

Primo Piano

Mercati e shock energetico

I mercati da inizio anno

LA FIAMMATA DEI TASSI						
Dati in %						
PAESE	BANCA CENTRALE	RENDIMENTO 2 ANNI	TASSO DI RIFERIM.	DIFFERENZA	5YSY FORWARD INFLATION	
				0	0,35	0,7
Giappone	BoJ - Policy Rate	1,45	0,75	+0,70	1,40	
Canada	BoC - Overnight	2,94	2,25	+0,69	2,40	
Germania - Eurozona	BCE - Dep. Facility	2,67	2,00	+0,67	2,45	
UK	BoE - Bank Rate	4,38	3,75	+0,63	3,40	
USA	Fed Funds (media)	4,10	3,625	+0,475	2,30	
Australia	RBA - Cash Rate	4,71	4,35	+0,36	2,75	

IL RIALZO DELLE BORSE GLOBALI

Base 21/05/2025 = 100



Tassi sui governativi ai massimi

Incorporano già due rialzi

I guardiani del deficit. Il Treasury biennale rende il 4,10% e i Fed Funds medi il 3,625%. In Germania il biennale sconta già quasi tre ritocchi come il Gilt inglese il cui differenziale è di 63 punti base

Vito Lops

La settimana finanziaria si è chiusa in rialzo per i principali mercati azionari globali. L'S&P 500 si è riportato sopra quota 7.500 punti, a una manciata dai nuovi massimi storici. Hanno recuperato terreno anche le Borse europee, con l'Eurostoxx 50 in progresso del 3% e il Ftse Mib nuovamente vicino alla soglia dei 50mila punti. Sullo sfondo resta però la pressione dei bond vigilantes, i guardiani del deficit che stanno anticipando le mosse non ancora compiute dalle banche centrali, spingendo i rendimenti delle obbligazioni governative sui livelli che non si vedevano da oltre 15 anni. Dall'inizio del conflitto in Iran dello scorso febbraio il sell-off globale dei bond ha provocato una perdita di capitalizzazione prossima ai 3.000 miliardi di dollari.

Trendimenti dei titoli a due anni fotografano bene questa tensione. Negli Stati Uniti il Treasury biennale rende il 4,10%, contro Fed Funds medi al 3,625%. Lo spread è di 47,5 punti base, equivalente a quasi due rialzi da 25 punti base. In Germania il biennale è al 2,67%, contro il tasso sui depositi Bce al 2%. 67 punti base, quasi tre rialzi. Nel Regno Unito il Gilt a due anni è al 4,38%, contro il tasso di riferimento britannico al 3,75%. 63 punti base, circa due rialzi e mezzo. In Canada e Giappone siamo intorno ai 70 punti base. Il messaggio che arriva dal mercato obbligazionario è chiaro: gli investitori continuano a scontare una politica monetaria più restrittiva rispetto a quella fissata dalle ultime riunioni delle banche centrali.

Eppure il mercato azionario, almeno per ora, sembra ignorare la forza crescente del suo principale competitor. Il settore growth, come dimostra la resilienza del Nasdaq 100 tornato a ridosso dei 30mila punti, continua a salire nonostante storicamente sia inversamente correlato all'andamento dei tassi di interesse. Per anni il rialzo dei rendimenti è stato considerato il principale nemico della tecnologia e della titolarità elevata duration finanziaria. Oggi il mercato sembra guardare altrove. L'ottimismo sui benefici economici dell'intelligenza artificiale e il fortissimo sentiment speculativo legato alle future quotazioni di colossi privati come SpaceX, OpenAI e potenzialmente anche Anthropic sembra compensare, almeno temporaneamente, i "vecchi" timori legati al costo del denaro.

