

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

TITOLI DI STATO, FINO A QUANDO FED E BCE LI SOSTERRANNO

► I rendimenti dei titoli di Stato hanno registrato quest'anno un rialzo significativo in previsione di una politica di allentamento monetario da parte delle principali banche centrali, tra cui Bce e Federal Reserve, adottate da entrambi gli Istituti nell'ultimo mese. Fondamentalmente, la forward guidance della Bce è ora aperta e dipendente dalla situazione di mercato, in quanto prevede di mantenere i tassi ai livelli attuali o inferiori fino a quando l'inflazione convergerà con decisione verso il target, con il Qe che analogamente continuerà

fino a poco prima del primo aumento dei tassi. A causa dell'assenza di pressioni inflazionistiche sia a livello regionale che globale, qualunque svolta di tipo restrittivo ci sembra improbabile nel breve termine. Pertanto,



Jerome Powell

osserviamo che gli acquisti di asset continueranno nel prossimo futuro, il che dovrebbe essere di supporto per i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi core così come per gli spread dei Paesi periferici, continuando a sostenerli. Semmai, i rischi appariranno ancora al ribasso per la crescita globale, data l'incertezza causata dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. Riteniamo quindi che i titoli di Stato statunitensi possano mantenersi redditizi, soprattutto in considerazione dell'attuale andamento dei prezzi di mercato in cui gli investitori si aspettano un ciclo di allentamento più vicino all'«aggiustamento di metà ciclo» del presidente della Fed, Jerome Powell, con due tagli dei tassi prezzati nel corso del prossimo anno. Se si concretizzerà un'ulteriore debolezza della crescita o aumenteranno le incertezze geopolitiche, allora questo potrebbe costringere la Fed a tagliare i tassi d'interesse più del previsto, il che rende il lato lungo della curva dei tassi Usa una proposta interessante in questo momento. Per i mercati del credito, osserviamo che la maggior parte dello stimolo monetario descritto è ampiamente prezzato nelle valutazioni, mentre le incertezze relative al commercio, a Brexit e alla crescita globale pesano ancora sulle prospettive e ci inducono a essere cauti nella nostra esposizione. Anche se la Bce ha rilanciato il Qe, era chiaro che il Consiglio dei governatori stava cercando di passare il testimone dello stimolo futuro alle autorità fiscali, vista la mancanza di unanimità sulla decisione relativa al Qe. Lo stesso vale per la Fed, l'ultimo dot plot ha evidenziato un board diviso sulla necessità di un altro taglio dei tassi quest'anno. Pertanto, riteniamo difficile fare affidamento su ulteriori stimoli monetari per alimentare ancora il restringimento degli spread, dato che le Banche Centrali potranno diventare più reattive che proattive alla luce delle opinioni divergenti tra i diversi membri. Considerato ciò, ci concentreremo sui dati relativi alla crescita globale, guardando a segnali di stabilizzazione nel settore manifatturiero, così come ai prossimi colloqui tra Stati Uniti e Cina, per i quali i mercati sperano in una svolta. (riproduzione riservata)

Mohammed Kazmi
portfolio manager e macro strategist
di Union Bancaire Privée (Ubp)

L'Ue si sbrighi a realizzare l'unione fiscale per evitare la fuga di capitali

DI GIUSEPPE VEGAS

Non è certo un caso se il nuovo presidente della Commissione Ue, Ursula von der Leyen, all'inizio del mandato e il presidente della Bce, Mario Draghi, alla fine del suo, abbiano richiamato la necessità di dare compiuta attuazione alla Capital Markets Union, il grande progetto europeo che avrebbe dovuto completare il processo di omogeneizzazione dell'intera area finanziaria europea, costituendo una sorta di secondo pilastro dell'edificio costruito con la Banking Union e di dar luogo nel Vecchio Continente a una vera unione fiscale.

