

14 novembre 2012 12:57

Obbligazioni: siamo in una bolla finanziaria?

di [Alessandro Pedone](#)



A maggio dell'anno scorso pubblicammo un articolo

(http://investire.aduc.it/articolo/quanto+rendono+obbligazioni+aggiornamento_19099.php) che faceva seguito ad uno precedente del febbraio

(http://investire.aduc.it/articolo/obbligazioni+quanto+rendono+convengono_18693.php) nel quale presentavamo uno schema che riassume in rendimenti medi delle principali categorie di obbligazioni denominate in euro.

Vediamo, a distanza di più di un anno come sono cambiati i rendimenti e che tipo di considerazioni possiamo trarre.

Ricordiamo come si legge la tabella che segue e che [riportiamo anche in PDF](#) per una migliore consultazione.

Rimandiamo all'articolo di febbraio

(http://investire.aduc.it/articolo/obbligazioni+quanto+rendono+convengono_18693.php) per approfondimenti.

Oggi: 14-nov-2012

Riferimenti: ZCB e EuroSwap

EUR Gov. Benchmark BFV Curve
EUR Italy Government BFV Curve
Euro Swap

INDICI COMPOSTI

EUR Composite AAA BFV Curve
EUR Composite (AA) BFV Curve
EUR Composite (A) BFV Curve
EUR Composite (BBB) BFV Curve

INDUSTRIALI

EUR Indus AA+/AA BFV Curve
EUR Industrial AA- BFV Curve
EUR Industrial (A) BFV Curve
EUR Industrial BBB+ BFV Curve
EUR Industrial BBB BFV Curve
EUR Industrial BBB- BFV Curve
EUR Industrial (BB) BFV Curve

BANCARI

EUR Bank AAA BFV Curve
EUR Bank AA+ BFV Curve
EUR Bank AA BFV Curve
EUR Bank AA- BFV Curve
EUR Bank A+/A BFV Curve
EUR Bank (AA) Sub. BFV Curve
EUR Bank (A) Sub. BFV Curve
EUR Bank Sub. (BBB) BFV Curve
EUR Bank (BBB) BFV Curve

FINAZIARI

EUR Finance AAA BFV Curve
EUR Finance AA+/AA BFV Curve
EUR Finance A+ BFV Curve
EUR Finance A/A- BFV Curve
EUR Finance (BBB) BFV Curve