Il problema è che nel frattempo il quadro macro-finanziario continua a deteriorarsi. Negli Stati Uniti il debito pubblico si avvicina ormai ai 40mila miliardi di dollari e il deficit/Pil resta stabilmente nell'orbita del 6%. Un livello storicamente anomalo in una fase caratterizzata da un tasso di disoccupazione inferiore al 5%. In passato defi-

cit di questa entità emergevano quasi sempre durante recessioni profonde o shock economici. Oggi rappresentano invece la normalità fiscale americana in un'economia ancora vicina alla piena occupazione.

Anche per questo i bond vigilantes non mollano la presa. E osservano con attenzione le prime mosse della nuova guida della Fed, Kevin Warsh, che ha giurato 48 ore fa iniziando il proprio mandato in uno dei contesti geopolitici, economici e monetari più complessi degli ultimi decenni.

Nel frattempo l'inflazione americana continua a inviare segnali poco rassicuranti. Il Cpi di aprile è salito del 3,8% annuo, dal 3,3% di marzo, con il dato core al 2,8%. Il Ppi è avanzato dell'1,4% nel mese e del 6% su

Eppure le Borse tornano vicine ai record con l'S&P 500 sopra quota 7.500 punti e il Ftse Mib a un passo dai 50mila punti

base annua, segnale di pressioni a monte ancora intense.

In settimana al trentennale americano è salito fino al 5,20%, livello che non si vedeva dal 2007, prima di chiudere attorno al 5,05%. Il decennale tedesco sopra il 3% mancava invece dal 2011, con effetti diretti anche sul costo dei mutui europei e italiani. Nella seduta di venerdì i rendimenti si sono leggermente distesi sull'ipotesi di nuovi colloqui per porre fine alle ostilità in Iran e riaprire lo Stretto di Hormuz. Il percorso appare ancora pieno di ostacoli. Lo dimostra il petrolio, sempre nei pressi dei 100 dollari al barile, una soglia che storicamente, quando rimasta persistentemente elevata, ha sempre danneggiato il ciclo economico.

Salgono le stime sull'inflazione, la stangata tocca anche i mutui

Da Hormuz ai tassi

L'Euribor tre mesi è balzato al 2,18%, l'Irs a 20 anni è passato dal 3% al 3,34%

L'attacco degli Stati Uniti in Iran e la conseguente chiusura dello Stretto di Hormuz stanno già producendo effetti concreti non soltanto sui mercati finanziari globali ma anche sulle tasche delle famiglie. Scontando aspettative di inflazione più alta, negli Usa il tasso medio dei mutui trentennali ha superato nuovamente la soglia psicologica del 7%, livello che storicamente tende a frenare il mercato immobiliare. Il movimento non riguarda soltanto l'America. Anche in Europa la tensione sui bond si sta trasmettendo direttamente al costo dei mutui attraverso il rialzo degli Eurirs, i parametri utilizzati per determinare i tassi fissi, e degli Euribor, che riflettono le aspettative sui tassi a breve della Bce. Entrambi questi parametri stanno rialzando la testa. Più nel dettaglio, l'Euribor 3 mesi è salito dal 2,01% di fine febbraio al 2,18%, mentre l'Irs a 20 anni è passato dal 3% al 3,34%.

Questo vuol dire che chi sta pagando un mutuo a tasso variabile si ritroverà dal prossimo mese una rata più alta di 15-20 euro (per un mutuo di 150mila euro a 30 anni), in un trend

che potrebbe proseguire se davvero la Bce dovesse allinearsi al movimento di mercato. Difatti i mercati obbligazionari stanno già facendo il lavoro sporco della banca centrale, irrigidendo le condizioni finanziarie ben prima di eventuali mosse ufficiali della Bce, e scontano tra i due e i tre rialzi dei tassi nell'Eurozona nei prossimi trimestri per fronteggiare il rimbalzo dell'inflazione innescato dal conflitto in Medio Oriente. Le curve forward sull'Euribor indicano attualmente un rialzo ulteriore dello 0,50%-0,60% nei prossimi mesi, con il tasso a tre mesi atteso tra il 2,7% e il 2,8% entro fine anno. Uno scenario che rischia di pesare soprattutto sui mutuatari a tasso variabile già esposti all'aumento delle rate.

Diverso invece il quadro per chi oggi deve accedere a un nuovo mutuo. «Al momento le banche italiane hanno scelto di non trasferire immediatamente il caro tassi sui nuovi clienti, lanciando invece importanti campagne promozionali a sostegno

della domanda - osserva Rossini, ad di MutuiSupermarket.it - Le migliori offerte dei nuovi mutui a tasso variabile sono infatti passate soltanto dal 2,47% al 2,49%, mentre sui fissi si è addirittura registrato un lieve miglioramento delle offerte, dal 3,33% al 3,17%». Molti istituti di credito in questa fase hanno deciso di ridurre lo spread, ovvero il margine lordo applicato sul prestito che rappresenta una delle due componenti del tasso finale di un mutuo, evitando così un rapido aumento dei costi. Se non lo avessero fatto, i nuovi mutui a tasso fisso di 150mila euro vedrebbero già in media rate più care di circa 30 euro.

Una situazione che potrebbe però rivelarsi temporanea. Terminata la stagione degli esposti i nuovi prodotti nei prossimi mesi si adegueranno al rialzo dei tassi di mercato. Come comportarsi? Paradossalmente, proprio in questa fase di forte tensione geopolitica, il tasso fisso potrebbe tornare a rappresentare una forma di protezione. «La nostra Artificial Intelligence ChatMutuo AI, analizzando la curva dei futures sull'Euribor 3 mesi, prevede che nel caso di un nuovo mutuo da 150mila euro a 30 anni la spesa totale per interessi nei prossimi cinque anni sarà inferiore scegliendo il tasso fisso rispetto al variabile - conclude Rossini -. Con un possibile risparmio stimato fra 2.500 e 4.000 euro».

-V.L.

Scontando le nuove attese, il tasso medio dei mutui trentennali Usa ha superato la soglia psicologica del 7%

4,10%

IL TREASURY BIENNALE

Negli Usa il Treasury biennale rende il 4,10%, contro Fed Funds medi al 3,625%. Lo spread è di 47,5 punti base, pari a quasi due rialzi da 25 punti base

Gatch (Jp Morgan): «I rendimenti sono difesa contro i rischi»

L'intervista

Il livello attuale dei bond protegge gli investitori da ulteriori rialzi dei tassi

Maximilian Cellino

«In quaranta anni di carriera, questo è uno dei momenti più incerti che io abbia mai vissuti». George Gatch non utilizza certo giri di parole per descrivere l'attuale scenario geopolitico e i suoi inevitabili riflessi su economia e investimenti. Non per questo motivo, l'atteggiamento del Ceo di Jp Morgan Asset Management - la società che guida a dal 2019 e che gestisce nel mondo oltre 4 mila miliardi di dollari può tuttavia considerarsi meno ottimista.

Non una, ma una serie di ragioni lo convince: «La forza degli utili societari, in particolare in quel settore tecnologico legato all'intelligenza artificiale che rappresenta un fattore trasformativo per l'economia globale e anche per la gestione dei patrimoni e i bilanci solidi di consumatori e aziende, un mercato del credito in sostanza ancora favorevole» elenca uno dopo l'altro a *Il Sole 24 Ore*, che lo ha incontrato questa settimana durante l'European Media Summit organizzato a Londra.

Gatch non appare particolarmente preoccupato neanche per il mercato obbligazionario, che tiene al momento di più sulle spine gli investitori. La pressione sui rendimenti diventa anzi a suo parere addirittura «un'opportunità» e la fase di normalizzazione dei tassi è un passaggio chiave del ragionamento. «Oggi i rendimenti sono diventati estremamente attraenti» taglia corto, ricordando che una strategia diversificata nel reddito fisso possa generare tra il 6% e il 7%, mentre con il debito emergente si sfiora l'8 per cento. Livelli simili rappresentano infatti un «solido cuscinetto» per gli investitori: «sono così elevati da poter assorbire l'impatto di eventuali ulteriori rialzi dei tassi» fa notare infatti Gatch, concludendo che «il reddito fisso è molto più interessante oggi di quanto non lo sia stato per gran parte dell'ultimo decennio».

