

Piazza Affari recupera quasi il 3% - Il rendimento del BTP è in discesa

Borse in rialzo dopo lo shock

Volatilità in calo, ma resta la tensione su tassi e inflazione

■ Per i mercati arriva anche il giorno della tregua, con il più classico dei rimbalzi in Europa (+2,9% per Piazza Affari e +2,1% per l'indice generale EuroStoxx 600) propiziato a sua volta dal doppio recupero di Wall Street. La violenza dei movimenti e i picchi di volatilità che si sono visti nelle ul-

time settimane non suggerisce però di abbassare certo la guardia e anzi porta gli investitori a ridisegnare la mappa dei rischi, che sono in parte mutati rispetto a quanto si poteva prevedere qualche settimana fa. Focus quindi su inflazione, debito e bolla azionaria. **Servizi e analisi** ► pagina 5

Mercati, ecco la nuova mappa del rischio

Le Borse recuperano dopo i crolli (+2,9% Piazza Affari) ma focus su inflazione, debito e bolla azionaria

Il caso Italia

Nelle turbolenze il rendimento del BTP è calato: movimento anomalo in una fase di fuga dal rischio

L'iper valutazione

Oggi le società dell'S&P 500 valgono 27 volte gli utili: il 30% in più della media storica

Maximilian Cellino
Andrea Franceschi

■ Per i mercati arriva anche il giorno della tregua, con il più classico dei rimbalzi in Europa (+2,9% per Piazza Affari e +2,1% per l'indice generale EuroStoxx 600) propiziato a sua volta dal doppio recupero di Wall Street. La violenza dei movimenti e i picchi di volatilità che si sono visti nelle ultime settimane non suggerisce però di abbassare certo la guardia e anzi porta gli investitori a ridisegnare la mappa dei rischi, che sono in parte mutati rispetto a quanto si poteva prevedere qualche settimana fa.

Il ritorno dell'inflazione

Il rischio di fondo, quello che molto probabilmente ha fatto scoccare la scintilla per dare il via a quelle svendite sui mercati azionari negli ultimi dieci giorni e che poi si sono propagate per fattori tecnici, resta legato a un'improvvisa e soprattutto più sostenuta del previsto avanzata dell'inflazione a livello globale. Parte di questa fiammata è legata al rincaro dei prezzi delle materie prime rispetto a un anno fa, e può essere considerata quindi passeggera (anche se molto evidente), ma c'è una componente ben più strutturale legata alla

crescita, che dopo molto tempo è sostenuta e sincronizzata in tutto il mondo.

È soprattutto a questa che si guarda con una certa attenzione, perché un risveglio dei prezzi potrebbe portare le Banche centrali a manovre più aggressive sui tassi, oppure ad affrettare il cammino verso la riduzione di quella liquidità che in fin dei conti ha propiziato l'avanzata dei listini negli ultimi anni e che, secondo molti, ha anche gonfiato a dismisura le valutazioni.

Per questo motivo la pubblicazione dei dati di gennaio sul mercato del lavoro Usa, con un aumento dei salari superiore alle attese, ha contribuito ad avviare il corto circuito. Va tuttavia la pena di notare che le attese degli operatori sulle future mosse della Federal Reserve non sono poi così diverse da quelle di inizio anno e che il mercato si divide ancora equamente fra chi pronostica due e chi tre strette nel corso del 2018.

La scommessa sui BTP

I riflessi di questo fenomeno sull'obbligazionario non si sono fatti attendere, ma non sono stati certo unidirezionali: sei titoli decennali di Stati Uniti e Germania si sono impennati raggiungendo

massimi pluriennali rispettivamente al 2,80% e allo 0,75%, non altrettanto si può dire per i Paesi non «core». I tassi del Bono spagnolo e del nostro BTP si sono infatti mantenuti stabili o addirittura si sono mossi in discesa ed è soprattutto il caso italiano a far drizzare le antenne agli operatori.

