

Ecco l'età dell'oro dei titoli di Stato, i rendimenti reali arrivano fino al 3%

Mercati finanziari

Debiti e deficit sempre più ampi gonfiano il premio a termine dei bond emessi

Rispetto all'inflazione attesa il rendimento del T Bond indicizzato vale di più

Al termine dell'ultima turbolenta settimana finanziaria, un Treasury decennale indicizzato all'inflazione rendeva circa il 2,9% al di sopra del costo della vita atteso. Non succedeva dall'autunno del 2008. Il fatto è che le aspettative di inflazione implicite nei prezzi, i breakeven, sono quasi ovunque ferme tra il 2 e il 2,5% segnalando che in questa fase il mercato non teme un ritorno strutturale dell'inflazione: il rialzo dei rendimenti quindi è tutto reale. Con un potenziale che li proietta al tre per cento. **Vito Lops** — a pag. 3

L'età dell'oro dei Titoli di Stato «Rendimenti reali fino al 3%»

Mercati. Debiti e deficit sempre più ampi gonfiano il premio a termine per i titoli governativi. Le cedole battono l'inflazione attesa: balzo dei rendimenti reali al 2,9% negli Usa e al 2,5 in Europa

Chi compra un titolo nominale si assicura oggi una cedola alta e vince se inflazione e tassi scendono

Vito Lops

Al termine dell'ultima turbolenta settimana finanziaria, un Treasury decennale indicizzato all'inflazione rendeva circa il 2,9% al di sopra del costo della vita atteso. Non succedeva dall'autunno del 2008, quando però fu il riflesso di un panico durato pochi giorni. Questa volta il panico non c'è. C'è un mercato che, giorno dopo giorno, pretende di essere pagato di più per prestare denaro agli Stati.

I bond vigilantes sono tornati, e non solo in America. In Nuova Zelanda e in Australia il rendimento reale a dieci anni sfiora il 3%. In Francia è al 2,51%, in Italia al 2,33%. Perfino Germania e Giappone, che per un decennio hanno convissuto con tassi reali negativi, sono tornati intorno all'1%. E le aspettative di inflazione implicite nei prezzi, i breakeven, sono quasi ovunque ferme tra il 2 e il 2,5% segnalando che in questa fase il mercato non teme un ritorno strutturale dell'inflazione: il rialzo dei rendimenti è tutto reale.

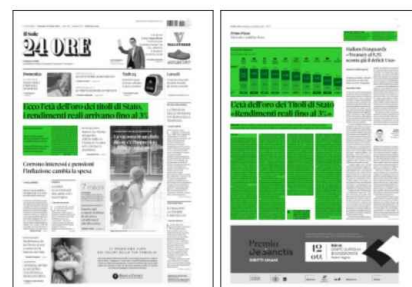
Le ragioni sono diverse, e non tutte cattive. L'ondata di investimenti nell'intelligenza artificiale promette più produttività, e un'economia che cresce

di più sopporta tassi neutrali più alti. Ma debiti e deficit sempre più ampi gonfiano il premio a termine, i rialzi dei tassi in Giappone spingono a smontare il carry trade costruito per anni sullo yen a costo zero e alcune banche centrali diversificano lontano dal dollaro, togliendo domanda ai Treasury. Sono poi entrate in campo le grandi società tecnologiche che stanno emettendo obbligazioni a ritmi da record per finanziare i data center, sottraendo una parte di risparmio ai titoli di Stato.

La domanda che economisti e investitori si stanno ponendo è, a questo punto, se il mondo può permettersi tassi reali così alti. La risposta sta in un confronto semplice: il costo reale del debito contro la crescita reale dell'economia. Se la crescita supera il tasso, il debito si sgonfia da solo. Se il tasso supera la crescita, servono avanzzi di bilancio, cioè più tasse o meno spesa. La Spagna paga l'1,85% reale e cresce intorno al 2%; i conti tornano. La Francia paga il 2,51% reale e cresce intorno all'1%: lì il conto arriva con le manovre di bilancio, e i sindacati sono tornati in strada contro i tagli. L'Italia, con il 2,33% reale e una crescita potenziale vicina all'1%, sulla carta è più vicina a Parigi che a Madrid, per quanto ora goda di una rinnovata rispettabilità internazionale che si è tradotta nei recenti miglioramenti del rating sovrano.

Un ruolo cardine per capire dove andremo lo avranno le banche centrali. Per ora stanno mostrando il pugno duro. La Fed di Kevin Warsh ha abbandonato la forward guidance e con essa la rete di sicurezza sotto i mercati. La Bce a settembre ha alzato di nuovo i tassi e continua a ridurre il bilancio, decisa a impedire che lo shock sulle materie prime diventi una rincorsa tra prezzi e salari.

Il punto è che più questa fase si allunga, più ci si avvicina a un bivio. Perché tassi reali così elevati, in un mondo pieno di debito e di interessi passivi da pagare (solo i Paesi del G7 quest'anno ne pagheranno 2 mila miliardi) sottraggono consistenti risorse alla crescita e agli investimenti. A un certo punto o i governi dovranno stringere i conti, con il rischio di innescare un rallentamento o una recessione. Oppure le banche centrali saranno costrette ad azionare una nuova put, comprando debito per tenere bassi i rendimenti, questa volta



però, a differenza dei quantitative easing a partire dal 2008, partendo da un'inflazione più alta e rischiando quindi di accelerarla. Ci sarebbe una terza strada, quella su cui Washington sta andando "all'in": la supercrescita. Il segretario al Tesoro Scott Bessent lo ripete da mesi: dal debito non si esce tagliando, ma crescendo. Ma la stessa crescita che riduce il peso del debito alza anche i tassi neutrali, e la corsa tra le due variabili non è vinta in partenza. Soprattutto, non sarà per tutti. L'invecchiamento della popolazione riduce la forza lavoro in Europa, in Giappone e in Cina, e i guadagni dell'intelligenza artificiale si concentreranno dove nascono i modelli e i capitali. È ragionevole ipotizzare che pochi paesi potranno crescere più dei propri tassi, gli altri resteranno davanti al bivio tra il taglio disinflazionistico/recessivo del cordone fiscale e il sostegno di ultima istanza, inflazionistico, delle banche centrali.

Come può vivere un investitore questa fase? Chi compra un titolo nominale si assicura oggi una cedola alta e vince se inflazione e tassi scendono, cioè nello scenario del rallentamento economico. Chi compra un titolo indicizzato si garantisce invece un rendimento reale elevato e, tenendolo fino a scadenza, non perde se l'inflazione rientra: guadagna meno del nominale solo se l'inflazione media dei prossimi dieci anni resterà sotto il 2-2,5% che il mercato sconta. Nello scenario della repressione finanziaria (intervento massiccio delle banche centrali con manipolazione verso il basso dei rendimenti), invece, vince due volte, perché il capitale viene rivalutato dall'inflazione e il prezzo sale quando i rendimenti reali vengono spinti verso il basso.

Anche il nominale, in quel mondo, all'inizio festeggerebbe. Quando una banca centrale torna a comprare titoli in

soccorso dei conti pubblici, i rendimenti scendono, i prezzi salgono e il guadagno in conto capitale può essere robusto. Ma va incassato prima della scadenza, prima che la moneta stampata diventi inflazione ed eroda il rendimento reale. Chi comprò un BTP decennale a fine 2019 (prima della pandemia) e lo rivendette all'inizio del 2021, nel pieno degli acquisti della Bce, guadagnò l'8-9%; chi lo teneva si ritrovò nell'ottobre 2022 con una perdita del 14%, mentre l'inflazione correva all'8%.

Recessione, repressione o supercrescita? Sarà una scelta politica, e nessun investitore può governarla. Può però osservare quanto costa assicurarsi. Oggi il mercato crede alle banche centrali, e la protezione dall'inflazione si compra a prezzo di saldo. La storia però insegna che, quando i debiti diventano troppo pesanti, i governi hanno raramente scelto la recessione.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

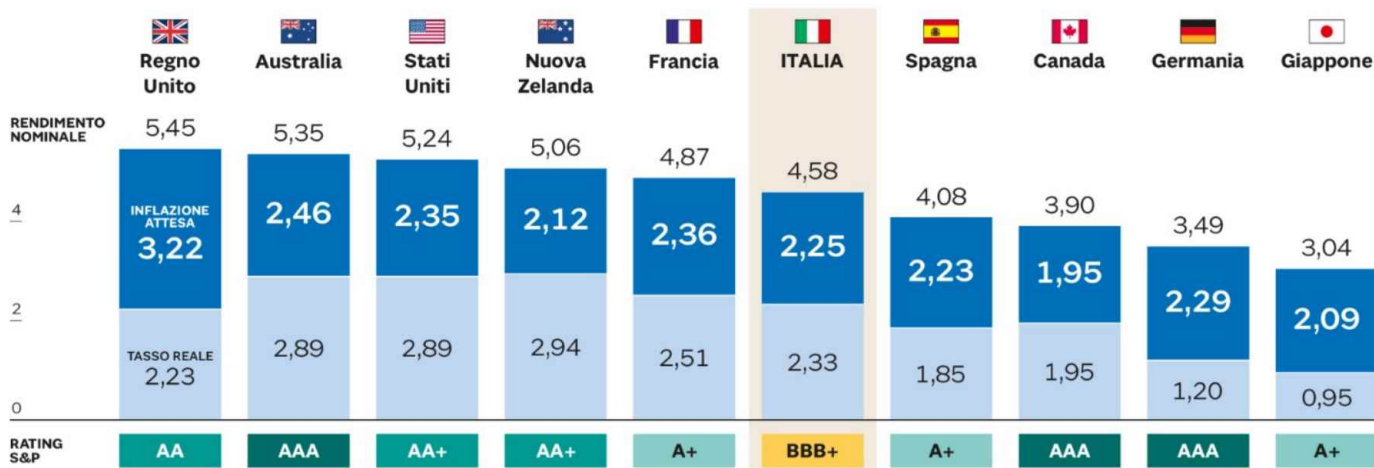
TASSI E INFLAZIONE ATTESA

Per fare il calcolo del rendimento reale dei titoli di stato bisogna scorporare dal rendimento nominale il tasso di inflazione. Il dato da prendere è quello

dell'inflazione attesa, la stima del mercato per gli anni a venire, non quella attuale: su un titolo decennale il tasso reale va quindi calcolato con l'inflazione attesa a 10 anni

La corsa dei rendimenti

Dati al 9 ottobre 2026. Valori in %



Nota: stima approssimativa perché mancano i dati di mercato