

5 settembre 2022

Il Sole **24 ORE**

L'INQUIETUDINE DEI MERCATI CRESCE (MA NON TROPPO) ALL'APPROSSIMARSI DEL VOTO

di Marcello Minenna

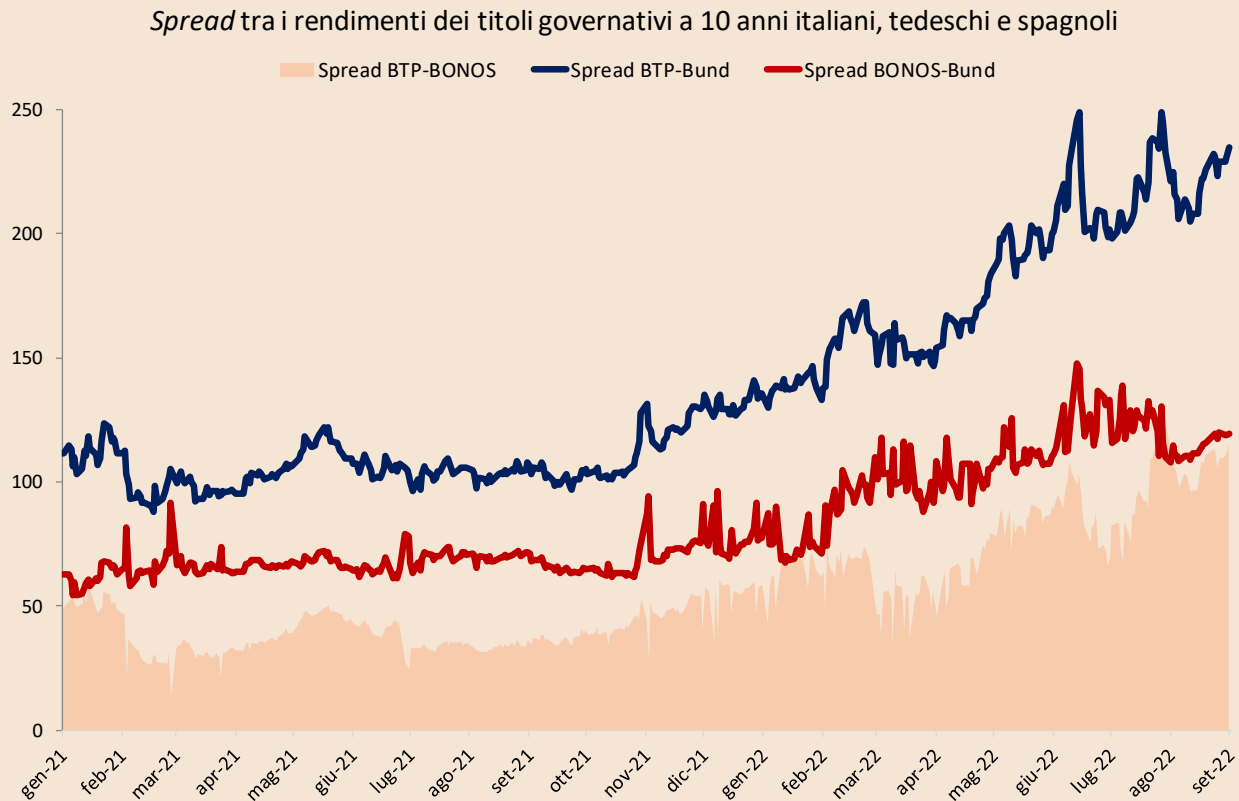
Il primo mese di campagna elettorale, al di là dell'attenzione mediatica sul tema, non sembra avere provocato scossoni alla rischiosità del debito pubblico italiano percepita dagli investitori nazionali ed esteri. L'analisi di diversi indicatori lo dimostra: per ora il mercato rimane a guardare in posizione di attesa.