TELEFONICI

EUR Telephone (A) BFV Curve
EUR Phone (BBB) BFV Curve

UTILITY

EUR Utility (A) BFV Curve

	TRE ANNI				CINQUE ANNI				DIECI ANNI				Medie Rend. 10y		
	3y	ASW	M10y	S-M	5y	ASW	M10y	S-M	10y	ASW	M10y	S-M	3y	5y	10y
960	0,19	-0,30	-0,28		0,71	-0,14	-0,23		1,71	0,05	-0,18		3,05	3,43	3,98
905	2,88	2,39	-0,02		3,72	2,88	0,05		4,88	3,22	0,17		3,31	3,70	4,33
	0,49		3,33		0,84		3,65		1,66		4,16		3,33	3,65	4,16
564	2,26	1,77	0,05		2,81	1,96	0,11		3,56	1,90	0,15		3,38	3,76	4,31
561	0,82	0,32	0,16		1,42	0,58	0,23		2,46	0,80	0,32		3,49	3,89	4,48
570	1,22	0,73	0,40		1,68	0,84	0,50		2,93	1,27	0,62		3,73	4,15	4,78
613	1,60	1,10	0,90		2,23	1,39	1,10		3,10	1,44	1,38		4,23	4,75	5,55
461	0,52	0,03	0,00		1,11	0,26	0,10		2,17	0,51	0,22		3,34	3,75	4,38
463	1,89	1,39	0,08		2,36	1,52	0,24		3,16	1,50	0,38		3,41	3,89	4,54
465	0,74	0,25	0,26		1,19	0,35	0,47		2,49	0,83	0,61		3,60	4,12	4,77
467	1,05	0,55	0,43		1,69	0,85	0,66		2,64	0,98	0,89		3,76	4,32	5,05
468	1,30	0,81	0,73		2,08	1,24	0,99		3,12	1,46	1,26		4,06	4,65	5,42
469	1,58	1,09	1,27		2,36	1,51	1,67		3,52	1,86	2,00		4,60	5,32	6,16
470	3,12	2,63	1,84		4,44	3,60	2,25		5,67	4,01	2,66		5,17	5,90	6,82
888	0,61	0,12	0,00		1,14	0,30	0,08		2,10	0,44	0,13		3,33	3,73	4,29
889	2,12	1,63	0,06		2,63	1,78	0,14		3,48	1,82	0,20		3,40	3,79	4,36
890	0,93	0,43	0,14		1,60	0,75	0,21		2,74	1,08	0,29		3,47	3,86	4,45
891	2,63	2,13	0,27		3,23	2,39	0,34		4,17	2,51	0,42		3,60	3,99	4,59
892	2,19	1,69	0,42		2,62	1,78	0,48		3,66	2,00	0,54		3,75	4,13	4,70
893	3,83	3,34	0,42		4,07	3,23	0,45		5,09	3,75	0,61		3,75	4,10	4,78
896	4,98	4,48	0,80		5,59	4,74	0,81		7,29	5,63	0,92		4,13	4,46	5,08
897	5,14	4,64	1,11		6,18	5,34	1,19		7,88	6,22	1,60		4,44	4,84	5,76
898	4,67	4,17	0,71		5,27	4,43	0,77		6,89	5,23	0,83		4,04	4,42	4,99
636	0,54	0,04	0,06		1,08	0,24	0,11		2,14	0,48	0,15		3,40	3,76	4,31
638	1,00	0,51	0,28		1,55	0,71	0,29		4,07	2,41	0,43		3,61	3,94	4,59
640	3,45	2,95	0,38		4,38	3,54	0,42		4,44	2,78	0,57		3,71	4,07	4,73
642	1,15	0,66	0,51		1,63	0,79	0,59		4,05	2,39	0,76		3,85	4,24	4,92
644	2,46	1,97	0,99		2,80	1,96	1,14		4,67	3,01	1,28		4,33	4,80	5,45
628	2,49	2,00	0,36		3,65	2,81	0,54		4,59	2,93	0,75		3,69	4,19	4,91
629	2,93	2,44	0,52		3,51	2,67	0,70		4,32	2,66	0,94		3,85	4,35	5,10
583	0,80	0,31	0,30		1,28	0,44	0,42		2,63	0,97	0,57		3,63	4,07	4,73

La prima colonna identifica la categoria di obbligazioni. "EUR Gov. Benchmark BFV Curve" sono i titoli di stato dei paesi considerati affidabili (Germania, Francia, Olanda, ecc.). "EUR Italy Government BFV Curve" sono i titoli di stato italiani. "Euro Swap" è il tasso di riferimento in base al quale si valutano tutti gli altri tassi (per semplificare moltissimo...).

Poi ci sono gli indici di tutte le obbligazioni aziendali suddivisi per rating, dalla tripla A scendendo verso la tripla B. Poi ci sono la scomposizione di queste obbligazioni per settore aziendale: industriali, bancari, finanziari, telefonici e utility.

Per tutti questi indici abbiamo i rendimenti ad oggi a 3 anni (colonna "3y"), 5 anni ("5y") e 10 anni ("10y"). Nella tabella ci sono tutta una serie di altre colonne che trascuriamo perché complicherebbero inutilmente il discorso.

Una parte importante, invece, è quella più a destra, ovvero la media storica degli ultimi 10 anni dei rendimenti sopra indicati.

Qual è il dato significativo? Tutti i rendimenti così detti "sicuri" sono ampiamente sotto l'inflazione. Il tasso di riferimento a 10 anni (EuroSwap) è pari all'1,66%: **significa investire per 10 anni a tassi reali negativi!** La media storica di questo tasso è pari al 4,16%, oggi, lo ripeto, siamo all'1,66%.

Non parliamo poi dei tassi più a breve termine che sono prossimi allo zero.

Il 24 maggio 2011, come si può vedere consultando la medesima tabella che avevamo pubblicato allora (<http://investire.aduc.it/generale/files/20110524-corporate.pdf>), questo stesso tasso era pari al 3,38%. In poco più di un anno si è circa dimezzato!