Alla luce di quanto è accaduto in questi ultimi anni, l'attuale momento di passaggio è stato opportunamente colto dei responsabili più alti dell'Ue per chiarire una volta per tutte che, senza una radicale innovazione del sistema di regolamentazione interno difficilmente le misure adottate in campo monetario potranno avere gli effetti sperati. In realtà, se si considera il fatto che la liquidità messa a disposizione dalla Bce ha avuto la funzione primaria di scongiurare una paventata fuga dall'euro e, come effetto indotto, quello di rafforzare patrimonialmente il sistema bancario, non si può non notare come nelle condizioni date non poteva produrre automaticamente un'accelerazione di investimenti e consumi adeguata rispetto alle necessità di investire il trend economico. Ecco dunque che si manifesta ora in tutta la sua crudeltà la necessità di operare per un rilancio del sistema delle imprese, rilancio che passa anche da una indispensabile maggiore attrattività del mercato finanziario europeo. Non si può pensare infatti che, nella competizione globale dominata da Paesi dalle dimensioni di Usa e Cina, per parlare solo dei due più grandi, l'Eu-

ropa si possa affacciare con adeguate chance di successo se non si presenta come una zona economica omogenea ma come un insieme di staterelli che vanno l'uno contro l'altro. Si tratta di un tema che postula la soluzione di molti problemi. In primo luogo quello del finanziamento delle imprese. A differenza di quanto avviene Oltreoceano, le imprese europee dipendono ancora troppo dal sistema bancario e traggono troppi pochi fondi dal mercato. In presenza di un sistema bancario ancora non del tutto fuori dai rischi che originano dalla crisi e da quelli che potranno derivare dall'aggressività del nuovo mondo del Fintech, non si può far finta che non esista il problema di avvicinare le imprese, soprattutto di medie e piccole dimensioni, al mercato finanziario. È vero che da noi sono state previste agevolazioni per le nuove quotazioni, ma è anche vero che è stata introdotta la Tobin Tax e non è chiaro cosa avverrà nel mondo dei Pir. Vi è poi il tema della regolamentazione. Se da una parte il sistema dei regolamenti europei tende a rendere sempre più simili le legislazioni nazionali in materia di mercati finanziari, dall'altra non sempre la similitudine significa eguaglianza. In ogni caso molto spesso i controlli assumono caratteristiche assai differenti. Se l'attività di controllo e vigilanza da parte delle singole Autorità nazionali dei mercati non sarà omogenea risulta inevitabile la permanenza di un sistema che a volte potrebbe anche dare luogo a episodi di concorrenza sleale. Non solo. Questo produce anche l'effetto negativo di presentare l'Europa come un'area con un vastissimo mercato, ma disomogenea e quindi non attrattiva dei capitali internazionali, se non

per quelli volatili degli speculatori. Da ultimo e non per ultimo, si pone il problema del sistema fiscale. Se il fisco costituisce uno strumento fondamentale per attrarre capitali, esteri e interni, è indispensabile definire sistemi impositivi omogenei in tutta l'area che si vorrebbe far sviluppare maggiormente, a cominciare dalla tassazione dei prodotti finanziari e sui redditi di capitale. In merito al livello dell'imposizione, occorrerebbe ricordare la lezione di Ezio Vanoni, cui si deve l'inserimento nella nostra Costituzione del principio della capacità contributiva, principio che per i Padri costituenti intendeva significare che lo Stato non può chiedere al contribuente più di quanto egli possa dargli.

