

# La strana convenienza dei BTpi

di **Marco Liera**

**N**on c'è una classe di attivo che pare essersi salvata nella tempesta post-Lehman. A picco le azioni, giù le commodities, in picchiata i fondi immobiliari, a tappeto i corporate bond, gli hedge funds non pervenuti. Ma la svalutazione più singolare e inaspettata è quella che ha colpito i titoli di Stato indicizzati all'inflazione, in Italia rappresentati dai BTpi. Sono sempre stati ritenuti degli investimenti efficienti per proteggere il capitale nel lungo periodo, anche se esposti a oscillazioni di breve periodo per effetto

della dinamica dei tassi. Ma i rendimenti reali superiori al 3% offerti da queste emissioni sono assai difficili da conciliare con uno scenario recessivo. Ciò che però appare meno spiegabile è che gli *inflation-linked* sono stati colpiti dalle vendite in misura maggiore dei titoli di Stato nominali, con i quali condividono le preoccupazioni del mercato sulla possibile *overdose* di nuove emissioni di carta pubblica dovute agli interventi dei Governi a favore delle banche in difficoltà.

continua a **pag. 5**

Dalla prima

# La strana convenienza dei BTpi

Cosa è successo dunque a questi baluardi del risparmio? Torniamo indietro di qualche mese, quando il prezzo del petrolio e delle materie prime alle stelle avevano spinto all'insù le attese sull'inflazione. Anche «Plus24» aveva segnalato che l'inflazione scontata dai prezzi dei BTpi (la cosiddetta *break-even inflation rate*, il differenziale di rendimento tra titoli nominali e titoli a cedola reale) era più bassa (per l'OaT 2015 il 2,7%) rispetto al 4% e più di incremento del costo della vita atteso. Diverse investment bank e hedge fund hanno fatto questi conti, soprattutto sulle emissioni pubbliche statunitensi, francesi e tedesche; hanno quindi comprato titoli *inflation linked* e venduto allo scoperto titoli nominali. Con ulteriore possibilità in capo ai detentori di titoli *inflation linked* di "rivendere" con contratti swap la bassa inflazione implicita ad altri operatori. La costante era la combinazione di un mercato lungo sui titoli reali e corto su quelli nominali.

Il ribasso delle quotazioni

Dalla prima

# La strana convenienza dei BTpi

Cosa è successo dunque a questi baluardi del risparmio? Torniamo indietro di qualche mese, quando il prezzo del petrolio e delle materie prime alle stelle avevano spinto all'insù le attese sull'inflazione. Anche «Plus24» aveva segnalato che l'inflazione scontata dai prezzi dei BTpi (la cosiddetta *break-even inflation rate*, il differenziale di rendimento tra titoli nominali e titoli a cedola reale) era più bassa (per l'OaT 2015 il 2,7%) rispetto al 4% e più di incremento del costo della vita atteso. Diverse investment bank e hedge fund hanno fatto questi conti, soprattutto sulle emissioni pubbliche statunitensi, francesi e tedesche; hanno quindi comprato titoli *inflation linked* e venduto allo scoperto titoli nominali. Con ulteriore possibilità in capo ai detentori di titoli *inflation linked* di "rivendere" con contratti swap la bassa inflazione implicita ad altri operatori. La costante era la combinazione di un mercato lungo sui titoli reali e corto su quelli nominali.

Il ribasso delle quotazioni

nominali.

Il ribasso delle quotazioni delle materie prime e l'accelerazione della crisi finanziaria in settembre hanno radicalmente cambiato le aspettative sull'inflazione, rendendo poco redditizie le posizioni descritte, che sono state rapidamente smontate (*unwinding*), causando vendite sui titoli reali e ricoperture sui nominali. I titoli di Stato agganciati all'inflazione ora garantiscono rendimenti reali che arrivano al 3,2% dei BTpi 2017. Il peso delle investment bank in difficoltà in queste vendite è stato importante; basti osservare che la riduzione violenta della *break-even inflation* (che è indice di liquidazioni in massa di titoli reali) si è verificata dal crack Lehman in poi, più che dai primi segnali di caduta del prezzo del petrolio, e ha riguardato soprattutto le emissioni del Tesoro Usa, le più frequentate dalle Goldman Sachs di turno.

L'andamento sorprendente dei titoli *inflation linked* fa sospettare che i veri grandi proprietari di queste emissioni non siano tanto i fondi pensione internazionali, come in molti si aspettano, ma piuttosto siano (e siano state soprattutto) le investment bank, che introducono nell'andamento delle loro quotazioni degli elementi distorsivi. Il che potrebbe essere letto in due modi: da una parte, come un ulteriore invito ai Governi in cerca di facili consensi a restringere notevolmente il raggio d'azione dei cosiddetti "speculatori" (investment bank prima ancora che hedge fund). Dall'altra, come la riconferma del fatto che, oltre a garantire liquidità ai mercati, l'azione "distorsiva" di questi speculatori crea delle occasioni d'acquisto senza precedenti agli investitori orientati al lungo periodo. Come appunto sta accadendo ai titoli di Stato agganciati all'inflazione.

**Marco Liera**