

<https://www.ilsole24ore.com/art/quanto-puo-durare-boom-obbligazioni-centennali-ACstTBg>



26 agosto 2019

SERVIZIO | NUOVE EMISSIONI

## QUANTO PUÒ DURARE IL BOOM DELLE OBBLIGAZIONI CENTENNALI

Solo Giappone e Regno Unito sono in grado di finanziarsi a lunghissimo termine in modo regolare

di Marcello Minenna

Il peggioramento della congiuntura globale, la caduta dei tassi di interesse e le aspettative di un riavvio in grande stile dei programmi di espansione monetaria in Usa ed Europa stanno producendo conseguenze inattese sui mercati obbligazionari: il ritorno dei bond a lunghissima scadenza. **Le agenzie del debito di tutto il mondo si stanno rapidamente mobilitando per strutturare emissioni c.d. ultra-long a 50, 70 e 100 anni;** ci sono rumours insistenti sul fatto che il Tesoro Usa possa muoversi a breve. Pochi giorni fa il governo tedesco ha piazzato un'obbligazione zero coupon trentennale allo 0% per 1 miliardo di € mentre anche il Tesoro italiano appare intenzionato a testare nuovamente la strada di un'emissione cinquantennale.

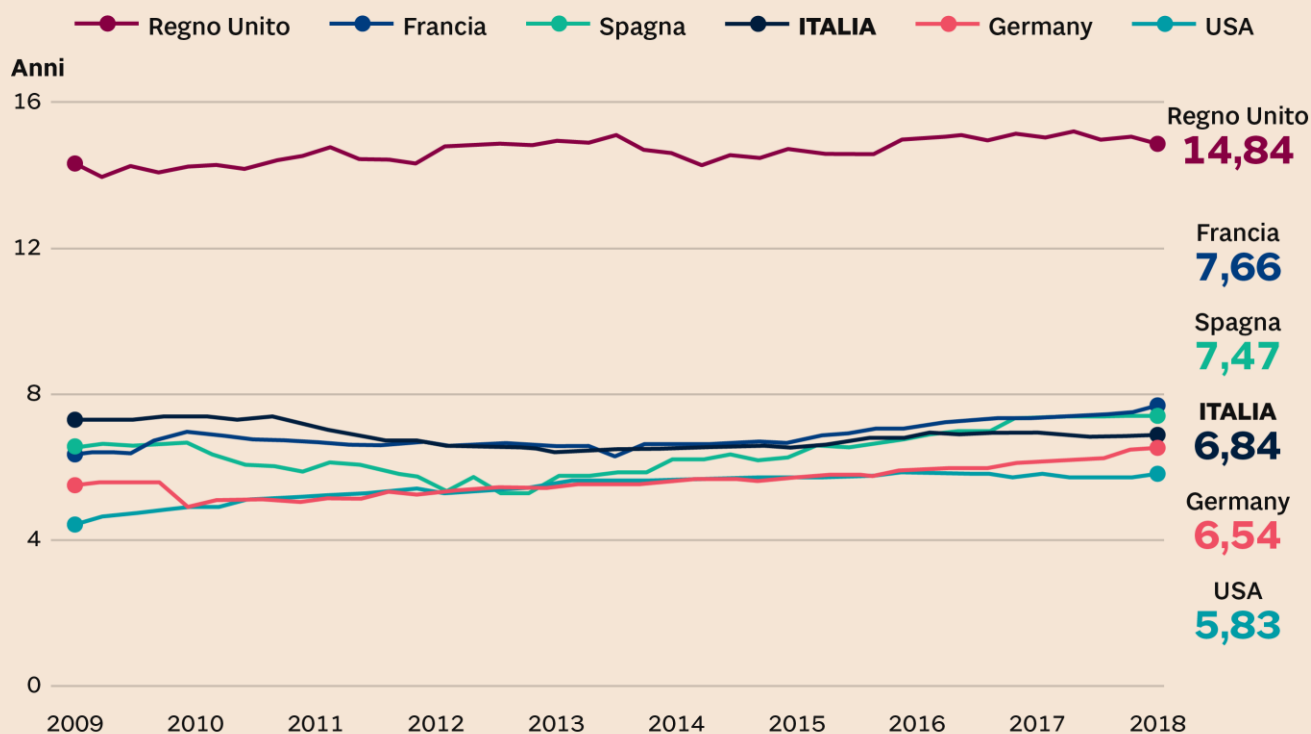
Diventare azionisti dello Stato: ecco cosa vuol dire in breve avventurarsi nell'acquisto di obbligazioni ultra-cinquantennali. La distanza temporale è tale infatti da rendere irrilevante il valore finanziario del rimborso del capitale. **Nel 2016-2017 i mercati hanno sperimentato un temporaneo boom delle emissioni a lunghissima scadenza:** gran parte dei Paesi europei ed alcune economie emergenti come Messico ed Argentina si sono finanziati per modesti importi a 50 e 100 anni, approfittando dei livelli bassissimi dei tassi di interesse.

