

L'ALPHA E IL BETA

20 febbraio 2017

Bolla? Quale bolla?

Non è mai facile riconoscere una bolla finanziaria. Non ci sono alle viste segnali di indebolimento delle condizioni di fondo ma ci sono almeno tre grandi rischi cui prestare attenzione

Quelle di Vasco erano le bollicine della Coca Cola, che non denunciò il cantante per l'uso improprio del marchio una volta realizzata la pubblicità indiretta, e gratis, che poteva ottenere dalla canzone.

Per Mina erano mille, colorate di blu.

Per gli olandesi della prima metà del secolo XVII fu una soltanto, ma devastante. Una follia collettiva che portò i prezzi dei bulbi di tulipano a superare quelli delle abitazioni. I fiori non valevano nulla, erano i bulbi a nascondere la promessa di tulipani coloratissimi e di profitti facili (una specie di future botanici). Fu la prima bolla finanziaria con caratteristiche moderne.

“Le bolle non esistono” sostiene il premio Nobel Eugene Fama. Esistono eccome, risponde Robert Shiller, che ha vinto il Nobel proprio con Fama. Le bolle derivano da “una situazione in cui la notizia di un incremento di prezzo stimola l'entusiasmo degli investitori, si diffonde per contagio psicologico di persona in persona, ingigantisce storie capaci di giustificare l'incremento di prezzo”. Una sequenza micidiale che attira nuovi investitori, ansiosi di entrare non tanto per ragioni economiche ma un po' per non restare esclusi dalla festa, un po' per l'invidia del successo degli altri, un “contagio psicologico che giustifica gli incrementi di prezzo”. Attenzione però, avverte il professor Legrenzi nelle sue Lezioni de “I soldi in testa” (www.gam.com/it/insights), le dinamiche dei fenomeni sociopsicologici sono per loro stessa natura impossibili da prevedere, difficili da controllare.

Per l'Economist le bolle sono l'ingrediente spassoso nella storia dei mercati finanziari. Ma c'è poco da ridere quando si realizza troppo tardi che il prezzo del bene in cui si è investito è sostenuto solo dal precario comportamento di altri investitori, del tutto sganciato dal valore economico reale.

Per William Goetzmann le bolle finanziarie sono molto rare, “fasi di espansione che finiscono male, ma non tutte le fasi di espansione finiscono male”. Che si tratti di bolle o di anomalie, la domanda che si pongono gli investitori è in ogni caso come evitare di essere travolti dal reflusso delle onde speculative che ciclicamente si formano nei mercati.

Ci sono bolle in via di formazione, quali sono i rischi di possibili deflagrazioni? La domanda è stata formulata in una delle tavole rotonde a Consulentia 2017, l'evento annuale di ANASF celebrato a Roma la settimana scorsa.



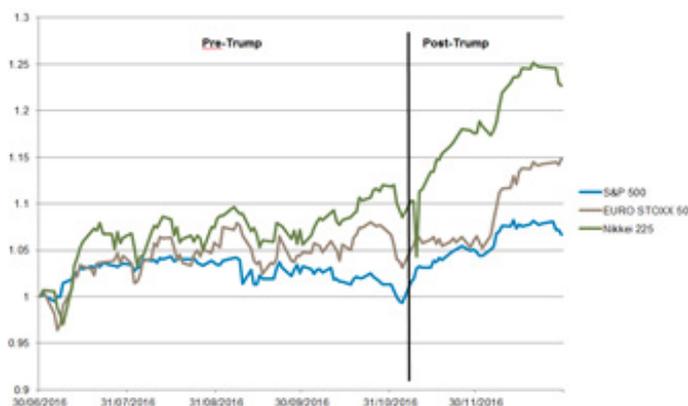
Roma, Consulentia 2017. Fonte Anasf

Nel corso del 2016 i mercati hanno dimostrato olimpica indifferenza agli accadimenti, anche i più sorprendenti, della politica. Dall'elezione di Trump la borsa americana è salita del 9%, gli indici hanno festeggiato nuovi massimi.

La ragione è che più delle sorprese politiche “poté il digiuno” da dati economici positivi. Nel corso del 2016 la crescita ha preso vigore, i principali “leading indicator” del manifatturiero si sono fatti sempre più sostenibili, accelerando negli ultimi mesi dell’anno.

Non è solo la borsa americana ad aver alzato le bandiere sui pennoni, anche l’indice mondiale delle borse (MSCI World Index) ha registrato nuovi massimi. Appena dodici mesi fa i timori sulla Cina avevano scatenato il panico, oggi la stabilizzazione dell’economia cinese ha favorito la ripresa delle materie prime e delle economie emergenti dell’area asiatica, le recessioni di Russia e Brasile mostrano segni di miglioramento, il Fondo Monetario ha rivisto da 3,1% a 3,4% le stime di crescita globale. Sul lato mercati, gli analisti hanno aggiustato al rialzo le stime degli utili societari, il taglio delle tasse e gli investimenti in infrastrutture promesse dalla nuova amministrazione americana sono ulteriore vento nelle vele.

Torna l’inflazione, per ora dovuta soprattutto al costo dell’energia, le politiche monetarie restano accomodanti e in ogni caso attente a non compromettere la qualità della ripresa. Uno scenario destinato a proseguire nel 2017, oppure politica e mercati torneranno alla “old norm” della reciproca influenza? Dobbiamo cominciare ad aver paura dell’esplosione di una nuova bolla?



Continua l'euforia posttrumpiana. Fonte: Bloomberg, GAM

Secondo Jeremy Grantham “la borsa americana non è nella condizione di bolla neppure lontanamente, è improbabile che finisca col ‘botto’, come generalmente accade con le bolle”. Ma nello stesso tempo il mago del mercato mette in guardia dai tradizionali meccanismi di ‘mean reversion’, di ritorno alla media, non privi di dolorose conseguenze.

Allo sviluppo melodico dell’economia fanno da contrappunto le dissonanze della politica. Non è detto che l’indifferenza del 2016 si ripeta nel 2017. Entra nell’equazione anche il livello delle valutazioni. L’indice del rapporto prezzi/utili corretto per il ciclo economico e l’inflazione (CAPE, Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio) è a 28,7, molto al di sopra della media storica di 16,7.

Peccato però che le valutazioni non aiutino a riconoscere né una bolla né un punto di inversione. Greenspan parlò di esuberanza irrazionale nel dicembre 1996, nessuno se ne diede per inteso. Almeno per i successivi quattro anni il presidente della Fed ebbe torto, dando così a Shiller tempo sufficiente per pubblicare nel 2000 il suo “Esuberanza irrazionale”.

Non è mai facile riconoscere una bolla finanziaria.

Dati economici convincenti e crescita degli utili continueranno a sostenere i listini, ha senso continuare a prendere vantaggio del momentum. Le azioni sono aidate dal movimento dei tassi e dalle valutazioni relative. Nel lungo termine i rendimenti nelle economie avanzate tendono a convergere verso la crescita nominale del PIL ma al momento sono ancora al di sotto dei tassi nominali di crescita economica, dobbiamo attenderci ulteriori aggiustamenti nel prossimo futuro.

Il rischio è il motore della performance, le scelte direzionali sono quelle che premiano, non ci sono alle viste segnali di indebolimento o di cambiamento delle condizioni di fondo. Ciò nonostante ci sono almeno tre grandi rischi che suggeriscono di confermare la preferenza alle azioni e agli asset rischiosi nella parte satellite del portafoglio, costruendo la parte “core” con criteri di anti-fragilità (vedi L’Alpha e il Beta del 9.1.2017 e del 13.2.2017):

1. l’accelerazione dell’inflazione negli Stati Uniti costringerebbe la Federal Reserve a correre per riportarsi “davanti alla curva”, un movimento che potrebbe innescare un sell-off e un brusco irripidimento della struttura per scadenze; tassi più alti delle attese correggerebbero al ribasso i multipli azionari;
2. se il flusso di dati economici positivi dovesse indebolirsi (inefficiente allocazione del capitale, misure protezionistiche, allentamento delle norme nel sistema finanziario ...), è facile prevedere il ritorno alla vecchia regola dell’incertezza politica che porta volatilità ai mercati;
3. gli squilibri della Cina. La leadership cinese governa con mano salda economia e valuta, per presentarsi nel modo migliore al Congresso del Partito nel prossimo autunno. La conferma di Xi Jinping è scontata ma sono molti i membri dell’Ufficio politico e del Comitato che andranno sostituiti. Il rischio è nel livello di debito raggiunto nel settore privato e nella fuoriuscita di capitali.

“Le bolle speculative non terminano come un racconto, un romanzo o un’opera teatrale, non c’è uno scioglimento finale che riconduce tutti i fili di una narrazione verso una conclusione a effetto. Nel mondo reale, non sappiamo mai quando una storia è finita” scrive Robert Shiller.



La squadra GAM Italia a Consulentia 2017



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.