

ESUBERANZA IRRAZIONALE, O NO?

“I mercati possono rimanere irrazionali più a lungo di quanto tu possa rimanere solvente”; il celebre monito di Keynes sembra una risposta alla altrettanto celebre espressione di Alan Greenspan di un quarto di secolo fa, quando mise in guardia dalla esuberanza irrazionale dei mercati.

Ventiquattro anni fa esatti, il 5 dicembre 1996, il presidente della Federal Reserve Alan Greenspan interveniva a un convegno dell'American Enterprise Institute a Washington e poneva una domanda che sarebbe diventata storica:

“Come facciamo a sapere quando l'esuberanza irrazionale avrà fatto lievitare indebitamente i prezzi, cosa che diviene soggetta a contrazioni prolungate e inaspettate, come nel caso del Giappone nel decennio scorso?”.

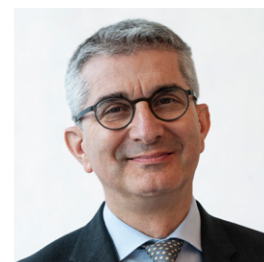
Parole pesanti di un banchiere centrale “pesante”, il giorno dopo l'indice Dow Jones registrò una prevedibile correzione di oltre 1%.

Ma fu una reazione effimera, i mercati digerirono con facilità l'allarme di Greenspan e l'irrazionale esuberanza continuò per altri tre anni, sufficienti per far quasi raddoppiare il valore del Dow Jones.

Quattro anni dopo, il premio Nobel Robert Shiller utilizzò l'espressione di Greenspan per titolare un suo fortunato libro.

Siamo tornati alle condizioni del 1996? Quasi un quarto di secolo dopo, i mercati azionari sembrano correre con una esuberanza apparentemente inspiegabile. “I mercati sono diventati troppo caldi da maneggiare” scrive il Financial Times, l'entusiasmo è così pervasivo che nel mese di novembre pressoché tutte le principali piattaforme di trading on line americane hanno avuto dei black-out causati dall'eccesso di ordini rispetto alla capacità dei server.

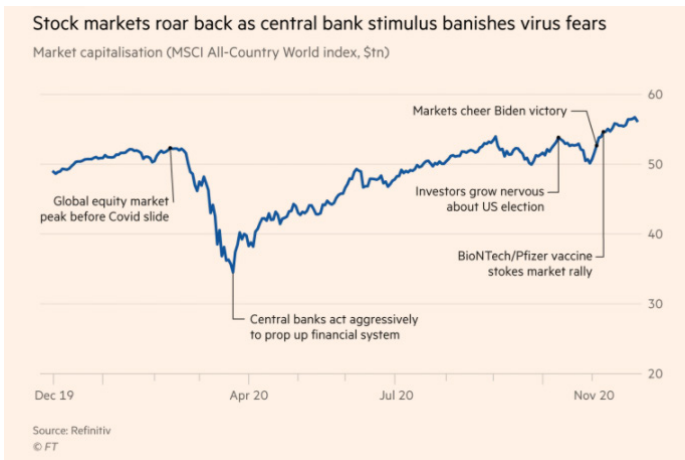
Non sono stati solo i singoli risparmiatori o i trader i protagonisti di questa lunga e sorprendente corsa avviata in marzo, l'esercito del trade è stato accompagnato dai grandi investitori istituzionali che, con la notizia del vaccino, tornano a guardare con occhio diverso le compagnie aeree, gli alberghi, il turismo, l'energia, settori che beneficeranno del cambiamento di prospettiva.



Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.



L'edizione italiana del libro di Robert Shiller “Euforia irrazionale”, Il Mulino 2000



Fonte: FT, Refinitiv

Nel suo Tractatus, Ludwig Wittgenstein scrive che “nel mondo tutto è come è, e tutto avviene come avviene; non v'è in esso alcun valore, né, se vi fosse, avrebbe un valore”. Se il mondo è la totalità dei fatti, proviamo ad adattare il concetto del filosofo austriaco alla prosaicità immanente dei mercati finanziari, dove i fatti vanno considerati come essi sono e non come noi vorremmo fossero.

I fatti che abbiamo davanti agli occhi sono prezzi e valutazioni di borsa ai massimi storici. Si può ben parlare di esuberanza irrazionale in un anno funestato dalla pandemia che ha causato oltre un milione e mezzo di morti in tutto il mondo, piagato da terribili sofferenze umane e sociali e da enormi costi economici. Ma questi sono i prezzi e le valutazioni con cui dobbiamo fare i conti, lo sforzo di spiegare come invece dovrebbero essere sotto certe condizioni sarebbero energie e tempo mal spesi.

Come scriveva un asset manager qualche anno fa, “il mercato accetta qualsiasi livello di valutazioni che favorisca l'equilibrio tra coloro che vogliono entrare e coloro che vogliono invece uscire”.

Uno dei personaggi che animavano una popolare trasmissione notturna di Renzo Arbore di molti anni fa non avrebbe potuto dirlo meglio: finché coloro che vogliono comprare saranno più numerosi di coloro che vogliono vendere, i prezzi continueranno a salire. Il disequilibrio si manifesterà quando si invertirà il rapporto.

Questo è un aspetto centrale: l'analisi dei mercati finanziari è così diversa dalle altre discipline perché gli operatori fondano le proprie decisioni sulla base dei prezzi ma le decisioni stesse concorrono a modificare i prezzi!

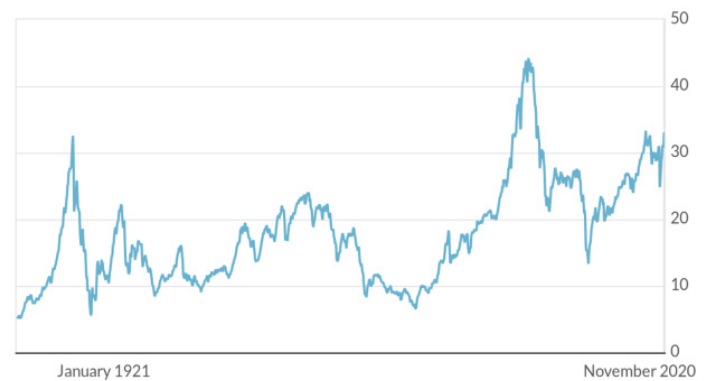
Una metrica largamente impiegata per valutare le condizioni dei mercati è l'Indice CAPE, messo a punto dallo stesso Robert Shiller con l'economista di Harvard John Campbell. L'indicatore (Cyclically Adjusted Price to Earnings) rappresenta il rapporto Price Earning di un indice di borsa calcolato nella media dei dieci anni, in questo modo restituisce valori depurati dagli effetti volatili dei cicli economici nel breve termine. Quando il CAPE è alto, i rendimenti azionari di lungo termine tendono a essere più bassi nei successivi dieci anni e, ovviamente, accade l'opposto quando i valori dell'indice sono bassi.

Dopo lo shock del marzo scorso, il livello del CAPE ha recuperato e superato i livelli pre-crisi Covid-19 raggiungendo il valore di 33.

“Quota Trenta” è stata superata in passato solo due volte, alla fine degli anni Venti e all'inizio degli anni 2000.

Illusion of exuberance?

Cyclically adjusted S&P 500 price-to-earnings ratio



Source: Robert Shiller via Haver Analytics

In relazione agli attuali rendimenti obbligazionari le azioni restano interessanti, sostiene Robert Shiller. Fonte: Robert Shiller via Haver Analytics, MarketWatch.

Sappiamo bene che “questa volta è diverso” sono le parole più pericolose nella gestione di asset finanziari eppure questa volta forse è un po' diverso. Beninteso, nessun indice ha in sé valori predittivi, l'anno tragico e bizzarro che sta per finire è qui a ricordarlo, ma le condizioni dei mercati sono oggettivamente diverse, lo stesso Robert Shiller esita a parlare di esuberanza irrazionale in questo contesto.

Da una parte i comportamenti degli operatori sono condizionati dai bias cognitivi, sono “sostanzialmente guidati dalla psicologia e dalle narrazioni” scrive Shiller, dall'altra gioca un ruolo decisivo il livello dei rendimenti e dei tassi.

Il vaccino che cambia radicalmente le prospettive e l'effetto FOMO, Fear of Missing Out, ovvero la paura di restare fuori dalla festa, sono le due potenti narrazioni che spiegano parte delle ragioni dell'esuberanza dei listini.



Fonte: FT, Refinitiv

L'altra parte di quelle ragioni è spiegata dal livello dei tassi, principale ingrediente di qualsiasi modello di valutazione: se i tassi scendono, scende il tasso di sconto e, conseguenza lineare, salgono i prezzi delle azioni (ceteris paribus, come si dice nei modelli economici, cioè se tutte le altre condizioni non cambiano).

Ecco perché è così importante il ruolo delle banche centrali e perché sono così attese e soppesate le parole dei loro presidenti: il presupposto di politiche monetarie ultra-accomodanti per ancora un po' di tempo costituisce il fondamento finanziario della preferenza per le azioni.

Ne è convinto lo stesso Robert Shiller che, impiegando anche altre metriche, crede nella "attrattiva delle azioni, soprattutto tenendo conto del probabile protrarsi nel tempo dei bassi tassi di interesse ... alla fine i rendimenti saliranno, e le valutazioni azionarie dovranno a loro volta adeguarsi ma, in questo momento, nonostante i rischi e gli elevati valori del CAPE, le valutazioni dei mercati azionari possono non sembrare così assurde come alcuni ritengono".

I mercati correggeranno, certo, l'attrazione della gravità, che per un indice significa il ritorno alla media, è una forza naturale, non sappiamo però né quando né come i mercati correggeranno.

Per il momento le narrazioni prevalenti sono quelle delle prospettive aperte dal vaccino anti-Covid19, dalla vigile e premurosa presenza delle banche centrali (appuntamento a metà dicembre con le ultime riunioni dell'anno della BCE e della Fed), dal nuovo pacchetto di stimoli all'economia americana sempre più vicino.

L'indifferenza con cui nel 1996 i mercati reagirono all'invito alla cautela di uno dei più autorevoli banchieri centrali stabilisce un esempio plastico del vecchio monito di Keynes, non solo uno dei più influenti economisti del Novecento ma, dopo qualche costosa lezione sul mercato dei cambi (vedi L'Alpha e il Beta del 4 agosto 2014), anche un diavolo di investitore:

"I mercati possono stare irrazionali più a lungo di quanto tu possa restare solvente".

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.