

Quattro concetti base per capire i mercati finanziari

Volatilità, politica monetaria, rendimenti e valutazioni: piccola guida al tempo della grande crisi

Giorgio Arfaras

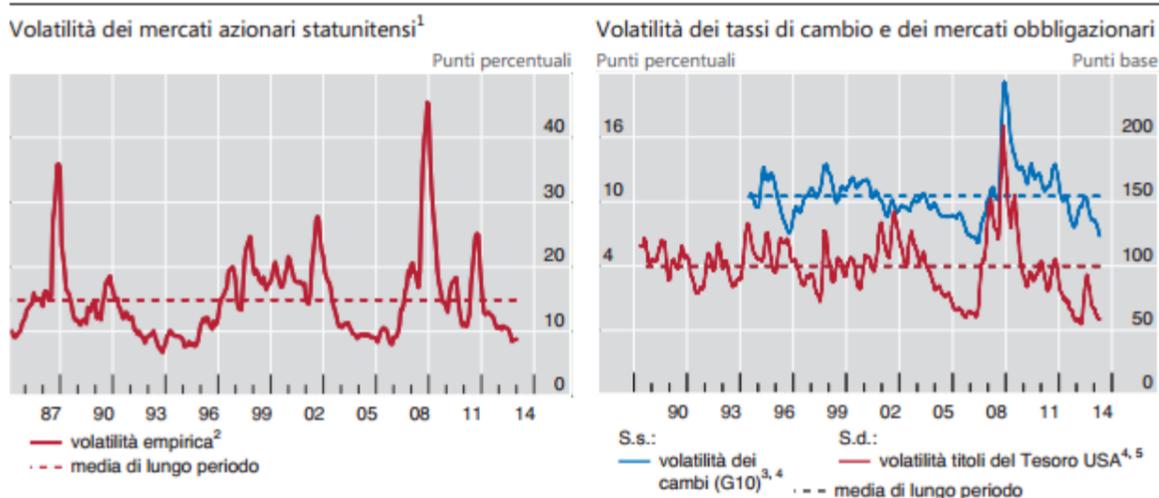
I mercati finanziari hanno negli ultimi tempi delle caratteristiche che vanno messe a fuoco. La discussione è condotta sul mercato statunitense, che, essendo il più trasparente e il più liquido, guida tutti gli altri. In breve: i mercati delle azioni sono cari, quelli delle obbligazioni pure, mentre la volatilità, che misura l'incertezza, è ai minimi storici. In due parole: i mercati non si aspettano grandi variazioni dei prezzi, mentre sono cari.

La volatilità

Incominciamo dalla volatilità. Una volatilità elevata indica che esiste un ampio ventaglio di prezzi entro il quale si muove un'attività finanziaria. Maggiore la volatilità implica maggiore dispersione delle opinioni che si hanno fra gli operatori, e viceversa. Perciò, quando la volatilità è bassa, non si ha una grande differenza di opinioni. Per questa ragione, se arriva un notizia inattesa ma importante, i prezzi possono variare molto. Nel gergo finanziario la bassa volatilità è associata a un qualcosa che potremmo definire "auto-compiacimento": si è troppo sicuri delle proprie opinioni. O meglio, si è troppo sicuri che la media delle opinioni sia nel giusto. Come mostra il grafico, la volatilità delle azioni, delle obbligazioni e dei cambi è ai minimi degli ultimi tre decenni. Da notare che - prima della crisi del 2008 - si avevano gli stessi livelli di auto compiacimento.

