

DOPO I FORTI CALI DEI GIORNI PRECEDENTI, MILANO RECUPERA IL 2,8%. WALL STREET AZZERA I GUADAGNI NEL FINALE

## Rimbalzone in borsa, il tornado è già passato?

**Il raider Icahn: lo scossone è stato un avvertimento, il mercato ormai è in mano a Etf e derivati***(Castellarin, Stroni e The Wall Street Journal alle pagine 4, 5 e 17)*

WALL STREET CEDE SOLO LO 0,1%. BOFA ML: GRANDE IL RUOLO DEGLI HEDGE NEL TONFO DI LUNEDÌ

# Perché il flash crash è alle spalle

*Finora la vendita di derivati sulla volatilità e l'acquisto di indici azionari avevano reso bene. Il balzo del Vix dopo i dati sul lavoro ha indotto gli operatori al dietrofront: di qui il sell-off. Ma i bond non si sono mossi*

DI ROBERTA CASTELLARIN

Ieri Wall Street ha chiuso in leggera perdita, chiudendo la seduta con un -0,1%. Tuttavia ha mostrato segni di tenuta, dopo che lunedì 5 febbraio il Dow Jones aveva perso il 4,6%. Il giorno successivo il principale indice della borsa Usa aveva già recuperato il 2,3%. Ma cosa sta sostenendo Wall Street, quando sembrava che i timori sull'inflazione avessero dato all'Orso una forza smisurata? Anzitutto le dichiarazioni del presidente della Fed di Dallas, Robert Kaplan, secondo il quale «l'aumento dei salari non implica necessariamente un aumento dell'inflazione». Parole che ieri hanno rassicurato i mercati.

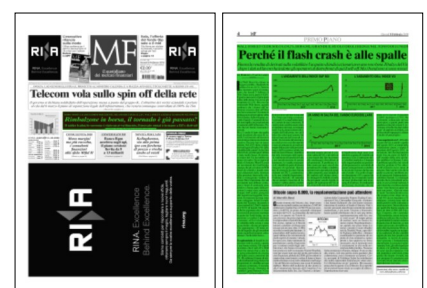
Ma c'è anche il fatto che quella degli investitori alle news di venerdì 2 sul mercato del lavoro è stata in larga misura una reazione emotiva. Occorre fare un passo indietro. Nel 2017 chi ha venduto derivati legati all'indice Vix della volatilità delle azioni Usa ha fatto affari d'oro, perché quest'ultima è stata molto bassa. Il repentino rialzo del Vix ha indotto un brusco risveglio. Da un report di Bank of America Merrill Lynch sui movimenti dei fondi hedge emerge che gli scivoloni di Wall Street di venerdì e lunedì sono stati alimentati dalla chiusura delle posizioni short sulla volatilità e conseguente vendita di azioni. Ma è importante che tali movimenti non abbiano contagiato i bond. Il sentiment resta positivo e buona parte delle posizioni è ormai stata smontata. Sempre dall'analisi giungono altri segnali incoraggianti: nemmeno le posizioni sui tassi sono state contagiate. Infatti il rendimento del Treasury decennale è sceso martedì al 2,766% rispetto al 2,791% di lunedì. Gli esperti di BofA segnalano che c'è stato un record di posizioni smontate da parte dei fondi hedge, ma la

pressione a vendere è destinata a scemare. «Ciò ci ricorda che la volatilità delle azioni è stata in una bolla», dicono gli esperti. Che aggiungono: «Si tratta anche del segnale che gli investitori hanno significativamente sotto-stimato i rischi delle borse».