Tuttavia al di là dell'effetto mediatico di queste emissioni, non c'è stato un impatto significativo sulle modalità di funding di questi Paesi, che non hanno sperimentato nessun allungamento della durata media del debito. Gli investitori invece si sono caricati un rischio evidente sulle spalle, vista la forte sensibilità di questi titoli a variazioni dei tassi di interesse anche minime. Questo rischio si è materializzato brutalmente durante la **recente crisi valutaria argentina** con il dimezzamento del valore di mercato dei bond centennali, che data la distanza temporale del rimborso rappresenta de facto il valore di recupero del capitale. D'altro canto si potrebbe argomentare che il bond a 70 anni emesso dall'Austria 3 anni fa ha raddoppiato il suo valore da inizio anno, che potrebbe salire ancora se la Banca Centrale Europea (Bce) abbasserà i tassi di riferimento in maniera incisiva.

Tuttavia è evidente che si tratta di movimenti speculativi legati a situazioni temporanee di mercato e che non esiste una base di domanda stabile. **Senza una pianificazione adeguata, un governo rischia di dover pagare un premio aggiuntivo non indifferente sulle emissioni ultra-long** che vanificherebbe i benefici derivanti da un allungamento della durata media del debito.

Non a caso sono solo 2 i governi che sono in grado di finanziarsi a lunghissimo termine in maniera regolare: il Giappone, che effettua dal 2007 emissioni periodiche a 40 anni e il Regno Unito, che porta avanti un programma di finanziamento a 50 anni. Questa diversa modalità di funding si riflette in una durata media del debito significativamente più lunga rispetto alle altre principali economie industrializzate, più che doppia per il governo britannico.

#### DURATA RESIDUA DEL DEBITO GOVERNATIVO DI ALCUNE GRANDI ECONOMIE MONDIALI



**Il caso del Regno Unito merita un approfondimento:** infatti non solo il governo, ma anche le principali corporations britanniche nel settore energetico e delle utilities si finanziano in maniera regolare sul lunghissimo termine, principalmente attraverso titoli indicizzati all'inflazione. Questa unicità del sistema finanziario britannico dipende dal fatto che il governo è riuscito a creare una base di domanda stabile per il debito a lunga scadenza, trovando un interlocutore naturale nel sistema dei fondi-pensione privati.

Il sistema pensionistico a base volontaria del Regno Unito è tra i più sviluppati del mondo, insieme a quello Usa. In media il mercato dei fondi-pensione è 10 volte più ampio rispetto al resto dell'Unione europea (Ue), quindi ci sono ampi margini di manovra per connettere in maniera efficace le esigenze di finanziamento del governo con quelle di redditività del settore. I fondi pensione tipicamente cercano un rendimento garantito stabile che permetta di assicurare il pagamento regolare delle pensioni e di minimizzare la quantità di liquidità in portafoglio, contenendo allo stesso tempo i rischi. Il titolo di Stato a lungo termine è pertanto l'investimento ideale per un fondo-pensione.

Tuttavia l'elevata dimensione del mercato dei fondi-pensione non spiega completamente il dato outlier del Regno Unito in termini di durata media del debito. Infatti, se si misura il ratio tra controvalore dei fondi-pensione e debito (governativo e corporate) oltre i 10 anni, si osserva un valore del 160%, 7-8 volte superiore rispetto a Germania, Italia e Francia, ma decisamente superiore anche a quello Usa (120%). In sostanza i fondi-pensione britannici sono molto più sviluppati di quelli americani rispetto all'ammontare di debito negoziabile a lunga scadenza, nonostante il mercato Usa sia notevolmente più ampio.

Nei due Paesi vige un differente regime normativo che spiega in parte il fenomeno: nel Regno Unito la legge impone infatti un adeguamento automatico dei benefici pensionistici all'inflazione, che accresce controvalore e duration del monte pensioni, cioè il lato passivo del bilancio dei fondi. Questa circostanza comporta un adeguamento del lato attivo del bilancio, e dunque una domanda più forte di titoli a scadenza trentennale (ed oltre) rispetto agli Usa, dove non sussiste obbligo di indicizzazione.

### TITOLI GOVERNATIVI A LUNGO TERMINE E PIANI PRIVATI IN USA ED EUROPA



In un momento economico delicato per l'Ue dove diventa maggiormente necessario ampliare e stabilizzare gli strumenti di funding dei governi, le emissioni a lunghissimo termine possono giocare la loro parte.

Un cambio di strategia nel funding che privilegi il lungo termine sarebbe lungimirante, soprattutto se si considera che a luglio 2019 è stata finalmente varata con la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'Ue la riforma del mercato dei fondi-pensione privati (PPEP - pan-European personal pension product) che dovrebbe entrare in vigore in 2 anni circa, e che mira a sviluppare un mercato unico ed uniforme centrato sull'offerta di un prodotto pensionistico standardizzato e trasparente. Potrebbe essere un'occasione irripetibile per incentivare uno sviluppo equilibrato del mercato delle pensioni private ed - in tandem - dei titoli governativi a lunghissimo termine.

La stessa Bce potrebbe supportare la strategia di allungamento della durata media dei debiti governativi, rendendo idonei per l'acquisto i titoli ultra-long nel nuovo Quantitative Easing (Qe) che potrebbe essere annunciato a breve (nel primo Qe la Bce si è fermata a 30 anni). Ma questa è un'altra storia.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna