

Il calo dei tassi spinge i bond (ma resta l'interrogativo fiscale)

AllianceBernstein: sui cinque anni i rendimenti possono calare di 25-50 punti

Obbligazioni

Maximilian Cellino

Navigare con il vento in poppa della discesa dei tassi di interesse, facendo al tempo stesso molta attenzione alle insidie che potrebbero arrivare dall'andamento delle dinamiche fiscali. Sembra essere un anno ancora una volta non privo di complessità quello che si profila all'orizzonte per il mondo obbligazionario, soprattutto quando si guarda ai bond governativi. Ne è convinto John Taylor, il responsabile per il reddito fisso in Europa di AllianceBernstein, pronto a indicare a *Il Sole 24 Ore* sia i punti di forza, sia quelli di debolezza di una classe di investimento che ha ancora una volta deluso nel 2024, ma che a suo dire rimane comunque «interessante».

Fra i fattori senza dubbio favorevoli, Taylor cita senza mezzi termini le mosse delle Banche centrali. Quella della Bce in particolare, che «ridurrà i tassi fino al 2%», ma rischia di proseguire anche oltre questo livello definito «neutrale» perché «la crescita nell'Eurozona è inferiore al potenziale e potrebbe essere ulteriormente indebolita dall'applicazione di dazi da parte di Donald Trump». In uno scenario simile i rendimenti a cinque anni potrebbero secondo AllianceBernstein scendere anche di 25 o 50 punti base dai livelli attuali, creando quindi condizioni vantaggiose per i loro possessori, anche se non su tutti i fronti.

«La parte della curva che preferiamo è quella intermedia, con maturità fra i 3 e i 7 anni» indica Taylor, che tende a escludere le emissioni sovrane più a breve termine per i loro ritorni

limitati. Quando invece ci si muove su scadenze più lunghe il discorso non può che intrecciarsi con l'annoso tema della disciplina fiscale e della sostenibilità dei debiti governativi: «La preoccupazione per l'andamento dei conti pubblici spinge gli investitori a richiedere un premio al rischio più elevato soprattutto per i titoli con maggiore durata residua» assicura l'esperto, convinto pertanto che la curva dei tassi europea potrà assumere una forma più ripida.

Il tema debito pubblico riguarda chiaramente in primo luogo gli Stati Uniti, dove le incognite si moltiplicano in attesa dell'insediamento della nuova amministrazione repubblicana. Non risparmia tuttavia neppure Gran Bretagna ed Europa, con esclusione forse della sola Germania dove ormai da decenni l'eccessivo rigore di bilancio crea contraccolpi di segno opposto, soprattutto sulla crescita economica. «Segnali di deterioramento delle dinamiche fiscali potrebbero pesare sui titoli di Regno Unito, Italia e Francia», avverte quindi Taylor, senza però ravvisare gli estremi per un deragliamento del mercato.

L'atteggiamento di AllianceBernstein nei confronti dei titoli governativi europei resta anzi favorevole, anche se con motivazioni in parte differenti stato per stato. Se i Bund tedeschi sono infatti da considerare utili all'interno di un portafoglio per il loro ruolo di copertura nel caso di scenari che prevedano l'aumento dell'avversione al rischio, la preferenza verso i



Bonos spagnoli riflette una «storia in miglioramento» per il Paese iberico.

Distinte, ma con anche alcuni tratti in comune, sono invece le considerazioni che riguardano Italia e Francia. Sulla questione della preferenza riservata ai nostri Btp la stabilità politica non è certo un fattore secondario secondo Taylor, che parla poi di «valutazioni interessanti in un'ottica di breve termine». Ma anche gli Oat stanno paradossalmente diventando «un'opportunità di investimento dopo l'allargamento degli spread» che ha seguito la crisi di governo iniziata a Parigi dopo il voto europeo.

Le vicissitudini attraversate dal Paese transalpino rendono in questo caso il discorso ancora più articolato. «Prima delle elezioni la situazione fiscale era la stessa, se non addirittura

peggiore, ma il mercato tendeva a non prestarvi attenzione» ammette Taylor, evidenziando così il ruolo chiave della fiducia degli investitori. Proprio per questo lo spread francese è a suo parere destinato a rimanere, salvo ulteriori complicazioni, in «posizione intermedia fra Spagna e Italia». L'ipotesi di un aggancio fra i tassi di Oat e Btp resta quindi al momento impraticabile a causa dell'attrattiva che eserciterebbero i titoli francesi in caso di ulteriore aumento dei rendimenti, ma anche della significativa differenza di rating fra i due Paesi (in media «Aa» contro «Bbb»). Esiste un limite a tutto, evidentemente.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Taylor: «Lo spread francese rimarrà in posizione intermedia fra quello spagnolo e quello italiano»



JOHN TAYLOR
Responsabile per il reddito fisso in Europa di AllianceBernstein