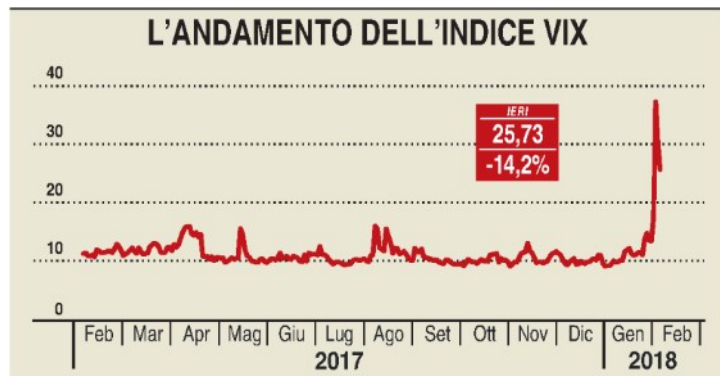
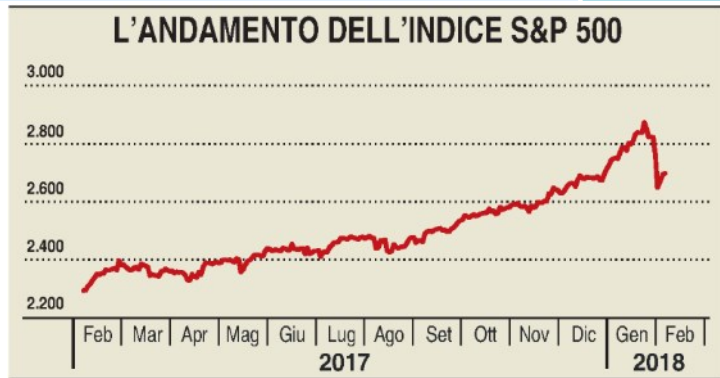
**Il capitombolo** di lunedì ha interessato solo le azioni e questa è una buona notizia. Gli esperti ricordano che il sell off a Wall Street ha messo fine a una fase senza precedenti di crescita dell'indice senza correzioni del 5%. Ma sebbene il timore di rialzi dei rendimenti tenga banco tra gli operatori, la volatilità sui tassi è rimasta contenuta. Concorde Giuseppe Sersale, Strategist di Anthilia Capital Partners: «Cosa è successo? Un buon indizio ce lo dà la reazione sproporzionata del Vix. Dopo una lunga cavalcata, l'azionario Usa negli ultimi giorni è entrato in una correzione. Il catalizzatore sembra essere stato un rimbalzo dei tassi, accentuato negli Usa da alcuni sintomi di risveglio dell'inflazione, tra cui il balzo dei salari orari emerso dai dati sul mercato del lavoro di venerdì». La reazione del mercato a un catalyst non così dirompente è stata accentuata da un mercato troppo sbilanciato sulle posizioni long e dall'eccessiva euforia indotti da mesi di bassa volatilità e dal rally forsennato dell'equity. «L'esplosione di lunedì è dovuta a una manifestazione di questo fenomeno, la vendita sistematica di volatilità da parte di alcune categorie di operatori. Questo tipo di strategia ha dato ritorni esaltanti nel 2017, caratterizzato da una volatilità bassissima». Continua Sersale: «È naturale che un numero crescente di investitori vi abbia aderito, mentre i compratori di protezione siano diventati sempre più rari. La recente salita del Vix e dei derivati a esso legati alla fine ha portato allo smontaggio disordinato di

tali posizioni. Il problema si è fatto acuto per quei veicoli che permettono di vendere volatilità a operatori non specializzati (retail e altre categorie), una famiglia di Etf esplosa nell'ultimo anno». Lo strategist di Anthilia ricorda che per questi veicoli si parla, in seguito all'esplosione del Vix di ieri, di un crollo tale da provocare la liquidazione degli asset (con ulteriore acquisto di volatilità sul mercato). Così, l'esplosione della volatilità implicita e l'impatto delle ingenti perdite sui portafogli dei possessori a vario titolo di queste strategie hanno contribuito al circolo vizioso che ha causato il crash. «Un crollo di queste dimensioni (-8% e passa dai massimi) ha ovviamente inciso sui tassi, producendo una inversione di tendenza. Il rendimento del Treasury decennale, che ore prima aveva toccato il massimo a 2,88%, ha chiuso a 2,70%. Ma l'azionario, schiacciato dal suo stesso peso, a questo punto non guardava certo più ai tassi. L'avversione al rischio ha dato anche un po' di supporto al dollaro, con gli investitori impegnati a ridurre il rischio di portafoglio».

**Cosa aspettarsi ora?** «Il livello toccato dal Vix è simile a quello dell'agosto 2015, ai tempi della svalutazione cinese, e supera il massimo dell'agosto 2011, in occasione del declassamento degli Usa da parte di S&P, e dell'esordio della crisi del debito pubblico in Europa. Certo, il problema specifico sui veicoli citati ha gonfiato il Vix oltre i



livelli coerenti con lo stress di mercato. Ma è anche vero che in quelle occasioni i problemi erano di natura più fondamentale», sottolinea Sersale. Lo strategist ricorda che le precedenti occasioni in cui un trend rialzista è stato interrotto così bruscamente hanno visto buoni recuperi nei mesi successivi. «Qui mi viene in aiuto Sentimentrader.com, che mostra come, dopo un calo del 6% da un massimo a 52 settimane, i ritorni siano stati in media positivi nelle settimane e mesi successivi. Stesso discorso per quelli che hanno seguito un balzo di oltre il 50% del Vix», dice l'esperto, che conclude: «Tali statistiche, messe insieme, sembrano indicare che con buona probabilità il minimo relativo di questa fase di mercato, se non è stato già toccato, dovrebbe esserlo entro le prossime 48 ore. A ciò dovrebbe seguire un recupero in condizioni di alta volatilità seguita da una fase positiva più tranquilla. A favore di questa view giocano i fondamentali, ancora buoni. La crescita è relativamente forte, gli utili rispettano le attese e le politiche monetarie sono ancora espansive. Ciò non impedisce correzioni come quella che stiamo vivendo, ma non pongono le premesse per l'avvento di un mercato orso». (riproduzione riservata)



GRAFICA MF-MILANO FINANZA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA