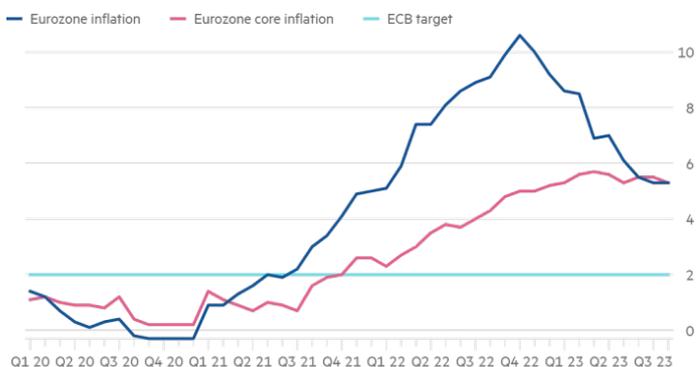
**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

Pochi giorni fa, in un contesto di peggioramento delle condizioni economiche nell'Eurozona, la Banca Centrale Europea ha deciso, con voto non unanime, di aumentare i tassi di un altro quarto di punto. I tassi sono ora al massimo storico da quando è stata introdotta la moneta unica.

Lo spettro che si aggira per l'Europa ha più a che fare con Shakespeare che con Marx: il comunismo minacciato nell'incipit del Manifesto non fa paura da anni, è piuttosto l'inflazione a spaventare e i banchieri di Francoforte sono i più spaventati, come Macbeth perseguitato dal fantasma di Banco.

L'inflazione non rientrerà verso l'obiettivo del 2% nel 2024, come la BCE stimava pochi mesi fa, ma solo a metà del 2025. Il valore medio dell'inflazione sarà 5,6% quest'anno e 3,2% nel 2024, livelli ritenuti "troppo alti, per troppo tempo".

Eurozone inflation remains stubbornly above the ECB target



Harmonised index of consumer prices: core inflation excludes energy, food, alcohol and tobacco prices  
Source: Eurostat © FT

L'inflazione nell'Eurozona resta molto al di sopra dell'obiettivo del 2%, la BCE prevede che l'indice armonizzato HICP diminuisca dalla media dell'8,4% nel 2022 al 5,6% nel 2023, al 3,2% nel 2024 e al 2,1% nel 2025, raggiungendo l'obiettivo nel terzo trimestre del 2025. Fonte: ECB staff macroeconomic projections.

La crescita dei prezzi non rallenta abbastanza e a Francoforte reagiscono in modo pavloviano, a dispetto delle condizioni dell'economia. L'ultima rilevazione dell'indice PMI conferma la debolezza dell'Eurozona: l'indice composito, che tiene assieme la manifattura con i servizi, è sceso da 48,6 di luglio a 46,7 ad agosto. Un declino pesante, quasi due punti in un indice in cui si commentano gli scostamenti decimali e, se si esclude la straordinarietà del picco al ribasso durante la pandemia, l'indice è tornato ai valori minimi del 2013.

Ancor più rilevante è la discesa sotto la soglia di 50 del settore dei servizi che ha messo la parola fine a un filotto di sette mesi positivi. Viene a mancare la compensazione che i servizi hanno dato al settore della manifattura, in contrazione da mesi. Le prospettive di crescita a breve termine dell'Europa sono peggiorate, il costo del denaro morde l'attività economica, la fiducia delle imprese e dei consumatori è debole e l'Europa si trova esposta alla bassa domanda estera, alla Cina in particolare.

La reazione immediata dei mercati all'aumento dei tassi è stata positiva, le condizioni dell'economia hanno portato a valutare il pericolo di nuovi aumenti e giovedì scorso sono calati il decennale tedesco e il titolo italiano di pari scadenza, il differenziale tra Bund e BTP (lo "spread") si attestava intorno a 173 punti base, da 178 punti prima della decisione della BCE.

Il giorno dopo c'è stato però un ripensamento e i rendimenti sono tornati a salire. Gli operatori hanno valutato la forte dipendenza dell'Europa dall'approvvigionamento energetico. L'aumento del prezzo del petrolio e i possibili shock sul lato della fornitura, ad esempio lo sciopero negli impianti LNG in Australia, espongono la vulnerabilità della regione, rappresentano veri e propri ostacoli alla discesa dell'inflazione e, soprattutto, alla discesa delle aspettative dell'inflazione nel medio periodo. Alcuni analisti hanno alzato l'obiettivo del rendimento del Treasury a dieci anni a 4,5% e oltre, il Treasury è un benchmark universale, un potente magnete che ha orientato anche il rendimento delle obbligazioni europee.

