

TITOLI DI STATO
IL «COMLOTTO»
DEGLI ALGORITMI
CONTRO I BTP

di **Federico Fubini**

4

LA SCIVOLATA DEI BOND ITALIANI COMLOTTO? NO STOP LOSS

di **Federico Fubini**

E stato il crollo più repentino che la storia ricordi. Mai il prezzo dei titoli di Stato italiani era caduto tanto in così poco tempo come quel mattino. Non era successo nel settembre del 1992, quando la lira fu espulsa dal sistema monetario europeo, e nemmeno nel 2011 o nel 2012 nei momenti più drammatici della crisi dell'euro. Quello che non è successo allora ha avuto luogo invece in un mattino preciso di un martedì piuttosto recente: il 29 maggio 2018, mentre gran parte dell'élite economica e finanziaria italiana era riunita nel palazzo della Banca d'Italia per ascoltare le «Considerazioni finali» del governatore Ignazio Visco.

Quello non fu un martedì qualsiasi ed era chiaro a chiunque fin dalle ore precedenti che non avrebbe potuto esser-

lo. La domenica precedente era stata drammatica: per l'ennesima volta, il capo dello Stato Sergio Mattarella aveva rifiutato di dare il suo via libera a un governo che avesse incluso come ministro dell'Economia una personalità che aveva preso posizione contro l'euro e per la ristrutturazione del debito pubblico come quella di Paolo Savona. Mattarella aveva allora consegnato un mandato



esplorativo a Carlo Cottarelli, ma solo per riportare il Paese alle elezioni con un governo senza maggioranza parlamentare.

Banchieri, imprenditori, investitori e

dirigenti delle grandi compagnie di assicurazione si ritrovano quel mattino su questo sfondo a Palazzo Koch, sede della Banca d'Italia. Mentre Visco parla, molti consultano nervosamente i loro smartphone perché intanto sta accadendo — fuori da quelle mura — qualcosa di mai visto prima. Al mattino alle otto il Btp in scadenza primo febbraio 2020 scambia a 94,45 cent per ogni euro di valore rimborsabile a scadenza, ma dopo due ore e mezzo il suo prezzo è già crollato a 88,58. Il rendimento di quei titoli di Stato a due anni, che si muove in direzione opposta al prezzo, esplose dal 2,69% del mattino presto al 3,42% prima di metà mattinata. L'escursione di prezzo è vastissima in così poco tempo per quello che dovrebbe essere uno dei titoli più liquidi al mondo. Gli uomini d'affari riuniti nel palazzo della Banca d'Italia si scambiano sguardi raggelati mentre ascoltano il governatore.

Cos'era successo? Le ragioni di natura politica per tanta tensione erano evidenti e prevalsero: sembrava che l'Italia stesse tornando alle urne e l'impressione degli investitori era avrebbe potuto formarsi una maggioranza favorevole all'uscita dall'euro. Quel martedì esplo-

de infatti anche il premio per comprare i Cds emessi dal 2014 in poi, cioè i contratti derivati che assicurano il contratto contro uno scenario di default dello Stato o ridenominazione dei titoli pubblici dall'euro a una nuova moneta nazionale. Come nota l'economista della Consob Marcello Minenna, quel premio era a 75 punti base a inizio maggio (0,75%) e schizza a 125 quel giorno. Esplose anche la differenza di rendimento fra i derivati che assicurano solo contro il default dell'Italia e quelli che assicurano sia contro il default che contro la conversione in una nuova moneta nazionale. Detenere i secondi costava appena lo 0,15% in più all'anno — il premio di questa particolare polizza assicurativa — e adesso costa quasi l'uno per cento di più. La richiesta di uno scudo contro lo scenario di Italexit è diventata molto più frenetica. In sostanza, quel mattino il mercato dei titoli di Stato italiani registra il suo crash più grande della storia perché ha paura che il Paese esca dall'euro.

C'è però anche un'altra vicenda che si dipana in quelle stesse ore, di cui per adesso resta traccia solo nei racconti di qualche testimone delle sale operative delle banche o dei fondi d'investimento. Perché il crash, oltre che profondo, è anche fulmineo. Più di quanto sarebbe successo se le operazioni fossero state condotte solo da uomini in carne ed ossa. In realtà nell'accelerazione esponenziale del crollo, soprattutto fra le dieci e le dieci e mezza di quel martedì

mattina, si possono scorgere le im-

pronte digitali delle macchine e di altri meccanismi puramente di mercato. Come nota un operatore specializzato in trading algoritmico, quel giorno sono scattati vari sistemi di «stop loss»: varcate certe soglie, i computer hanno inserito automaticamente ordini di vendita in un mercato di per sé poco liquido. L'aumento della volatilità da livelli più o meno normali fino a livelli pari a circa sette volte quello che sarebbe stimata come la variazione normale in un solo giorno ha avuto un impatto violento sulle stime automatiche che ogni banca e certi fondi eseguono riguardo al loro «Var»: il valore a rischio, quando si ritiene possibile perdere in un solo giorno di trading. Questo ha alimentato altre vendite innescate dai computer, fino a determinare una cascata.