Osservando gli *spreads* tra i rendimenti dei titoli governativi italiani e quelli tedeschi (vedi Figura 1, linea blu), è facile verificare come questi si muovano da circa 2 mesi con elevata volatilità, ma contenuti in una forchetta tra i 200 e i 250 punti base. Anche lo *spread* tra titoli italiani e spagnoli (area rosa) è sostanzialmente in stallo e appare scarsamente responsivo al momento di incertezza politica.

LA CRESCITA DEGLI SPREAD È AVVENUTA PRIMA DELLA CRISI POLITICA: IL RUOLO DELLO SCUDO ANTI-SPREAD

In realtà, gli *spread* avevano già registrato un deciso aumento nel corso del 2022 per via del cambio di aspettative degli operatori verso la politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE). La chiusura anticipata dei programmi di acquisto titoli (*Quantitative Easing* e PEPP pandemico) ed il primo rialzo dei tassi di interesse dopo 11 anni hanno agito in sinergia con una maggiore offerta di titoli da parte degli investitori esteri, che hanno alleggerito la propria esposizione sul debito pubblico italiano vendendo ad un prezzo vantaggioso.

Figura 1



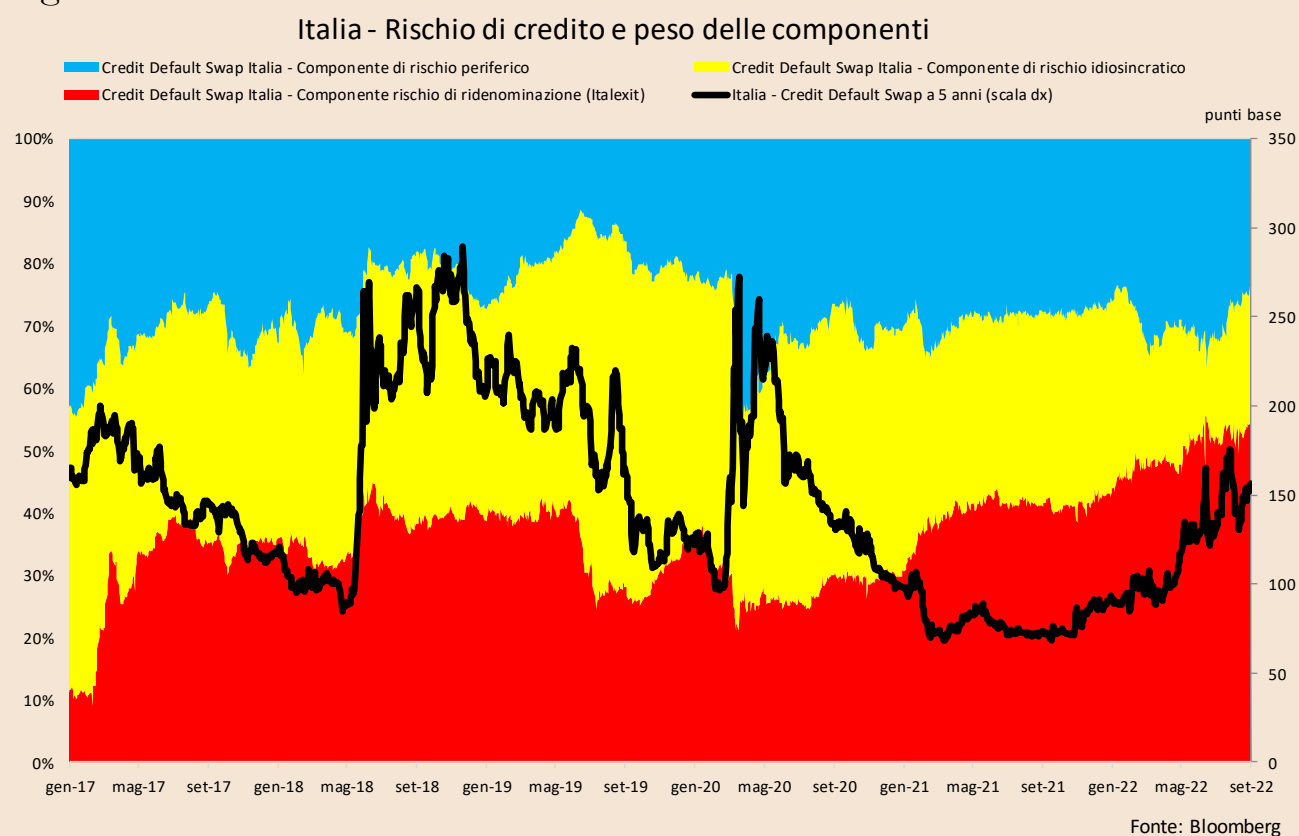
Fonte: Bloomberg

La tensione è poi cresciuta a metà giugno 2022, a ridosso dell'annuncio da parte di Francoforte sull'imminente varo di un nuovo strumento di controllo degli *spread* in affiancamento all'esistente OMT (*Outright Monetary Operations*). L'effetto annuncio è bastato a frenare la deriva rialzista degli *spread*, mentre la presentazione ufficiale del nuovo strumento (col nome di TPI - *Transmission Protection Instrument*). con i dettagli del suo funzionamento circa un mese dopo non sembra avere provocato effetti apprezzabili sui mercati.

Il varo del TPI è arrivato dopo alcune settimane di crescita troppo rapida sui mercati dei derivati di credito (*Credit Default Swap*, CDS) di quella componente di *spread* che è connessa con il rischio di ridenominazione, ovvero di pagamento del debito pubblico in altra valuta a seguito dell'uscita dell'Italia dall'area Euro.

Se andiamo ad analizzare l'andamento delle singole componenti del CDS *spread* dell'Italia in Figura 2, emerge con chiarezza la crescita del peso del rischio di ridenominazione (area rossa) a partire dalla fine del 2021, quando è stata annunciata la chiusura dei programmi di acquisto titoli da parte dello Eurosistema. Questa componente ha proseguito la sua ascesa esattamente fino a metà giugno 2022, quando le dichiarazioni della BCE in merito all'imminente lancio del nuovo scudo anti-*spread* ne hanno bruscamente interrotto il *trend* rialzista. Da allora, il rischio di ridenominazione è rimasto stazionario intorno ai 75 punti base, pari a circa il 50% delle quotazioni dei CDS italiani.

Figura 2



Da metà luglio 2022 invece è tornata ad avere un'influenza crescente la componente di rischio "politico" dello *spread* (area gialla), che nella lunga fase del governo Draghi era rimasta sopita a livelli minimi. Certo, con la campagna elettorale in corso questo non dovrebbe sorprendere eccessivamente, anche perché si tratta comunque di movimenti per ora contenuti.

LE “SCOMMESSE” DEGLI OPERATORI SUL DEBITO PUBBLICO NAZIONALE: UN’ALTRA PROSPETTIVA

Come critica legittima, bisogna considerare che negli ultimi anni la significatività del mercato dei CDS nel segnalare la crescita delle posizioni speculative sul debito pubblico si è indubbiamente ridotta. Infatti dal 2012 non è più possibile scommettere al ribasso su titoli governativi europei senza detenere una posizione opposta sul sottostante e ci sono obblighi informativi pesanti che hanno ridotto di molto l’attrattività dei CDS come strumento puramente speculativo.