Con il rendimento ormai sotto il 2% lo spread nei confronti del Bund si è ridotto a 120 punti base, livelli che non si vedevano da oltre un anno. È vero che la prospettiva in Germania di un nuovo Governo Cdu-Spd molto più favorevole alla costruzione europea tende automaticamente a favorire i titoli della «periferia», ma è altrettanto evidente che pochi si aspettavano un movimento simile in una fase di avversione per il rischio e soprattutto a meno di un mese dalle elezioni: il sospetto che il mercato stia sottovalutando i pericoli neanche tanto nasco-

sti dietro al voto italiano si tocca con mano.

Il peso del debito spazzatura

Anni di politiche monetarie ultraespansive in tutto hanno reso incredibilmente conveniente il ricorso all'indebitamento. In 10 anni il controvalore del debito globale è passato da 177 a 233 trilioni di dollari secondo una recente stima dell'Iif. Ciò ha reso il mercato finanziario globale vulnerabile a possibili shock se le condizioni che hanno favorito la crescita di questo debito dovessero cambiare radicalmente. Ad esempio in caso di stretta sui tassi di interesse più rapida del previsto. I rischi riguardano da una parte il rifinanziamento di questo debito e dall'altra la stabilità del mercato finanziario globale dato che, con il crollo dei tassi, gli investitori si sono riempiti il portafoglio dei titoli più rischiosi co-



me le obbligazioni societarie ad alto rendimento o i bond dei Paesi emergenti.

Il rischio bolla azionaria

La propensione al rischio ha favorito i bond spazzatura e provocato un'impennata delle valutazioni del mercato azionario. Oggi le società dell'indice S&P 500 valgono in media 27 volte gli utili: quasi il 30% in più della media storica. Se è vero che questi prezzi scontano gli effetti positivi della riforma fiscale americana è anche vero che l'iper valutazione del mercato azionario lo rende estremamente vulnerabile a episodi inattesi come l'impennata dei tassi Usa e la risalita della volatilità.

Il risveglio della volatilità

Un ulteriore effetto delle politiche monetarie espansive è stato il crollo della volatilità dei mercati finanziari. Ma la volatilità è come un vulcano: può restare spento per anni e improvvisamente eruttare distruggendo tutto ciò che ha intorno a sé. Le turbolenze degli ultimi giorni hanno fornito solo un assaggio di quello che potrebbe succedere in caso di instabilità maggiore.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le variabili in capo



INFLAZIONE

A innescare le vendite sui listini hanno contribuito venerdì scorso i dati sul mercato del lavoro Usa, e in particolare l'aumento dei salari oltre le attese. Il timore dei mercati è che un ritorno in grande stile dell'inflazione possa portare le Banche centrali a ridurre in modo più aggressivo la liquidità presente sui mercati.

LA LIQUIDITÀ GLOBALE

20 trilioni di \$



ITALIA

Al contrario delle precedenti fasi di elevata avversione per il rischio i rendimenti dei bond dei Paesi periferici si sono ridotti rispetto ai «core». La riduzione dello spread sul Bund è stata particolarmente per il BTp di casa nostra: a un mese da un voto quantomai incerto cresce il timore che il mercato stia sottovalutando il rischio Italia.

LO SPREAD BTP BUND

120 punti



DEBITO

Anni di politiche monetarie ultraespansive hanno favorito il ricorso all'indebitamento. Una stretta sui tassi di interesse più rapida del previsto pone problemi sulla sostenibilità di questo debito e sulla stabilità dei mercati finanziari globali visto che, con il crollo dei rendimenti dei titoli di Stato, è cresciuta a dismisura l'esposizione su titoli rischiosi come i bond spazzatura

IL FARDELLO GLOBALE

233 trilioni di \$



AZIONI

Le condizioni monetarie estremamente favorevoli hanno favorito la crescita delle valutazioni del mercato azionario. Anche se i multipli scontano la crescita economica e gli stimoli fiscali di Trump l'iper valutazione delle Borse le espone a potenziali shock in caso di improvvisa impennata della volatilità

IL PREMIO DI WALL STREET

30%



VOLATILITÀ

Negli ultimi anni la volatilità è crollata ai minimi storici. Questo ha spinto gli investitori a prendersi sempre più rischi. Il crack degli ultimi giorni però dimostra che la volatilità può improvvisamente risvegliarsi con ripercussioni pesanti sui mercati e i contraccolpi rischiano di essere amplificati dal ricorso agli algoritmi nel trading

IL PICCO DEL VIX

50 punti