Ma non è solo una questione di quantità; oggi, si pone principalmente una questione di omogeneità. Se la tassazione sui redditi di capitale varia da Paese a Paese, è ovvio che i capitali fuggiranno dove si paga di meno. Se obiettivo è quello di far godere a tutti di un tasso sviluppo ragionevole e condiviso, ed evitare la crescita delle disuguaglianze, logica conseguenza sarebbe quella di andare verso un sistema di aliquote possibilmente identiche in tutta la zona. Inutile sottolineare che, una volta definito un sistema di aliquote uguali sui redditi da capitale, occorrerebbe spiegare ai contribuenti europei perché vi sia una differenza, spesso assai elevata, nel livello di tassazione nel campo delle imposte dirette. Vasto programma, avrebbe detto il generale Charles De Gaulle, ma indispensabile anche come strumento per riqualificare la spesa pubblica e modernizzare la struttura di un Continente tuttora imbevuto dei canoni ottocenteschi che ne avevano informato la nascita. (riproduzione riservata)

Perché puntare sulle banche europee

DI PATRICK SMOUHA*

Con una simile disponibilità di debito sovrano a rendimento negativo (attualmente pari a 15 mila miliardi di dollari a livello mondiale) la caccia al rendimento si è intensificata. I titoli di debito a 10 anni di Austria, Francia, Germania, Svezia, Paesi Bassi, Svizzera e Giappone hanno tutti rendimenti negativi, per esempio. Per quanto riguarda l'universo corporate del Vecchio Continente, oltre il 25% del credito investment grade denominato in euro ha rendimenti negativi, e anche una manciata di società high yield si trova in territorio a rendimento negativo. Allo stesso tempo, optare per la liquidità non è chiaramente un'alternativa praticabile, visti i tassi di deposito negativi in tutta Europa. Questo contesto di tassi d'interesse nella zona euro, dove la maggior parte dei titoli a reddito fisso investment grade presenta attualmente un rendimento inferiore all'1%, suggerisce che gli investitori devono assumersi maggiori rischi o sul fronte dei tassi d'interesse o sul fronte del credito. Un'alternativa è quella di cercare rendimenti di qualità sempre più a valle nella struttura del capitale, in

particolare nel settore finanziario, con rendimenti fino al 4% per il debito subordinato dei bancari denominato in euro. Riteniamo che i titoli finanziari, e in particolare le banche europee, siano allettanti per una serie di motivi. Le banche hanno rafforzato sia la qualità che la quantità del patrimonio di vigilanza, aumentando la capacità di assorbire le perdite in qualsiasi scenario, anche fortemente negativo. Hanno ripulito i bilanci e hanno curato una riduzione strutturale delle attività di rischio. Si tratta di un mercato altamente regolamentato e liquido con forti indici di solvibilità, capitale e liquidità. Inoltre, i risultati del secondo trimestre hanno indicato una continuazione di queste tendenze con utili molto buoni.

La Banca d'Inghilterra ha sottoposto gli istituti britannici a severi stress test che hanno tutti superato. Questo dimostra che le banche d'oltremare possono resistere a uno shock molto peggiore, per esempio, di una hard Brexit. Gli stress test condotti dalla

Bce hanno inoltre dimostrato che il settore sta diventando più forte e più resiliente. Il contesto di un prolungato abbassamento dei tassi d'interesse ha messo sotto pressione la redditività del settore bancario europeo, ma si tratta più che altro di una storia che riguarda il mercato azionario. Per gli obbligazionisti, riteniamo che l'impatto sia neutro in quanto i fondamentali continuano a migliorare a livello globale, come dimostrato dalla netta sovraperformance del debito subordinato delle banche rispetto alle loro quotazioni azionarie negli ultimi cinque anni. A nostro avviso, le valutazioni rimangono interessanti. Gli spread sul debito subordinato si sono inaspriti nell'ultimo periodo, ma rimangono superiori di oltre 100 punti base rispetto a 18 mesi fa. Il comparto conta anche su un supporto tecnico, visto che la maggior parte dell'offerta prevista per l'anno in corso è già stata emessa. Le sottoscrizioni di quasi tutte le operazioni hanno superato di molto il volume dell'emissione e hanno ottenuto buoni risultati. (riproduzione riservata)

*gestore strategie Credit opportunities di Gam investments