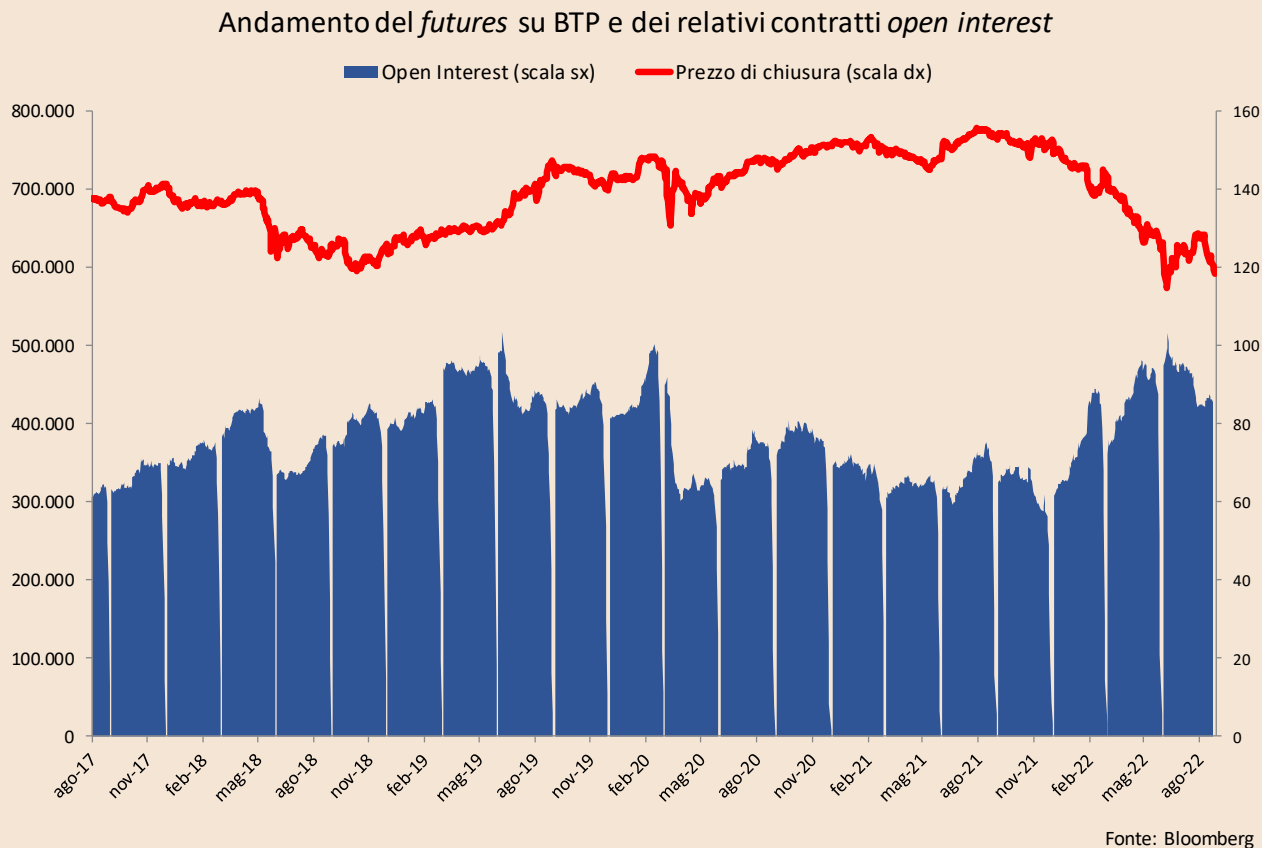
Contemporaneamente, negli anni si è osservato un crescente utilizzo del mercato dei *futures* sui BTP da parte degli speculatori (vedi Figura 3), molto meno onerosi dei CDS in termini di liquidità da impegnare ai fini dell’apertura di una posizione speculativa. Gli operatori vendono *futures* sui titoli governativi quando vogliono assumere posizioni ribassiste. Se si esamina il prezzo di chiusura insieme ad un ulteriore indicatore di mercato, il c.d. *Open Interest*, si può ottenere una valutazione di massima del *sentiment* degli operatori.

L’*Open Interest* è il numero di contratti *futures* ancora aperti in un determinato momento. Indicativamente, se il prezzo del BTP sottostante scende mentre l’*Open Interest* risulta in crescita, si può intuire che c’è una pressione alla vendita, cioè scommesse al ribasso. Questo tipo di fenomeno si è osservato chiaramente nella prima parte del 2022: l’*Open Interest* (barre azzurre) è cresciuto a ritmi record mentre il *trend* dei prezzi dei BTP *futures* (linea rossa) era in deciso ribasso.

