

L'analisi

Quella scommessa (sbagliata) dei mercati

Perché non hanno previsto l'esito del voto britannico. Una scossa forte e ora...



di MARCELLO MINENNA

Quanto accaduto nella notte tra il 23 ed il 24 giugno ha dimostrato ancora una volta che improbabile non vuole dire impossibile. Mentre i sondaggi sugli orientamenti dell'elettorato si erano mostrati sempre possibilisti sulla vittoria del Leave, i mercati finanziari erano da giorni univocamente orientati sulla visione di un più rassicurante Remain, supportati nella loro view dalle quotazioni degli scommettitori ufficiali.

Il gioco dei derivati

Il crollo spettacolare delle piazze azionarie e della sterlina che ha seguito il risultato ufficiale si può assimilare ad un «dopo-sbronza» violento dal punto di vista finanziario: dopo l'ubriacatura di illusioni irrazionali, sono arrivate le conseguenze di una scommessa persa.

Il meccanismo tecnico che ha innescato il rialzo euforico ed irragionevole dei mercati nei giorni pre-referendum — peggiorando il crollo successivo — è complesso e merita una spiegazione. A partire dal 20 febbraio, quando è stata fissata la data del referendum, gli operatori hanno iniziato a prendere posizione sul mercato dei cambi, sia per proteggersi dalle fluttuazioni attese della sterlina sia per speculare. C'era un ampio consensus sul probabile deprezzamento della valuta britannica in caso di Leave, mentre si riteneva che la sterlina si sarebbe rafforzata in caso di Remain. Le scommesse hanno preso corpo sui mercati dei derivati di tasso di cambio, attraverso «pronostici» sulle differenze tra le quotazioni nell'immediato (a pronti) e nel futuro (a termine) del cambio rispetto all'euro e al dollaro. Semplificando, quanto più

gli operatori erano propensi a scambiare (attraverso contratti derivati) la sterlina a valori in ribasso, tanto maggiori erano le probabilità della Brexit. Il calcolo delle probabilità scaturiva proprio dal valore assunto dai derivati.

Tuttavia, le banche ed i fondi di investimento non sono riusciti mai ad avere informazioni chiare dal controverso sistema di sondaggi; il continuo sobbalzare delle stime intorno al 50% ha indotto a riporre poco affidamento nelle consultazioni telefoniche e via web. Paradossalmente, i sondaggi avevano colto per tempo la profonda spaccatura nell'elettorato e sono stati lo strumento che è andato più vicino ad indovinare l'esito del voto.

Non si possono biasimare troppo i mercati: in ambito finanziario, una situazione 50/50 è il peggiore degli scenari, in cui l'informazione raccolta non riesce a fare la differenza rispetto ad un lancio testa/croce in cui non si sa nulla. Coprirsi dai rischi è costoso, perché gli operatori devono tener conto di tutti gli scenari possibili e questo si riflette in un prezzo elevato dei contratti derivati.

Con il trascorrere dei mesi, l'incertezza è cresciuta esponenzialmente insieme ai costi di copertura. Mano a mano i trader non sono più potuti rimanere a guardare ed hanno dovuto forzatamente acquistare protezione contro Brexit: ciò ha provocato una flessione tendenziale della sterlina (perché prevalevano le scommesse al ribasso) ed un aumento progressivo delle probabilità del Leave anche se non si è mai superata la soglia psicologica del 30%. A sua volta, poiché Brexit era più probabile, i costi dei derivati speculativi e di protezione lievitavano: una

posizione assai scomoda per i trader.

Ad una manciata di giorni dal voto, in un clima schizofrenico avviene l'evento drammatico dell'assassinio del deputato Jo Cox; in assenza di altri segnali informativi utilizzabili, il mercato lo interpreta come determinante per il posizionamento finale dell'elettorato. Gli operatori si lanciano in una direzione precisa: il Remain, e liquidano freneticamente i derivati acquistati ai fini di copertura dalla Brexit. Perché gettare il paracadute proprio adesso? Semplice: se Remain vince, la protezione non serve e anzi rivendendola ora che il prezzo è alto se ne ricava anche un profitto. Il trend degli ultimi 2 mesi si rovescia bruscamente, la sterlina si rafforza e le probabilità stimate dal mercato crollano. Ma è solo un effetto ottico: una mera conseguenza tecnica dello «smontaggio» delle posizioni. Il meccanismo si è replicato sulle scommesse: puntare sul Remain ha fatto crollare le quotazioni: le probabilità sono precipitate sotto il 10%.

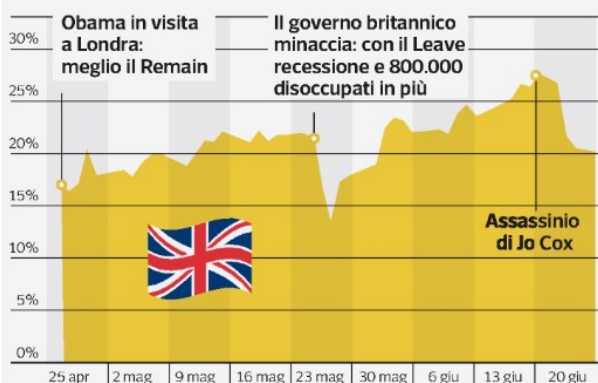
Imitazione

Ora è più chiaro il botto senza precedenti dei mercati finanziari: senza paracadute ci si fa male. Cosa succederà adesso? Nonostante il clima apocalittico da day after, è probabile che la flessione delle borse e della sterlina sia autolimitante: alla fine, si tratta solo di una scommessa persa. Più che dei lamenti del mercato, c'è da preoccuparsi delle ricadute politiche: il clima di sfiducia potrebbe traslarsi in nuovi referendum; secondo il ministro delle Finanze Wolfgang Schäuble, sono a rischio Finlandia, Ungheria, Francia ed Italia. Ma se c'è di mezzo la moneta incompiuta, l'euro, lì si che sono dolori.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Una valutazione sbagliata

Probabilità della Brexit stimata sul mercato dei derivati di tasso di cambio (sterlina/dollaro e sterlina/euro)



Fonte: Bloomberg

centimem