

MERCATI

Dalle azioni ai bond, dai lingotti alle crypto: è tempo di record per asset molto diversi tra loro. C'è chi può correre ancora e chi rischia di sgonfiarsi. I consigli degli esperti

POKER O BLUFF?

Btp, azioni, oro e bitcoin: quanto dureranno i 4 rally



MERCATI Borse ai massimi e spread Btp-Bund ai minimi. E poi record di oro e bitcoin. Quattro exploit che hanno motivazioni e soprattutto prospettive diverse. Che cosa può correre ancora e cosa invece può fare dietrofront? Rispondono analisti e gestori

Sono rally o bolle?

di **Marco Capponi**
ed **Elena Dal Maso**

Come nella più classica delle gare di velocità, i mercati mondiali si muovono da giorni a passo di record. Cac40 e Nasdaq Composite ai massimi storici trainati dall'euforia per l'intelligenza artificiale, assieme a bitcoin (ha toccato 70.000 dollari), oro (2.175 dollari) e al Ftse Mib tornato su livelli che non vedeva dal 2008. Quanto allo spread fra il decennale tedesco e quello italiano, il btp/bund, si è ristretto fino a 130 punti base, livello che non vedeva dal 2021, con l'effetto di far volare i prezzi. Tanto che il rendimento del decennale del Tesoro, da ottobre a oggi, è sceso dal 4,9% al 3,5%. Un quadruplice rally dunque (azioni, crypto, oro e titoli di Stato) che mal si concilia con diverse economie in frenata e con tassi ancora elevati sui quali al momento le banche centrali tardano a intervenire. Ecco perché i mercati iniziano a chiedersi: siamo in pieno rally o questi sono i sintomi di un'enorme bolla? In sintesi: ci

si trova in presenza di un poker d'assi o di un bluff? **JP Morgan contro Goldman Sachs.** Dubbio più che lecito, se persino due delle più grandi banche d'affari del mondo dissentono sul tema. Il maggior strategist sui mercati di Jp Morgan, Marko Kolanovic, sostiene che la corsa delle azioni e l'impennata di bitcoin sopra i 60.000 dollari siano un segnale importante. Secondo l'analista, questi progressi sono indicativi di un'effervescenza del mercato che di solito precede una bolla. Chris Montagu, esperto di Citi, nota sempre di più una «direzione unilaterale in Europa degli indici EuroStoxx e Dax verso il rialzo che implica un rischio elevato di prese di profitto». Sul versante opposto, David Kostin di Goldman Sachs è tra chi ritiene che la propensione al rischio dei mercati sia giustificata dal momento che le valutazioni elevate delle big tech - quelle che stanno trainando la corsa dei listini - sono supportate dai fondamentali. Chi ha ragione?

Questione di prezzo & utili. Osservando il rapporto tra prezzo di un'azione e gli utili attesi dal consenso degli analisti (p/e) nei prossimi 12 mesi, un parametro usato di solito sui mercati azionari, emerge per esempio che fra i titoli rilevanti dell'S&P 500, che stanno correndo molto anche nel 2024, ce ne sono alcuni che presentano un p/e più basso rispetto allo scorso anno e la cui crescita in borsa è dunque inferiore all'aumento delle stime sull'utile per azione atteso. In sintesi: i titoli non paiono affatto sopravvalutati. Secondo quanto calcola *Marketwatch* sui dati FactSet (al 4 marzo), ad esempio, il p/e forward del gigante dell'intelligenza artificiale, Nvidia, è di 32,4 volte contro le 50,1 volte di un anno fa, nel frattempo il titolo è salito del 262%, ma l'utile per azione è cresciuto in contemporanea del 461%. Per Marco Seveso, responsabile investimenti di Soprano sgr, l'andamento positivo delle borse «è coerente con l'andamento degli utili che, a dispetto delle attese di possibile recessione, sono cresciuti e probabilmente nel 2024 sorprenderanno al rialzo». Fattori negativi che hanno condizionato l'andamento

dei mercati negli ultimi anni, come «inflazione, rialzo dei tassi, prezzi delle commodity, tensioni geopolitiche», osserva ancora il gestore, «sembrano essere alle spalle ed è possibile assistere a una ripresa degli indicatori congiunturali sia in Europa sia in Usa».

Corsa che fa Nvidia. Il caso che più di tutti riassume il dibattito tra rally e rischio bolla è quello di Nvidia, il produttore di chip per l'intelligenza artificiale che ha sfondato il tetto dei 2.000 miliardi di dollari di capitalizzazione dopo una corsa vertiginosa, oltre il 500% in poco più di un anno. Per ora i fondamentali sembrerebbero giustificare la performance: ma questa crescita spettacolare è sul punto di fermarsi? Certamente no secondo Carlo De Luca, responsabile investimenti di Gamma Capital Markets: «Basta guardare le caratteristiche di Nvidia per capire che non c'è bolla: le altre big tech come Alphabet comprano i suoi prodotti anziché farseli in casa, sta garantendo l'autonomia produttiva degli Usa e ha una domanda altissima, anche perché la Cina sta facendo incetta di chip in vista di possibili nuove sanzioni

da Washington». Inoltre, prosegue l'esperto, «il titolo Nvidia paradossalmente è a buon mercato. Le azioni salgono, il rapporto prezzo-utili scende: è passato da 60 dello scorso aprile a 30 di ora, e questo è solo un punto di inizio».

Verso prese di beneficio. Più in generale, De Luca ritiene che non ci sia alcuna bolla. «C'è solo un mercato leggermente tirato a livello di analisi tecnica: ci potrebbe essere un periodo di prese di beneficio, ma credo che ci siano tutte le premesse per un ciclo rialzista». I Magnifici 7 del tech americano, reduci da una crescita nell'ordine del 140%, hanno guidato la corsa dei listini Usa. «Oggi le maga-cap tech sono effettivamente un po' sopravvalutate», ammette De Luca, «anche se con le prossime trimestrali si dovrebbe tornare a una situazione d'equilibrio. Oggi il p/e a un anno è pari a 28, ma al prossimo giro di bilanci dovrebbe già migliorare».

Spread al bivio. Capitolo spread: il differenziale tra Btp decennale e Bund tedesco di pari durata si è ristretto fino a 130 punti base, avviandosi ai livelli toccati con Mario Draghi alla presidenza del Consiglio. «Adesso il differenziale si trova ai livelli del 2020, ben più elevati di inizio 2021, quando era a 90 punti», spiega Michele Morra, portfolio manager di Moneyfarm, che però aggiunge: «Al contempo lo spread è allineato alla mediana storica, che considera anche i periodi di crisi. Quindi probabilmente non siamo in una bolla». Il money manager invita a considerare due fattori. Da una parte «il rischio sistemico percepito dai mercati è molto più basso rispetto al 2022: gli spread governativi sviluppati ed emergenti si sono tutti ristretti. Se l'appetito per il rischio degli investitori continuasse a essere positivo, si potrebbe assistere a un'ulteriore discesa del differenziale». Dall'altro lato il contesto di finanza pubblica italiana «è diverso dal pre-Covid: il rapporto debito/pil è salito molto, il deficit è elevato, anche se ci sono aspettative di restringimento nel 2024», sottolinea Morra.

Bitcoin, maneggiare con cura. E poi c'è il bitcoin, reduce dal nuovo massimo storico toccato in settimana a 69.200 dollari dopo l'impennata vertiginosa in atto da inizio anno, a seguito dell'approvazione negli Usa degli Etf con la criptovaluta come sottostante. Secondo Walid Koudmani, chief market analyst di Xtb, ci sono

fattori che avallano sia la tesi del rally sia quella della bolla. A giocare in favore della crypto c'è la scoperta di un valore d'uso effettivo. «Le innovazioni nella tecnologia blockchain e l'aumento delle applicazioni di finanza decentralizzata (DeFi, ndr) hanno ampliato l'utilità delle criptovalute», argomenta l'esperto. D'altro canto il prezzo del bitcoin rimane molto volatile, caratteristica spesso associata a bolle speculative. Gli analisti inoltre sono scettici sul fatto che l'attuale valutazione della crypto sia in linea con i suoi fondamentali o con la sua utilità», conclude Koudmani. Insomma, bitcoin resta un asset da maneggiare con cura.

L'assist della Fed. Filippo Diodovich, senior market strategist di IG Italia, sottolinea come gli ordini buy siano «generalizzati su diverse categorie di asset che in passato avevano correlazioni negative: equity, bond, criptovalute e oro». Secondo l'analista, la principale ragione di questo entusiasmo è legata «soprattutto alle ultime indicazioni lasciate trapelare dal presidente del Fed, Jerome Powell, su un possibile cambio di rotta in politica monetaria. Le aspettative di una riduzione del costo del denaro, probabilmente nel meeting Fomc di giugno, hanno spinto i prezzi degli asset». Sul fronte del mondo crypto, a trainare sono i forti acquisti dei fondi per i nuovi Etf sul bitcoin spot, così come le «aspettative su una prossima approvazione da parte della Sec degli Etf su ether spot, ma anche l'entusiasmo sul prossimo halving del bitcoin (a metà aprile) e il sentiment cosiddetto Fomo (fear of missing out, paura di perdere l'occasione) diffuso nei trader di criptovalute».

Oro, uno strano rally. Tuttavia Diodovich mette le mani avanti sul rally dell'oro, «meno comprensibile in termini di fondamentali. Se è vero che esiste una storica correlazione negativa tra andamento delle quotazioni del dollaro e quelle del metallo prezioso, questo comunque non basta a spiegare un movimento rialzista così forte. A comprare oro sono soprattutto banche centrali, fondi e investitori cinesi, probabilmente come assicurazione per eventuali future correzioni dei mercati». E indubbiamente, aggiunge l'esperto, «che con il passare dei giorni aumentano le probabilità che ci possa essere qualche evento che possa far scoppiare questa bolla fi-

nanziaria anomala sui mercati». Per Marco Seveso, responsabile investimenti di Soprano Sgr, il rally del metallo giallo «sembra confermare che gli operatori del mercato delle materie prime stiano già scontando uno scenario di calo dell'inflazione e taglio dei tassi d'interesse migliore di quello atteso dal mercato». Ci possiamo tuttavia attendere «uno storno qualora tali previsioni si rivelassero troppo ottimistiche», mette in guardia l'esperto. (riproduzione riservata)



LE BOLLE NELLA STORIA DEI MERCATI

Bolla	Picco	Crescita	Declino	Valutazioni raggiunte (p/e)
Mississippi Co.	1720	2955%	-95%	-
South Sea Co.	1720	707%	-89%	-
Ruggenti anni '20	1929	153%	-53%	19x
Nifty Fifty	1972	153%	-53%	54x
Oro	1980	428%	-65%	-
Lunedì Nero	1987	111%	-41%	19x
Giappone	1989	149%	-64%	67x
Dot.com	2000	192%	-73%	65x
Arabia Saudita	2006	316%	-67%	124x
Cina	2007	513%	-73%	53x
Bond sovrani	2020	+\$18,4 trilioni	-\$18,3 trilioni	-
Tech disruptors	2021	384%	-82%	-
Faang	2021	229%	-49%	60x
Criptovalute	2021	1662%	-78%	-
Magnifici 7?		139%		45x

Fonte: BofA Global Investment Strategy

Withub

MERCATI IN CORSA: RALLY O BOLLA?

BORSE

Indice	Chiusura 07-mar-24	Chiusura 30-set-22	Var% da 30-set-22
MOEX Russia Index	3.315,7	1.957,3	+69,40
FTSE MIB	33.418,7	20.648,9	+61,84
Nasdaq Comp. - Usa	16.273,4	10.575,6	+53,88
Nikkei - Tokyo	39.598,7	25.937,2	+52,67
Dax Francoforte Xetra	17.842,9	12.114,4	+47,29
Ibex 35 - Madrid	10.319,6	7.366,8	+40,08
Cac 40 - Parigi	8.016,2	5.762,3	+39,11
Dow Jones - New York	38.791,4	28.725,5	+35,04
Ftse 100 - Londra	7.692,5	6.893,8	+11,59
Shanghai Shenzhen CSI 300	3.529,7	3.804,9	-7,23

BTP 10 ANNI

Rendimento%



SPREAD BTP-BUND 10 ANNI

Punti base



ORO

Dollari/Oncia



BITCOIN

Dollari



Withub