In coerenza con quanto sperimentato sul mercato dei derivati di credito, si osserva un picco dell’*Open Interest* a metà giugno 2022 quando si tiene il *meeting* di emergenza della BCE concluso con l’annuncio del TPI. Da allora, l’*Open Interest* appare in chiara discesa, mentre il prezzo dei *futures* ha interrotto il suo declino: questa inversione del *trend* potrebbe essere interpretata (con i *caveat* del caso) come una progressiva chiusura delle scommesse al ribasso sui BTP da

parte dei *traders*, senza aprirne ulteriori. Il *trend* sembra invertirsi nuovamente negli ultimi giorni di agosto, ma è troppo presto per poterne inferire alcunché.

Figura 3



A complemento di questo approccio, è utile studiare l'andamento nel tempo delle quotazioni di alcuni fondi speculativi specializzati nello scommettere al ribasso sul debito pubblico italiano. In particolare, l'ETF *Short* è una tipologia di *Exchange Traded Fund* che permette di guadagnare quando il valore del sottostante scende, replicando all'inverso l'andamento di un *benchmark* specifico.

Poiché si tratta di prodotti speculativi, sono spesso caratterizzati da un certo effetto di *leverage* finanziario, ottenuto attraverso l'utilizzo di strumenti derivati (*futures*, ma anche opzioni): ad esempio un ETF con leva 2X, raddoppia l'estensione delle oscillazioni del sottostante, permettendo di guadagnare (o perdere) il capitale investito in maniera proporzionale.

La Figura 4 visualizza le quotazioni di due fondi ETF *short* con un diverso *leverage* (2X e 5X): è immediato osservare l’impatto di questo parametro sulla rischiosità dell’investimento speculativo. Non sorprendentemente, dopo un lungo declino dei valori quotati tra il 2018 ed il 2021, nella prima metà del 2022 entrambi i fondi hanno registrato buone *performance* in coerenza con il declino osservato dei prezzi dei BTP, con un aumento consistente dei volumi di negoziazione. Anche in questo caso, tuttavia, il picco relativo sembra essere stato raggiunto nella prima metà di giugno, seguito da uno stallo relativamente volatile.