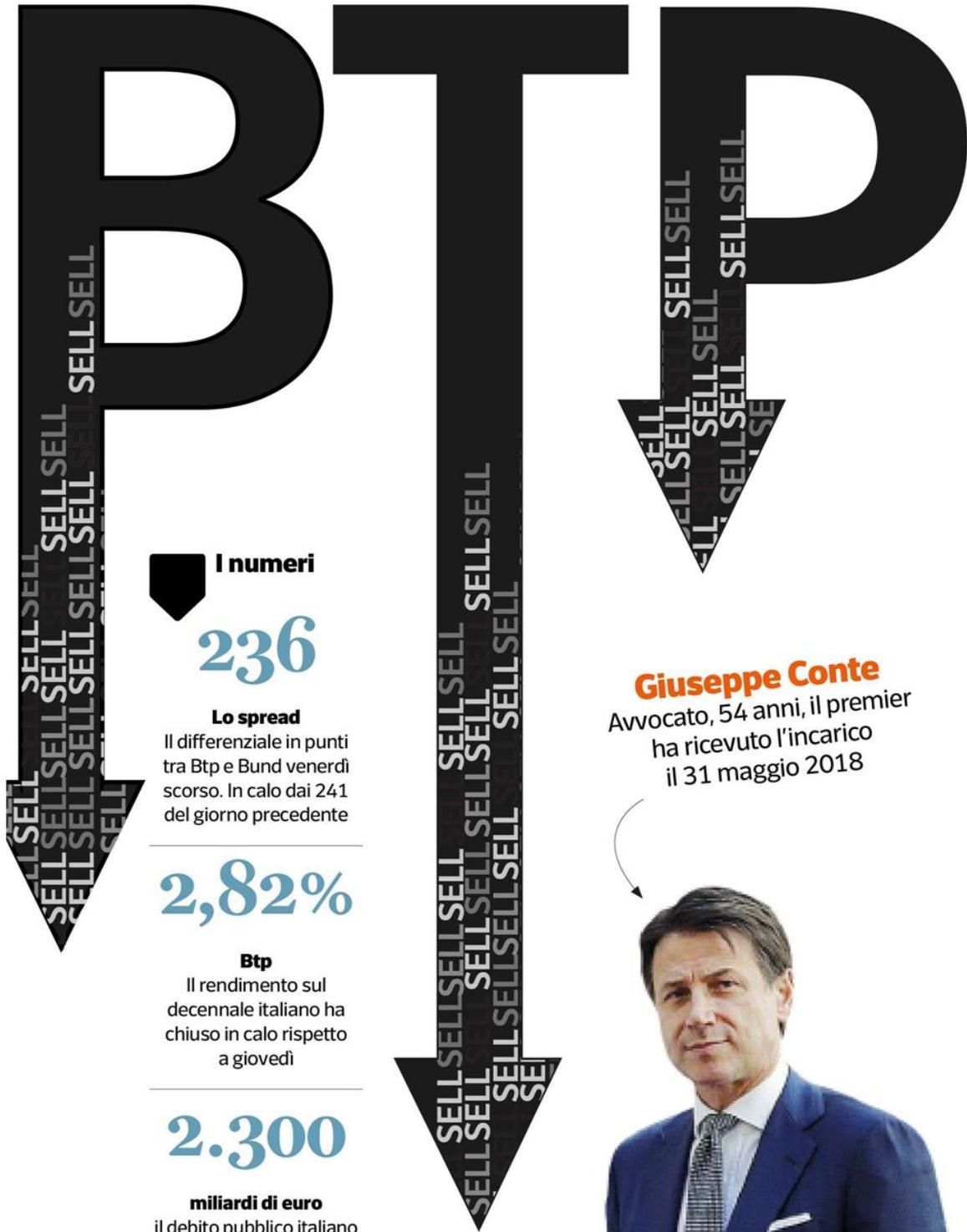
Così, fra il panico delle persone in carne ed ossa e l'innescato che esso può creare nelle macchine, si è consumato il martedì più nero nella storia del debito pubblico italiano. Di solito gli uomini usano la tecnologia per rafforzare il proprio controllo sull'ambiente circostante. Quando sono però sui mercati, e l'incertezza domina, il matrimonio fra uomo e macchina invece può produrre anche l'effetto opposto.

L'aumento della volatilità pari a sette volte l'ordinario innesca vendite a cascata dopo le verifiche interne degli operatori

Storia di martedì 29 maggio, quando si materializza sui mercati l'incubo Italexit. I rappresentanti della finanza e dell'economia sono riuniti ad ascoltare il governatore Visco: sui computer volano i rendimenti e si allarga lo spread. Ecco come i sussulti della politica svegliano l'algoritmo che innesca la corsa alle vendite

Non era mai successo che il prezzo dei titoli del Tesoro calasse in modo così repentino, nemmeno nel '92 o nel 2011





I numeri

236

Lo spread

Il differenziale in punti tra Btp e Bund venerdì scorso. In calo dai 241 del giorno precedente

2,82%

Btp

Il rendimento sul decennale italiano ha chiuso in calo rispetto a giovedì

2.300

miliardi di euro

il debito pubblico italiano è leggermente sceso al 131,2% del Pil nel 2017 contro il 131,4% del 2016

Giuseppe Conte
Avvocato, 54 anni, il premier ha ricevuto l'incarico il 31 maggio 2018