Euro falls after dovish ECB statement



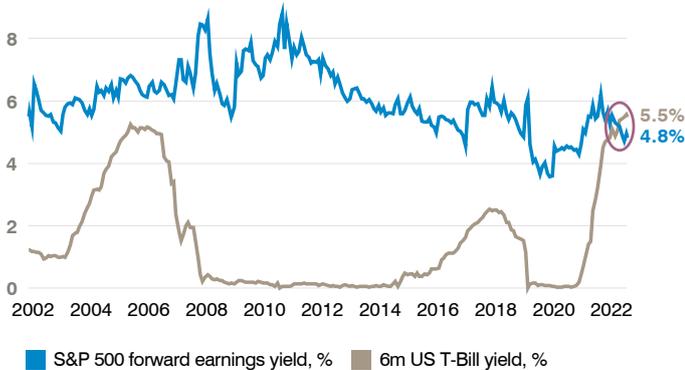
Source: LSEG © FT

La decisione della BCE ha indebolito l'euro verso il dollaro a motivo delle diverse prospettive economiche di USA e Eurozona. Fonte: Financial Times, LSEG.

Durante la conferenza stampa Christine Lagarde non ha dato, neppure questa volta, nessuna indicazione positiva, nessun indizio sulle scelte future, ha ribadito il mantra della dipendenza dai dati e sono proprio i dati economici grami a far pensare alla fine del ciclo di rialzo. Più che di nuovi aumenti, si parla di quanto a lungo verrà mantenuto l'attuale livello dei tassi. Per quanto riguarda la Fed, il consenso prevalente è che nella riunione di questa settimana non verranno decisi nuovi rialzi e che la pausa serve per valutare le conseguenze dei rialzi sull'economia, la Fed si sta posizionando nella modalità "higher for longer".

Siamo arrivati all'"higher", i tassi più alti, ora ci acconciamo al "longer", l'attuale livello dei tassi americani ci accompagnerà ben addentro il 2024, l'appuntamento con i tagli della BCE è probabilmente nel 2025.

Il rally azionario avviato nello scorso ottobre ha fatto salire i prezzi e schiacciato il premio al rischio (vedi L'Alpha e il Beta del 4 settembre 2023) ma sono saliti anche l'inquietudine e l'interesse verso le obbligazioni.



Il rendimento dei T-Bill ha raggiunto quello delle azioni. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Il ritorno del rendimento sui bond e sulla liquidità è stato salutato con entusiasmo dai risparmiatori, le banche centrali possono proseguire nei loro piani di riassorbimento del bilancio, i rendimenti attraenti non fanno mancare la domanda e i sottoscrittori. A questi livelli anche la liquidità è diventata un concorrente non solo alle azioni ma anche alle obbligazioni.

“Cash is king” è locuzione familiare a chiunque frequenti i mercati finanziari, antica e solo poche volte vera. Più sovente la liquidità si rivela sì re, ma “re di maggio”, come Umberto II che fu re dal 9 maggio 1946, dopo l'abdicazione del padre Vittorio Emanuele, fino alla partenza dall'Italia il 13 giugno a seguito del referendum (Umberto non abdicò e mai rinunciò ai suoi diritti).

Tenere la liquidità in attesa di maggiori certezze o tempi migliori è una scelta tattica che l'imperizia può trasformare in errore costoso. Il più delle volte si tende a trascurare, o semplicemente ignorare, il costo opportunità delle alternative. Inoltre in questo particolare momento in cui il mercato cerca di anticipare i tagli dei tassi, l'aumento gli acquisti sulla parte lunga della curva aggiunge rendimento.



L'obbligazione emessa nel 1648 dal Hoogheemraadschap Lekdijk Bovendams, consorzio idrico sul fiume Lek, è stata acquistata dall'Università Yale nel 2003. Redatta su pelle di capra, i pagamenti degli interessi venivano registrati direttamente sull'obbligazione. Fonte: news.yale.edu.

Come il prestito del consorzio idrico del 1648, le obbligazioni sono prestiti che vincolano l'emittente a onorare i propri impegni (obblighi), le obbligazioni governative sono ritenute le più sicure, il loro rendimento è il risk free utilizzato in tutte le metriche, sono scambiate nei mercati più liquidi del mondo.

I rischi che possono verificarsi nel prossimo futuro sono gli stessi che avevamo lasciato prima della pausa agostana:

1. Il primo è che l'inflazione sorprenda o al rialzo oppure interrompendo il sentiero di discesa;
2. un altro rischio è che i banchieri centrali spingano troppo il freno e il rallentamento si trasformi in recessione; sono importanti anche i segnali che vengono dalla Cina, di cui abbiamo scritto la settimana scorsa. In questi giorni sono usciti dati rinfancanti, in agosto le vendite al dettaglio e la produzione industriale sono cresciute oltre le previsioni; la Banca del Popolo ha tagliato di un quarto di punto il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche, una azione che ha iniettato di fatto liquidità nel sistema e ha mandato al mercato il segnale della volontà del governo di fare il possibile per evitare il rallentamento e far ripartire l'economia;
3. il terzo rischio è quello geopolitico, l'evoluzione della guerra, le relazioni diplomatiche e commerciali della Cina con gli Stati Uniti e il resto del mondo, il movimento negli equilibri di potere, e di alleanze, nel Medio Oriente (vedi L'Alpha e il Beta del 11 settembre 2023).

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://GAM.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.