
Traduzione di un articolo dell'Economist sull'oscillazione delle valute e le conseguenze
sui portafogli obbligazionari
06.02.2018

Il mistero delle obbligazioni

Ai tempi del gold standard i banchieri centrali erano molto preoccupati della visione degli investitori internazionali. Erano convinti che mantenere stabile il valore delle valute nazionali avrebbe rassicurato gli investitori. Questo è il motivo per cui erano così contrari all'idea di lasciar fluttuare le proprie valute.

George Bonnet, un ministro delle finanze francese, l'aveva sintetizzato così:

“Chi sarebbe felice di prestare soldi con la paura di essere pagati in valute deprezzate sempre davanti agli occhi?”

La paura di tanto in tanto si fa rivedere. Sotto il vecchio regime di cambio paesi come l'Italia avrebbero svalutato periodicamente per ristabilire la propria competitività (1). In cambio gli investitori avrebbero richiesto rendimenti più elevati sui titoli di stato per ricompensarli di questo rischio.

Quando è stata implementata la moneta unica vi è stata una lenta convergenza sui livelli dei titoli di stato tedeschi man mano che i rischi di svalutazione sparivano. I rendimenti sono risaliti nel 2011 e 2012 quando gli investitori hanno temuto che alcuni paesi avrebbero potuto uscire dall'euro e reintrodurre valute domestiche: ciò avrebbe richiesto un parziale default (naturalmente la Grecia è rimasta nell'euro ma ha dovuto riscadenzare i propri debiti).

Ultimamente però, nei mercati sviluppati, gli investitori stranieri sembrano accettare rendimenti notevolmente più bassi, a dispetto dei rischi di perdita nella valuta. Prima del referendum sulla Brexit gli investitori in titoli di stato inglesi ottenevano un rendimento appena al di sopra dell'1%. Quando ha vinto il fronte Brexit la sterlina immediatamente si è svalutata del 10% nei confronti del dollaro, cancellando molti anni di rendimento obbligazionario. Al momento non è del tutto chiaro se l'amministrazione del Presidente Donald Trump voglia un dollaro debole, ma se la sua priorità è di eliminare il deficit commerciale un calo del dollaro sembra essenziale. Però al 2,7% il rendimento del titolo di stato americano decennale offre una ben piccola compensazione per il rischio valuta.

La risposta “intelligente” a questo paradosso è che gli investitori moderni sono più sofisticati e separano le decisioni di investimento dalle decisioni relative alle valute: semplicemente si coprono (hedging) contro il calo del dollaro. Ma non si tratta di una risposta soddisfacente. Qualcuno deve prendere l'altro lato della copertura. Nel breve termine potrebbe trattarsi di una banca di investimento. Ma le banche non vogliono trovarsi sovraesposte ad un declino del dollaro. Tenteranno di scaricare il rischio. In aggregato il mercato non può coprire sé stesso: qualcun altro deve prendere l'altro lato dello scambio e che cosa accadrà a questo qualcun altro?

Un argomento migliore potrebbe essere che gli investitori semplicemente non possono sapere in quale direzione una valuta si muoverà. Nei vecchi tempi dei cambi fissi avevano una scommessa in un'unica direzione: i paesi in difficoltà probabilmente non avrebbero rivalutato ma avrebbero potuto svalutare.

Spesso gli investitori nazionali erano gli unici a preoccuparsi, spostando i propri soldi all'estero per sfuggire alla svalutazione: i rendimenti obbligazionari erano costretti a salire per compensare il vuoto che questi lasciavano.

Oggi è molto difficile prevedere i movimenti valutari sulla base dei fondamentali. Molta gente aveva previsto che il dollaro sarebbe sceso quando la Federal Reserve avesse iniziato ad usare il quantitative easing (QE) ma le altre banche centrali si sono risolte al QE pure loro. Il dollaro

avrebbe potuto scendere nell'anno passato ma forse il trend di mercato cambierà ancora. Come risultato di questa incertezza gli investitori internazionali sceglieranno un portafoglio di titoli di stato formato da diversi paesi sperando di compensare quanto perdono da una valuta con quanto guadagneranno dalla ripresa di un'altra.

L'argomento che mi convince di più è che molti investitori obbligazionari non sono alla ricerca del massimo rendimento: acquistano obbligazioni per motivi differenti.

Le banche centrali detengono titoli di stato per gestire le proprie riserve valutarie, per esempio; i fondi pensione e le compagnie assicurative li detengono per fronteggiare i propri impegni per obblighi istituzionali. Quindi sono abbastanza indifferenti alle variazioni valutarie o di rendimento. Il tipo di investitori che hanno spaventato le banche centrali e i governi nel passato – i vigilantes dei mercati obbligazionari degli anni '80 e '90, sono solamente un piccolo sottoinsieme del tutto.

- (1) La perdita di competitività era normalmente dovuta ad una maggiore inflazione, così i paesi ad elevata inflazione si aspettavano di vedere le proprie valute svalutarsi. Questo li portava anche ad avere tassi d'interesse a breve termine più elevati. Una vecchia legge in finanza era la parità di interesse coperto (covered interest parity). Se un paese A ha un tasso a 12 mesi del 10% e un paese B ha tassi del 5% allora la valuta del primo paese scambierà al 5% di sconto nel mercato. Diversamente vi sarebbero soldi gratis disponibili per quelli che investono nel paese A e coprono la loro esposizione valutaria.