La volatilità delle principali categorie di attività si avvicina ai minimi storici

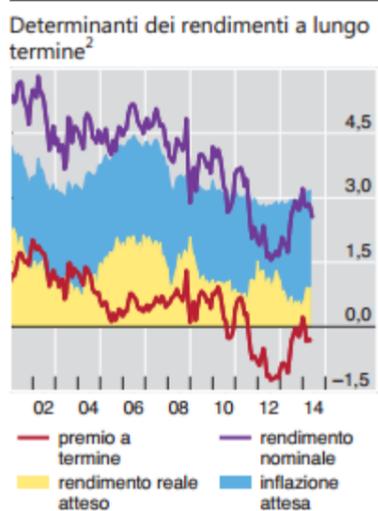
Grafico II.11



Cosa determina i rendimenti a lungo termine

Le obbligazioni hanno oggi dei prezzi che riflettono un'elevata "sicumera" intorno al futuro. La "sicumera" possiamo misurarla con il "premio a termine". Si supponga che il rendimento a dieci anni del Btp sia del 6%, mentre la somma dei rendimenti cumulati di dieci Bot con scadenza annuale sia del 5%. Il premio a termine sarà del 1%. Il premio riflette l'incertezza sul livello dei rendimenti futuri. Perciò, assente il premio, si arguisce che, secondo i mercati, il futuro sia noto. L'argomento è piuttosto contorto, perché non si conosce il rendimento che avrà il Btp fra dieci anni, ma nemmeno si conosce il rendimento dei Bot in ognuno dei dieci anni. In ogni modo, c'è chi si presta a fare questi complicati calcoli. Eccoli per gli Stati Uniti. Come si vede, il premio a termine è nullo, dopo essere stato negativo.

Grafico II.6



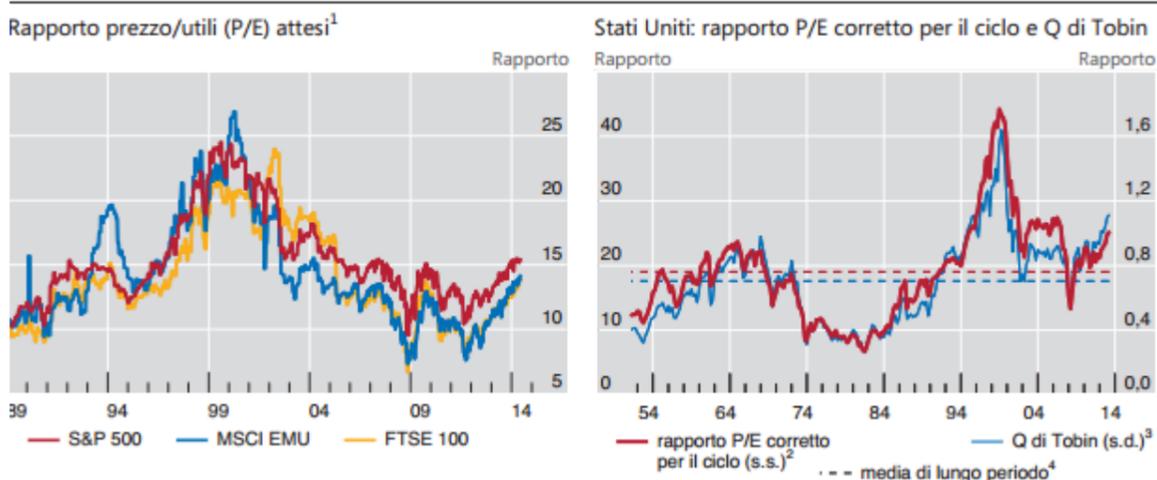
Le valutazioni azionarie

Le azioni sono care oppure a buon mercato a seconda di quanto i prezzi si rapportano agli utili: se gli utili sono pagati molte volte, oppure poche volte – il famigerato [price to earnings ratio](#) (P/E). È condivisa l'idea che il rapporto fra la capitalizzazione di borsa e gli utili delle società quotate, alla lunga, non si allontani troppo dalla media. Insomma, i figli dei giganti sono meno giganti, e i figli di nani meno nani (si tratta della famosa “regressione verso la media”).

Ci sono due misure del price to earnings ratio. Quella che mette i prezzi in rapporto agli utili attesi fra un anno, e quella che mette in rapporto i prezzi in rapporto alla media mobile degli utili degli ultimi dieci anni. In questo secondo caso, si depurano gli effetti ciclici – quando gli utili cadono troppo o salgono troppo. A sinistra trovate il primo approccio, a destra il secondo. Come si vede, le azioni sono vicine ai massimi storici – se si esclude il 2000, l'anno della “bolla”.

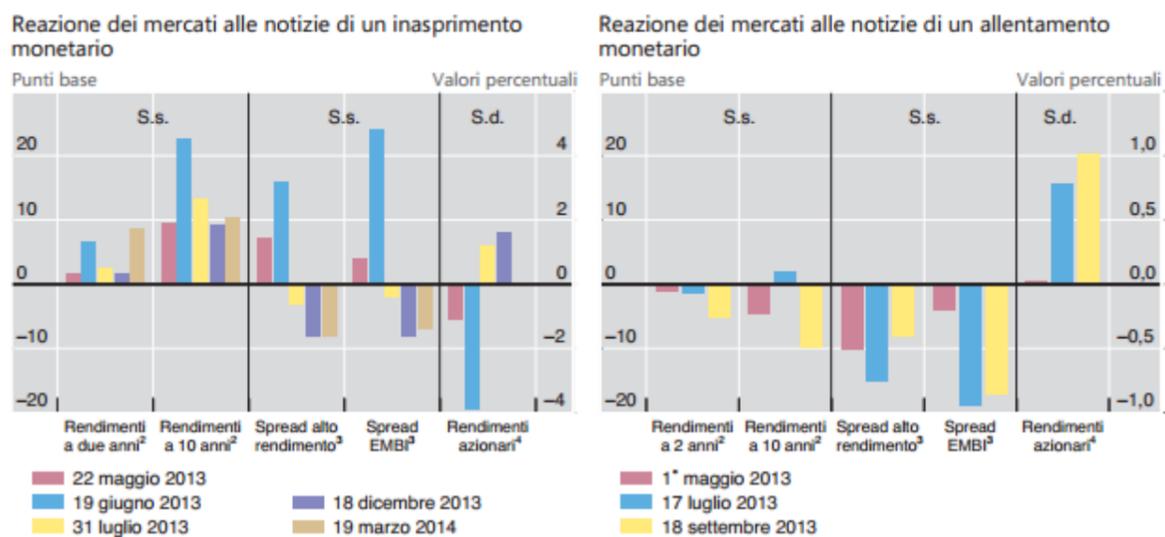
Le valutazioni azionarie aumentano mentre la volatilità e i premi al rischio calano

Grafico II.10



L'influenza della politica monetaria centrale

Insomma, riassumendo, se i mercati finanziari non si aspettano grandi variazioni dei prezzi, mentre sono cari, ci sarà un motivo. Probabilmente è la politica monetaria lasca. La banca centrale pratica dei tassi di interesse minimi (o negativi, tenendo conto dell'inflazione) e acquista obbligazioni. Questa politica spinge i mercati a “cercare il rendimento”. Lo si vede anche dal comportamento delle obbligazioni societarie di bassa qualità, e da quello delle obbligazioni dei Paesi emergenti. Per saggiare questa ipotesi, si prenda il comportamento dei mercati finanziari quando la Banca Centrale degli Stati Uniti fa intendere che la politica monetaria sarà meno lasca, e quando fa intendere che rimarrà lasca. Come si vede dal grafico, ad annunci di politiche meno lasche i mercati cadono quasi sempre, ad annunci di politiche invariate i mercati salgono quasi sempre. Il che fa sorgere il quesito: che cosa accadrà quando le politiche monetarie torneranno normali?



I grafici sono tratti da: *I mercati finanziari internazionali sotto l'incantesimo della politica monetaria*

Parole chiave:

MERCATI / VOLATILITÀ / POLITICA MONETARIA / AZIONI / BANCHE CENTRALI

Argomenti:

MERCATI