Recenti segnali di tensione non sono tuttavia da ignorare del tutto e a una precisa domanda, il manager di Jp Morgan ammette di seguire con molta attenzione l'andamento dei tassi decennali del Treasury, i titoli di Stato statunitensi. «Se il loro valore dovesse superare stabilmente la soglia del 5% - precisa - la situazione diventerebbe piuttosto limitante per la crescita economica, perché il costo per i governi che devono finanziare i propri deficit aumenterebbe drasticamente e anche il rifinanziamento del debito per le aziende diventerebbe molto difficile». Individua in questo modo la «soglia di dolore», da tenere sotto stretta osservazione ogni giorno.

In un contesto simile di volatilità la soluzione adottata dai risparmiatori, la cui tendenza è di rifugiarsi in prodotti di investimento che replicano semplicemente gli indici, non appare certo la più efficace. «Trovo

quasi incredibile che il 96% degli Etf obbligazionari sia di tipo passivo - si stupisce Gatch - perché in un mondo dominato dall'incertezza sull'inflazione e da potenziali problemi creditizi all'orizzonte la gestione attiva resta fondamentale». Non è quindi il momento di stare fermi o replicare un benchmark: «serve qualcuno che prenda decisioni basate sui fatti - aggiunge - e non sulle emozioni».

Non mancano sotto tale aspetto osservazioni critiche verso gli investitori europei. «Sono grandi risparmiatori e mettono da parte il 14% del reddito disponibile, tre volte rispetto a quanto avviene negli Stati Uniti, ma lo fanno in modo inefficiente» avverte, segnalando come nel Vecchio Continente il 40-45% della ricchezza delle famiglie finisca parcheggiata in depositi o contanti. Un problema strutturale, quindi, che «causa una perdita di potere di acquisto per l'inflazione e avvantaggia soltanto le banche» e che deve secondo Gatch essere affrontato passando da una cultura «del risparmio» a una «dell'investimento».

La profonda trasformazione si accompagna inevitabilmente a un miglioramento del grado di educazione finanziaria, ma anche a un rinnovamento normativo. «È necessario che politici e regolatori

«In Europa si risparmia tanto, ma in modo inefficiente. Necessari maggiore educazione finanziaria e incentivi

creino nuovi modi per risparmiare in modo fiscalmente agevolato» suggerisce Gatch, portando come esempio i nuovi piani pensione tedeschi il cui avvio è previsto l'anno prossimo e che potrebbe essere catalizzatore per riforme simili in tutta Europa, seguendo il modello di successo dei piani «401k» statunitensi.

Iniziative di questo tipo aiuteranno da una parte i risparmiatori «a comprendere i vantaggi dell'esposizione ai mercati dei capitali nel lungo termine». Dall'altra servirebbero da incentivo a «impiegare il denaro in asset che sostengono la crescita economica» proprio come negli Stati Uniti, dove il 60% del debito delle famiglie è investito in azioni. Parte di questo schema passa dall'integrare nei portafogli asset reali, quali infrastrutture e private equity, che possono «offrire una protezione efficace contro l'inflazione e opportunità di crescita non più disponibili soltanto sui mercati pubblici».

Iservizi alla clientela potrebbero a loro volta migliorare attraverso la separazione delle commissioni di consulenza da quelle di prodotto. «Questo favorirebbe programmi di gestione patrimoniale discrezionale più professionali, scoraggiando la vendita di singoli prodotti basata su commissioni transazionali» chiarisce Gatch, prima di chiedere con un consiglio accorato per gli investitori: «Negli investimenti il tempo è più importante del tempismo», perché se prevedere il momento esatto in cui la nebbia si diraderà è impossibile, «restare fuori dai mercati nel lungo termine è un rischio potenzialmente ancora maggiore».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Il banchiere. George Gatch, ceo di Jp Morgan Asset Management