Osservando la [tabella riferita ad oggi](#) si può notare come il problema non sia confinato alle obbligazioni così dette "sicure". Non è solo un problema sui titoli di stato tedeschi o simili, è un problema generalizzato su praticamente tutte le tipologie di obbligazioni escludendo solo i titoli di stato italiani (quelli più a lungo termine) e le obbligazioni bancarie subordinate (ovviamente nella lista non ci sono i titoli di stato Spagnoli, Portoghesi, le obbligazioni speculative, ecc.).

Tanto per fare un esempio, prendiamo le obbligazioni industriali con rating singola A a tre anni.

Stiamo parlando di investimenti abbastanza tranquilli che, in condizioni normali, dovrebbero dare un rendimento aggiuntivo all'inflazione nell'ordine dell'1%. La media storica decennale di questo tipo di obbligazioni registra un rendimento del 3,6%. Oggi queste obbligazioni rendono lo 0,74%.

Il 24 maggio 2011 questa tipologia di obbligazioni rendeva il 4,13%, oggi si è ridotto a meno di un quarto di quanto rendevano solo qualche trimestre fa.

Non stiamo parlando di titoli di stato di nazioni affidabili! Stiamo parlando di aziende non enormi tipo la svedese SCANIA, la francese BOUYGUES, l'olandese SCHIPHOL, ecc. Quale senso può avere investire per tre anni in aziende come queste con rendimenti pari allo 0,74%! La risposta è semplice: nessuno.

Parlare di indici di obbligazioni, per molti può apparire astratto. Allora ho pensato di [pubblicare un elenco di obbligazioni a tasso fisso](#), denominate in euro, di emittenti con rating dalla tripla A fino alla tripla B e aventi volumi di scambio buoni.

Questa lista è composta da ben 1703 obbligazioni. La vita residua media di queste obbligazioni è pari a circa 4,5 anni. Il rendimento medio (per quanto poco significativo possa essere, vista l'eterogeneità dei titoli) è pari al 2,08%! Il 70% circa di queste obbligazioni ha un rendimento lordo inferiore al 2,5%.

Scorrendo la lista si possono vedere una serie di assurdità. Un BTP scadente nel 2018 ha un rendimento identico ad un'obbligazione emessa da France Telecom scadente nel 2033!

Una Teliasonera (azienda nel settore telefonico) scadente nel 2025 con cedola del 3,88% ha un prezzo di 113,4 centesimi e offre quindi un rendimento del 2,6%.

Un'obbligazione Vodafone scadente nel 2022 con rendimento del 2,0%!

Un'obbligazione Volvo scadente nel maggio 2017 con rendimento dell'1,55%.

Una Sanofi-Aventis (farmaceutico) scadente ad ottobre 2019 (quasi sette anni di vita residua) con rendimento dell'1,3% (come un BTP 2013).

Una GDF-SUEZ (utility) scadente nel 2017 allo 0,9% di rendimento.

Una McDonald's 2016 allo 0,8%.

Una BMW 2016 allo 0,7%. Ecc. ecc. ecc.

Gli esempi potrebbero essere moltissimi. Al di là dei singoli casi eclatanti di obbligazioni nelle quali non ha senso investire è il dato complessivo che fa impressione. Parliamo di migliaia di obbligazioni con rendimenti ampiamente sotto l'inflazione e enormemente sotto la media storica.

Siamo in una bolla?

A nostro avviso non si può parlare di una vera e propria bolla finanziaria in riferimento ai mercati obbligazionari perché i prezzi, per quanto assurdi, non sono motivati – come normalmente accade per le classiche bolle finanziarie – dalle aspettative irrealistiche degli investitori che comprano nella convinzione di poter rivedere presto a prezzi maggiori.

I prezzi delle obbligazioni, oggi, sono arrivati a livelli assurdi a causa delle politiche delle banche centrali che hanno inondando il sistema di liquidità (liquidità che solo in piccolissima parte si riversa nell'economia reale) e portato i tassi a breve termine a livelli prossimi allo zero.

Perché ci sono operatori finanziari che scambiano una BMW allo 0,7%? Semplicemente perché più o meno le alternative sono sullo stesso livello e da qualche parte il denaro deve essere messo.

Bolla o non bolla, questa situazione eccezionale è destinata a cambiare.

Non è possibile che per anni si mantengano rendimenti reali negativi ed allora si toccherà con mano come sia del tutto irrazionale investire oggi in obbligazioni di questo tipo.