Figura 4



Fonte: Bloomberg

OLTRE LO SCUDO ANTI-SPREAD: LA PRIMA LINEA DIFENSIVA DELLA BCE È GIÀ OPERATIVA

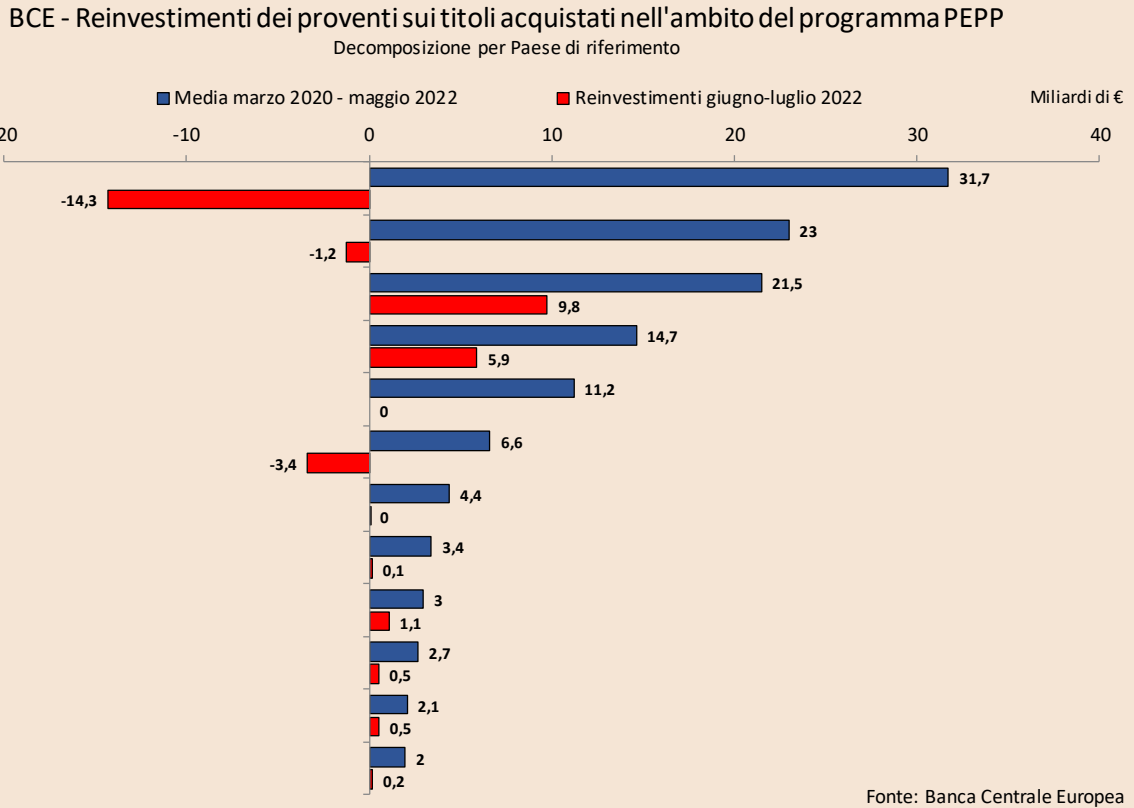
Nel frattempo, la BCE non è stata a guardare. Anche a luglio ha ricordato come la sua strategia anti-frammentazione fosse basata su più strumenti: la copertura del TPI nei casi di condotte irrazionali e disordinate dei mercati e quella del vecchio scudo, le OMT per problemi nella trasmissione della politica monetaria causati dal rischio di ridenominazione e specifici di un paese. Accanto a questi è stato altresì previsto, la BCE prevedeva l'utilizzo in forma flessibile dei reinvestimenti dei proventi derivanti dai titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisti pandemico PEPP. Si tratta in larga parte (per oltre il 90%, circa 1.550 miliardi di €) di titoli governativi dei Paesi dell'area Euro.

Grazie a questa flessibilità, in fase di reinvestimento la BCE ha la possibilità di ridurre lo *stock* di titoli tedeschi in bilancio effettuando *de facto* un “*quantitative tightening*”, e di accrescere contestualmente gli acquisti di titoli periferici (un *quantitative easing* silenzioso) per ridurre le pressioni alla frammentazione.

Gli ultimi dati dimostrano come la strategia della BCE sia stata esattamente questa (vedi Figura 5). Le barre rosse rappresentano i reinvestimenti effettuati nel periodo giugno-luglio 2022, decomposti per Paese di riferimento, mentre le barre blu visualizzano la media degli investimenti nel periodo di operatività del PEPP (marzo 2020-marzo 2022).

Ovviamente gli acquisti netti tra giugno e luglio 2022 sono intorno allo zero, mentre in passato la BCE ha acquistato titoli per un controvalore medio di 128 miliardi di € bimestrali. In dettaglio, si nota che lo *stock* di titoli governativi tedeschi si è contratto di 14,3 miliardi insieme a quello di titoli olandesi (-3,4 miliardi) e francesi (-1,2 miliardi): insomma la BCE ha venduto titoli dei Paesi *core*. Specularmente, sono stati acquistati quasi esclusivamente titoli dei Paesi periferici (Italia, Spagna, Grecia).

Figura 5



La BCE ha dimostrato che intende usare pienamente la flessibilità concessa dal programma PEPP per contrastare la tendenza all'allargamento incontrollato degli *spread*: la prima linea di difesa è effettivamente operativa. Certo, si tratta comunque di uno strumento di durata (i reinvestimenti durerebbero fino al 2024) e potenza di fuoco limitate, che può avere un'utilità contenuta in caso di attacco conclamato, ma comunque è un segnale chiaro della determinazione della banca centrale nel contrasto alla speculazione selvaggia.

In sintesi, sul mercato le acque si sono agitate, ma non troppo come paventato. Dietro il frastuono della campagna elettorale, gli operatori restano sostanzialmente alla finestra in attesa di sviluppi chiari della situazione politica.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali