

Approfondimenti

Il busillis dei tassi d'interesse negativi

(Il commento)
di *Andrew Lawford, CFA*

Rovesciare il concetto del valore del denaro nel tempo ha delle conseguenze particolari per il mercato finanziario. Siamo abituati che una somma ricevuta oggi vale di più rispetto alla stessa cifra ricevuta in qualche data futura, e per questo motivo quando prestiamo il denaro richiediamo un tasso d'interesse che ricompensa per i vari rischi a cui ci esponiamo.

Ultimamente, invece, assistiamo ad una situazione in cui l'anomalia dei tassi d'interesse negativi si espande sempre di più. In una recente pubblicazione del CFA Institute¹, viene stimato che circa il 25% del mercato mondiale dei titoli obbligazionari liquidi (i \$70 trilioni circa di obbligazioni che compongono il Barclays Global Aggregate Bond Index) abbia un rendimento a scadenza negativo. In un esempio blasonato, verso la fine del 2019 la Germania ha emesso uno zero-coupon con scadenza nel 2050 ad un prezzo di €103,61. Il privilegio di prestare €100 allo stato tedesco per 31 anni è costato ai sottoscrittori del titolo €3,61². Il punto della pubblicazione del CFA Institute

¹ The Incredible Upside-Down Fixed Income Market - Negative Interest Rates and their Implications"; Vineer Bhansali - CFA Institute Research Foundation 2021

² Questo titolo (ISIN: DE0001102481) ha superato 115 nel marzo del 2020 e adesso quota a 94, per un rendimento a scadenza leggermente positivo.

era di constatare che un'anomalia che diventa diffusa per lungo tempo non può più considerarsi un'anomalia; è diventata un fenomeno con il quale dobbiamo fare i conti.

Obbligazioni o opzioni?

Nel mercato delle opzioni, il compratore paga un premio per ricevere un diritto di acquistare (opzione call) o vendere (opzione put) qualcosa ad un prezzo determinato in un certo momento futuro. Tipicamente chi compra un'opzione put lo fa per coprirsi dal rischio di conseguire delle perdite oltre un certo livello su uno strumento sottostante, mentre l'opzione call è un modo relativamente economico per speculare su un rialzo nel breve termine. L'opzione vale zero a scadenza in assenza di un certo movimento dello strumento sottostante (ovvero se esercitare il diritto di comprare o vendere non genera un guadagno). Quindi, in assenza di volatilità, si può dire che il valore dell'opzione è destinato a decadere con il passaggio del tempo. Osserva Bhansali, l'autore della pubblicazione alla nota 1, che un'obbligazione con un rendimento a scadenza negativo ha tutte le caratteristiche di un'obbligazione che incorpora un'opzione³: oggi pago una cifra che decade nel tempo e diventa zero a scadenza. Prendendo l'esempio del titolo di stato tedesco sopra, il premio è uguale a €3,61 e alla scadenza del titolo nel 2050 avrà un valore pare a zero. Tuttavia, se dobbiamo pensare a un titolo che incorpora un'opzione, dovremmo anche capire quali sono gli eventi che preoccupano o attirano l'investitore in modo da rendere allettante questo tipo di costo. Se vogliamo considerare l'obbligazione come un'opzione put, è inevitabile pensare che è per coprirsi contro qualche evento catastrofico, come lo scioglimento dell'euro o una depressione economica. In questo genere di scenario, detenere il titolo di stato di una nazione solida sarà preferibile a quasi tutti gli altri investimenti possibili. Se, invece, vogliamo vedere l'obbligazione come un'opzione call, sarà senz'altro una speculazione sul proseguimento della politica monetaria in atto da diversi anni e che ha subito un'accelerazione con la pandemia.

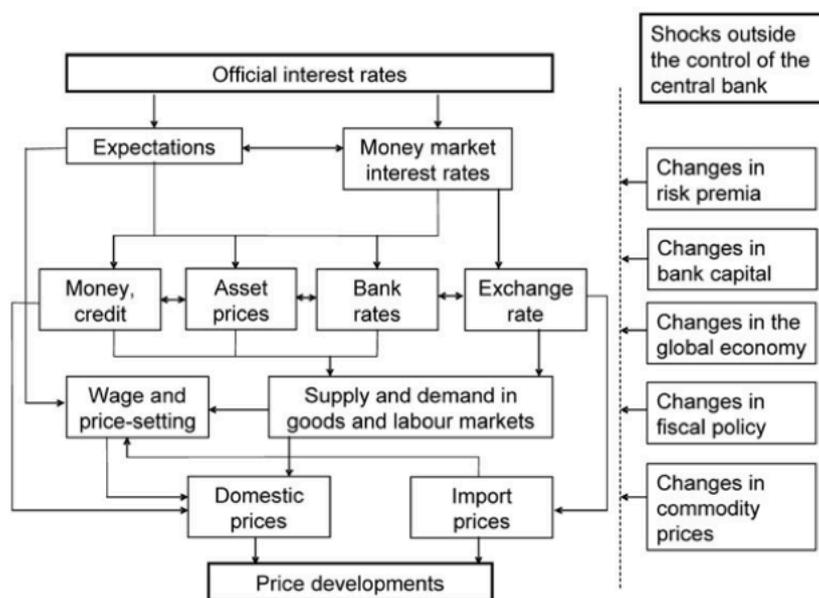
³ Vineer Bhansali nella sua pubblicazione scrive genericamente “che un'obbligazione con un rendimento a scadenza negativo ha tutte le caratteristiche di un'opzione” abbiamo qui preferito utilizzare il termine più corretto di “obbligazione che incorpora un'opzione”.

Se l'interpretazione nel paragrafo precedente sembra una forzatura, bisogna ricordarsi che siamo davvero in acque inesplorate per quanto riguarda i tassi d'interesse. Qualche anno fa sarebbe stato impossibile pensare di trovarsi nella situazione attuale in cui i tassi negativi sono diventati un fenomeno molto diffuso e non di breve durata.

La Politica Monetaria

This is the process through which monetary policy decisions affect the economy in general and the price level in particular. The transmission mechanism is characterised by long, variable and uncertain time lags. Thus it is difficult to predict the precise effect of monetary policy actions on the economy and price level.

The chart below provides a schematic illustration of the main transmission channels of monetary policy decisions.



La figura e testo sopra provengono dal sito della BCE e cercano di spiegare “il processo con cui le decisioni di politica monetaria influiscono sull’economia in generale e il livello dei prezzi in particolare. Il meccanismo di trasmissione è caratterizzato da lassi temporali lunghi e variabili. Perciò è difficile prevedere l’effetto preciso delle azioni di politica monetaria sull’economia e il livello dei prezzi.”

In poche parole: questi sono i meccanismi, ma non funzionano come dei meccanismi veri e propri. Insomma, funziona così anche se è praticamente impossibile verificare se il lavoro della BCE sta funzionando o meno a causa dei lassi temporali. In questo contesto, bisogna prendere atto che il lavoro che svolge una banca centrale è più arte che scienza, e come qualsiasi tipo di produzione artistica, la sua bellezza è negli occhi di chi guarda.

La convergenza delle politiche monetarie e fiscali

Non è a caso che la BCE sta cercando di espandere il proprio mandato per includere il combattimento contro i cambiamenti climatici nonché il costo delle abitazioni. L'artista dà il meglio di sé quando è libero di interpretare il mondo come più gli aggrada; troppe restrizioni nelle commissioni ricevute rischiano di tappare le ali al creativo e rendere la produzione artistica una banalità. In questo momento storico, i governi sono ben felici di avere banche centrali sempre più creative nel sostegno all'economia. Il connubio di interessi continua a crescere con la scoperta che il rigore fiscale non sembra essere necessario.

Abbiamo davvero scoperto il segreto della creazione della ricchezza, oppure abbiamo solo aggiornato al nuovo millennio i vecchi sistemi per degradare il valore delle nostre monete?

Perpetual - dal capitalismo al debitismo

C'è uno strumento che fa ai giorni nostri, ma che non ha ancora avuto modo di farsi largo nel paniere degli strumenti di debito governativo: l'obbligazione perpetual (ovvero senza scadenza). Questi strumenti, relativamente comuni tra le banche commerciali (e che formano parte del loro capitale, essendo tipicamente solo un gradino sopra i mezzi propri nella gerarchia dei creditori), potrebbero essere una bella evoluzione per il debito pubblico. Costituisce la soluzione ideale per chi si preoccupa del fatto che l'indebitamento a basso costo ha sempre il problema che, prima o poi, deve essere ripagato. A differenza di tanti aspetti della politica monetaria di oggi, l'emissione di obbligazioni perpetual da parte di un emittente sovrano non è neanche senza

precedenti: Il Regno Unito aveva emesso il War Loan 3^{1/2} negli anni '30 per rifinanziare i debiti della Prima guerra mondiale, un'emissione finalmente ripagata (per volontà del Cancelliere dello Scacchiere) nel 2015. Chissà se non gira già qualche dossier sui tavoli di coloro che hanno il compito di finanziare una spesa pubblica in continuo aumento. Emettere un titolo del genere con un rendimento a zero o addirittura negativo sarebbe l'apoteosi del debitismo, che prenderà il posto del capitalismo nelle nostre economie.