

13 gennaio 2021



Analisi

Perché l'euforia sulle Borse si è interrotta all'improvviso

Dopo un inizio anno sprint sui mercati azionari sono tornati nervosismo e volatilità. Preoccupa il rialzo dei tassi di titoli Usa, più veloce rispetto alle stime di inflazione.

Servizio

4min



▲ Illustrazione di Andrea Marson/Il Sole 24 Ore

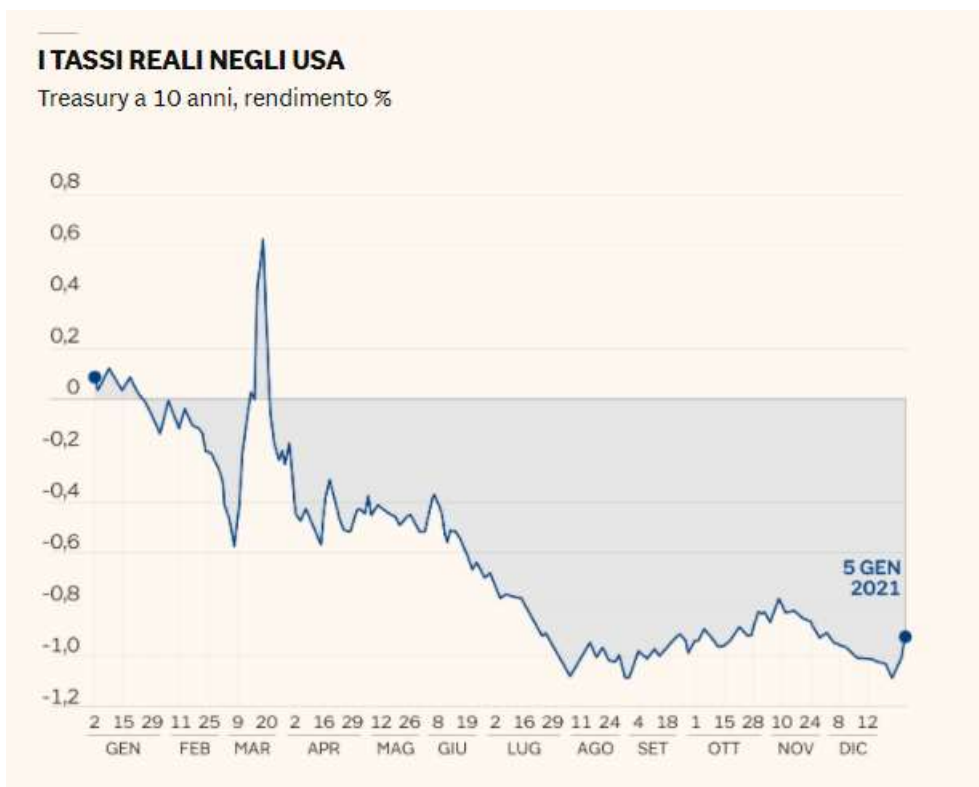
Il 2021 è appena cominciato e già i mercati finanziari hanno rivelato, in pochi giorni, due facce ben distinte. La prima, quella allegra e spensierata durata fino all'8 gennaio che ha portato Wall Street e Francoforte su nuovi massimi, Tokyo su livelli che non vedeva da 30 anni e Shanghai al top da 13 anni. La seconda, invece, esibita dall'inizio di questa settimana, è decisamente più nervosa e preoccupata. Nel mezzo la volatilità è balzata del 10%, con l'indice Vix risalito da 21 a 24 punti.

A cosa è dovuto questo deterioramento del contesto? L'inizio anno è iniziato con il paradigma ideale per qualsiasi mercato azionario, quello della reflazione. Uno scenario in cui gli investitori iniziano a scontare un rialzo dei tassi futuro, non tale però da spingere immediatamente le banche centrali ad alzare di pari passo il costo del denaro. Uno scenario di reflazione - l'ultimo risale al 2011-2012 - è solitamente accompagnato da un livello di tassi reali - calcolati sottraendo ai tassi di interesse nominali le attese di inflazione - molto bassi e comunque non crescenti. Ma la conquista del Senato Usa da parte dei democratici al termine dei ballottaggi in Georgia - i cui dati sono stati ufficializzati tra il 6 e il 7 gennaio - ha spostato gli equilibri spingendo molti investitori a modificare la view.

«Il 2021 è partito all'insegna dell'ottimismo e del “reflation trade” - spiega Antonio Cesarano, chief global strategist di Intermonte -. Ma l' “onda blu” democratica, seguita dagli scontri a Capitol Hill e dal nuovo focolaio del Covid in Cina in un'area di 10 milioni di abitanti stanno spingendo ora gli investitori verso una maggiore cautela».

Il grafico che dice tutto

La riprova arriva dal grafico che gli operatori esperti osservano tutte le mattine, ovvero la differenza tra i tassi nominali dei titoli Usa a 10 anni (Treasury) e le aspettative di inflazione scontate dal mercato obbligazionario (che si ottengono a loro volta sottraendo al rendimento dei Treasury nominali quello dei TIPS, ovvero dei Treasury inflation-protected securities, titoli agganciati all'andamento dell'inflazione). Lo spread tra tassi nominali e aspettative di inflazione esprime l'andamento dei tassi reali, il termometro su cui in questa fase più che mai le banche centrali orientano la propria politica monetaria. «Tenere bassi i tassi reali è il vero obiettivo della Fed e della Bce per alimentare gli investimenti e sostenere l'economia in questi tempi difficili causa pandemia - continua Cesarano -. Non a caso da marzo in poi i tassi reali, in reazione alle forti politiche monetarie espansive, sono scesi sottozero portandosi nella scadenza a 10 anni al minimo storico oltre quota -1%. E anche questo ha contribuito a dare un forte slancio a Borse e materie prime».



IL CONFRONTO

Rendimento nominale dei Treasury a 10 anni e le aspettative di inflazione



Creato con Datawrapper

Nelle ultime sedute però i tassi reali sono risaliti piuttosto velocemente portandosi dal -1,08% del 4 gennaio a -0,91% di ieri: quasi 20 punti base in pochi giorni. Come è potuto accadere? La risalita è dovuta al fatto che i tassi nominali dei Treasury (passati nel frattempo dallo 0,91% all'1,18%, quindi quasi 30 punti base in più) sono cresciuti più rapidamente delle aspettative di inflazione (passate dall'1,99% al 2,08%). C'è una certa logica in questo movimento ed è legata alla differente velocità con cui si muovono queste variabili.

I nuovi stimoli e i titoli di Stato

Con la vittoria dei democratici anche al Senato ora gli investitori si aspettano un piano di stimoli molto più corposo e questo impatterà subito in termini di forte aumento delle emissioni di nuovi titoli Stato. Un annuncio sui primi dettagli del piano fiscale potrebbe già arrivare domani come preannunciato da Biden che ha espressamente accennato a un piano di migliaia di miliardi. Secondo Goldman Sachs il Congresso potrebbe varare un piano di stimoli da 750 miliardi, il 3,4% del Pil degli Usa. C'è anche chi pensa che si tratti solo di una tranche di un pacchetto complessivo molto più ampio che potrebbe arrivare anche a 3mila miliardi.

«Per finanziare questi nuovi stimoli il Tesoro dovrà emettere subito più titoli di Stato e questo sta spingendo in alto i rendimenti più velocemente delle aspettative di inflazione che invece si stanno muovendo con più scetticismo, complice anche il peggioramento dei contagi e le brutte notizie che sono arrivate dalla Cina su questo fronte - conclude l'esperto di Intermonte -. Di conseguenza i tassi reali stanno risalendo e questo è fonte di preoccupazione per gli investitori azionari che hanno trovato forte linfa in tutto il 2020 proprio grazie al crollo sottozero di questi tassi. Per interrompere la risalita dei tassi reali, e di conseguenza il nervosismo delle Borse, occorrerà che anche le aspettative di inflazione crescano di pari passo, e magari anche più dell'aumento dei rendimenti dei Treasury».

Perché questo accada gli investitori attendono i prossimi dati macro e la prima stagione delle trimestrali. Nel frattempo non è da escludere che la volatilità possa restare elevata.

Il nervosismo si percepisce anche nelle stanze della Federal Reserve, dove si comincia a parlare di un ritorno alla normalità, dopo gli interventi d'emergenza. Il presidente della Fed di Atlanta, Raphael Bostic, si è detto aperto ad una discussione sul tema a fine 2021. A favore di questo percorso anche Thomas Barkin (Fed di Richmond), ma con qualche cautela in più sulla data di avvio del ripensamento.

I rendimenti dei Treasury e l'inflazione

A questo punto secondo gli addetti ai lavori non è tanto in discussione un percorso di rialzo dei rendimenti dei Treasury, perlomeno in area 1,5%, ovvero il rendimento che esprimevano prima della crisi pandemica. Il punto è capire con quale velocità questo trend avanzerà e se nel frattempo sarà compensato e smorzato da aspettative di inflazione più alte. In questo caso - quello certamente auspicato dalla Fed - i tassi reali potranno riprendere a scendere, pur in un contesto di rendimenti nominali in crescita/normalizzazione. A quel punto si potrebbero ricreare i presupposti per un clima da "reflation trade", lo stesso con cui le Borse avevano cominciato allegramente questo 2021 e che, in un batter d'occhio, hanno dovuto ora mettere in standby in attesa di capire se e quanto tutta questa liquidità e tutti questi stimoli si trasformeranno effettivamente in inflazione.