

# BOLLE DI SAPONE, BOLLE DI MERCATO

I mercati sono in una bolla? Sembrerebbe di sì, se si guardano i principali indicatori di Wall Street ma, come sempre, la realtà è sempre più complessa di come appare e le risposte corrette esigono maggiore attenzione e studio

E' uno dei dialoghi cult nella storia del cinema, prima la puntualizzazione della pronuncia del cognome, "si pronuncia Frankenstein", poi la conclusione surreale di Igor, "quale gobba?". Naturalmente siamo dalle parti del capolavoro di Mel Brooks, Frankenstein Junior.



Gene Wilder e Marty Feldman in "Frankenstein Junior", 1974

Pochi giorni fa il New York Times sembrava richiamare quella stessa domanda, "quale bolla?", formulandola in modo più elegante, "quando un mercato 'toro' diventa una bolla?".

Esattamente dodici mesi fa il mercato azionario si lasciava alle spalle "i dieci giorni che sconvolsero il mondo" (L'Alpha e il Beta del 8.3.2021) e cominciava la corsa verso nuovi record a dispetto di una situazione globale drammatica e di un crollo nell'attività economica mai visto in tempi di pace. Il settimanale The Economist metteva in copertina il "pericoloso divario" tra Wall Street e Main Street, tra l'economia di carta e l'economia del bullone e della lamiera.

Dal 23 marzo 2020 lo S&P 500 è salito di circa il 75%, alcuni titoli del settore tecnologico hanno registrato performance a tre cifre, stellari quelle delle criptovalute: l'unica risposta possibile alla domanda dell'autorevole quotidiano sembra solo una, un granitico "sì, siamo in una bolla".

Ma il quesito posto dal giornale è più sottile, chiede quale sia il momento in cui una fase di crescita dei prezzi si trasforma in una bolla pronta a deflagrare e allora la risposta è tutt'altro che granitica, esige semmai un supplemento di attenzione.

Le "bolle" sono uno dei fenomeni più antichi e controversi nella storia dei mercati finanziari, un fenomeno tutto sommato raro ma dai forti effetti distruttivi. In "Manias, Panics and Crashes: an History of Financial Crises", Charles Kindleberger annota che nella storia moderna gli episodi di grandi bolle speculative sono una decina, pochi ma talmente disruptivi che si ricordano ancora oggi: la follia per i bulbi di tulipani nel 1637, i disastri della South Sea Company nella Londra del 1720 o, più recentemente, le bolle delle società "dot.com" nel 2000 e del mercato immobiliare americano nel 2007.

In poche settimane i prezzi dei bulbi dei tulipani crollarono di oltre il 95%, dai massimi del mese di agosto i titoli della Compagnia dei Mari del Sud persero in pochi mesi circa l'80% e il Martedì Nero dell'ottobre 1929 travolse un decennio di euforia. La bolla immobiliare del 2007 venne alimentata da tassi bassi, credito facile, ingegneria finanziaria e, come sempre, aspettative autorealizzanti.



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



Verhoeven Twins "Bolle di sapone". Fonte: Il giornale degli orologi.



Man Ray (1890-1976) "Ce qui manque à nous tous", pipa in ceramica e bolla di vetro, 1935. Fonte: "Bolle di sapone. Forme dell'utopia tra vanitas, arte e scienza", Galleria Nazionale dell'Umbria, giugno 2019.

Episodi tra loro diversissimi eppure con caratteristiche simili: l'eccesso di entusiasmo in prezzi destinati solo a crescere e, scrive Kindleberger, l'irruzione di un cambiamento radicale che si fa innesco dell'entusiasmo: la novità dei bulbi di tulipani importati dalla Turchia, le fiorenti prospettive del commercio con le colonie spagnole nell'America del Sud, l'innovazione finanziaria e la "sconfitta del rischio" nel 2007. Il crollo della South Sea Company travolse moltissimi londinesi tra i quali anche Sir Isaac Newton che esclamò "posso calcolare il moto dei corpi celesti ma non la follia degli uomini". Il povero Irving Fisher è ricordato più per quella sfortunata frase sul "permanente altopiano" dei prezzi pronunciata due settimane prima del crollo del 1929, che per il suo considerevole lavoro sui tassi di interesse.

Lo stesso Alan Greenspan si sbilanciò a dire che "l'utilizzo di una sempre maggiore varietà di strumenti derivati e le relative applicazioni di approcci sempre più sofisticati nel misurare e gestire il rischio sono fattori decisivi a sostegno della sempre maggior resilienza delle nostre principali istituzioni finanziarie ... i derivati consentono lo spacchettamento dei rischi". Era il 2005 e sappiamo come andò a finire, appena due anni dopo, "lo spacchettamento del rischio".

Riconoscere le bolle è difficile e ancor più difficile, e costoso, è mettersi contro il mercato qualora si ravvedano forti incongruenze nei prezzi, il mercato "può rimanere irrazionale più a lungo di quanto tu possa rimanere solvente" ammonisce Keynes, lui stesso vittima di investimenti fatti sulla base dei fondamentali e spazzati via dalla volatilità irrazionale dei mercati (ne parla L'Alpha e il Beta del 4.8.2014 "John Maynard, diavolo di un investitore").

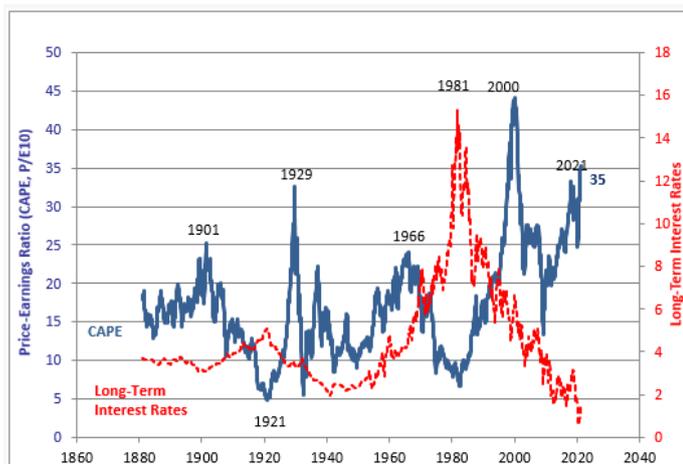
Si misero contro il mercato gli investitori "che fecero l'impresa", i protagonisti del libro "The Big Short" di Lewis. Avevano ritenuto insostenibile il mercato dei subprime, accumularono posizioni "corte" in direzione opposta a quella prevalente ed ebbero ragione. Ma due ricercatori, in un paper uscito poche settimane fa, hanno analizzato in profondità quell'episodio e dimostrato come i rischi di quell'operazione siano stati sensibilmente maggiori di quanto comunemente riconosciuto. Non bastava riconoscere l'eccesso nei prezzi o l'euforia nel settore immobiliare, le variabili in gioco erano numerose e la Grande Scommessa è stata soprattutto un colpo fortunato, un "Goldilocks trade", come lo definiscono Aaron Brown e Richard Dewey nelle conclusioni dello studio.

Greenspan parlò di esuberanza irrazionale nel 1996 e, nel 2015, tornò a mettere in guardia dalla bolla nel reddito fisso. Il fatto è che oggi lo scenario non è semplicemente diverso, è completamente inedito, ogni ansa del fiume della storia riserva novità o condizioni mai viste prima. La Cina, le enormi potenzialità della tecnologia, le politiche monetarie e le condizioni della liquidità, il debito e l'inflazione, il Convitato di Pietra di questo decennio che torna sulla scena per ora in modo transitorio, tutto contribuisce ad aumentare la complessità e il numero dei possibili esiti, qualsiasi tentativo di scrutare il passato per cercare indizi utili a decifrare il futuro è inutile.

E allora, tornando alla domanda del New York Times, siamo in una bolla?

In termini squisitamente semantici, si può parlare con certezza di una bolla dei prezzi solo dopo la sua deflagrazione. La semantica, evidentemente, non è di nessun aiuto, almeno non qui e non ai nostri scopi. Ma non aiutano neppure i principali indicatori di Wall Street perché, per quanto "tirati", ad esempio il cosiddetto "Indicatore di Buffett" o il rapporto Prezzi Utili Forward, si oppongono altrettanto buoni argomenti a confutazione.

Il professor Robert Shiller, tra i pochi a mettere in guardia dagli eccessi del mercato immobiliare nel 2007, è oggi cauto sulle capacità predittive del suo indicatore che depura il rapporto prezzi utili dalla ciclicità. Il CAPE è su valori storicamente alti ma, parimenti, i tassi sono su livelli storicamente bassi. Basterà il passaggio dalla condizione di ultra-bassi a bassi per rendere meno interessanti le azioni?



Fonte: Robert Shiller website.

Proviamo ad avvicinarci da un'altra strada, riconoscere ad esempio che non è sufficiente la condizione di sopravvalutazione dei corsi per gridare alla bolla speculativa e semmai, riconoscere che solo alcuni settori e titoli sono sopravvalutati, sia in rapporto ai loro fondamentali che ai consueti ratio finanziari. "Bolle singole", potremmo dire.

John D. Turner della Queen's University di Belfast, co-autore con William Quinn di "Boom and Bust: A Global History of Financial Bubbles", preferisce la similitudine dell'incendio a quella della bolla. Per trasformare una fiamma in un incendio devastante occorre la combinazione di materiale infiammabile, calore e ossigeno. Se manca uno solo dei tre elementi e il fuoco si può sopprimere, il pericolo scongiurare. Per i due autori sono necessari tre elementi anche per alimentare una bolla e in questo momento sono tutti presenti:

1. facile accesso al trading: le piattaforme di trading online, quasi senza costi, consentono di operare anche durante la fila da Starbucks;
2. facile accesso al credito: il livello dei tassi è tutt'altro che un ostacolo al finanziamento;
3. ampia platea di operatori: le moltitudini dei Redditer e dei Robinhooder sono il calore che completa il "triangolo del fuoco" di Turner e Quinn.

Manca l'innesco, quella che Turner definisce la scintilla che fa esplodere la bolla e che per Kindleberger è l'intervento del "cambiamento radicale", il fattore ignoto.

Potrebbe essere un cambio nelle politiche fiscali dei governi, o in quelle monetarie delle banche centrali (anzi, "della" banca centrale, la Fed). La scintilla potrebbe anche nascondersi in una qualsiasi novità tecnologica come fu ad esempio "l'elettrificazione che contribuì al boom degli anni Venti", una società di trading in difficoltà, una nave messa di traverso in un canale o, meglio, le dispute sul controllo di un canale ancora più importante, quei sei chilometri di mare che separano Taiwan dalla città cinese di Xiamen.



Pieter Cornelisz van Slingelandt (1640-1691)  
"Le bolle di sapone" 1661 (Galleria degli Uffizi, Firenze)

L'evidenza storica ripresa da Turner e Quinn mostra che il più delle volte le bolle sono relative a pochi settori: fu così per la bolla dei bulbi di tulipani, molti si rovinarono ma non condizionò la vita economica delle Province Unite, come si chiamava l'Olanda al tempo. Fu così anche nel 1824-25, quando la bolla fece deflagrare i prezzi delle compagnie minerarie attive nell'America Latina quotate a Londra. Nel 1999, se ricalcoliamo l'indice togliendo il settore tecnologico, la performance dello S&P 500 sarebbe poco più del 5%.

"La situazione di oggi non è molto diversa" annotava mesi fa il notista finanziario del Wall Street Journal che, tenendo conto del peso sugli indici dei giganti del tech, ha ricalcolato lo S&P 500 attribuendo ugual peso a tutti i settori. Ne risulta un mercato non economico ma neppure troppo tirato. Il fuoco è circoscritto ad alcune aree, qualche nome della tecnologia, titoli quotati di recente, società attive nelle energie alternative.

Ma se è vero che le bolle sono il più delle volte confinate in parti del mercato, è altrettanto vero che l'effetto domino travolge il mercato intero che, oggi, si trova in una condizione di "fase tarda" del ciclo. Per John Authers di Bloomberg la fase "bullish" è infatti molto più vecchia di dodici mesi, quanto accaduto nel febbraio del 2020 è stato solo una correzione violenta del ciclo avviato nel 2009.



Indice S&P 500. Fonte Bloomberg.

L'indeterminatezza però è ineliminabile e allora non è così importante saper riconoscere il momento in cui un mercato da "bullish" si trasforma in "bubblish", operazione che anche Ray Dalio definisce problematica ("timing tops and bottoms is precarious"), è più importante accettare l'ineludibilità di queste fasi e comportarsi in modo adeguato.

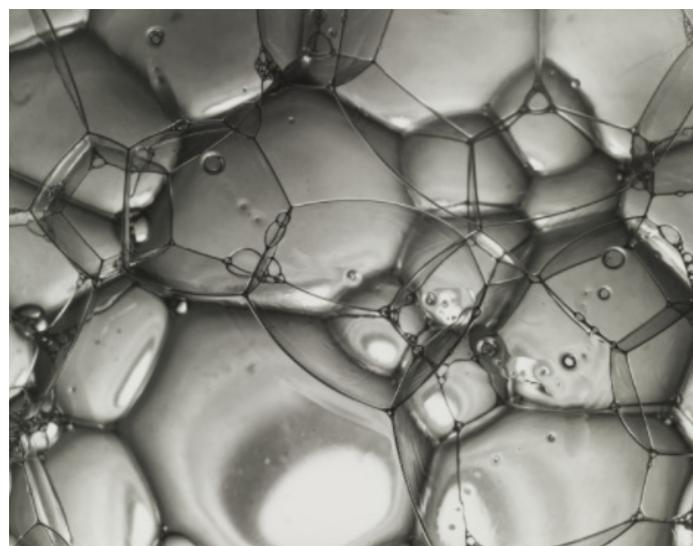
Come ha più volte ricordato il professor Legrenzi, non esistono portafogli invulnerabili alle oscillazioni dei prezzi, esistono però portafogli che diventano anti-vulnerabili quando piuttosto che cercare di evitare i bruschi, ma ineludibili, movimenti del mercato si preparano all'incendio predisponendo opportune barriere tagliafuoco.

Indici Globali	Valutazioni			Utili attesi					
	P/E	mediana P/E 2007-21	Pctile val. 2007-21	Crescita utili 2021	Crescita utili 2022	Var. 3m utili a 1y	Var. 1m utili a 1y	% da max 2021	
SPX Index	S&P500	21,7	15,3	95,8	24,2%	15,2%	7,4%	2,2%	0,0%
CCMP Index	Nasdaq	30,5	19,5	95,1	30,7%	20,3%	9,2%	1,1%	0,0%
RTY Index	Russell 2000	32,7	22,1	94,1	178,7%	32,3%	15,9%	3,9%	0,0%
DAX Index	Dax	15,7	12,3	97,0	32,9%	14,1%	7,4%	2,8%	-0,1%
CAC Index	Cac	17,9	13,2	96,7	61,3%	17,6%	9,6%	2,2%	0,0%
FTSEMIB Index	FtseMIB	13,5	11,8	78,3	80,7%	20,4%	16,3%	4,5%	0,0%
IBEX Index	Ibex	17,6	11,8	97,0	92,0%	33,8%	11,3%	1,2%	-0,1%
SXXP Index	DJ Eurostoxx600	17,3	13,4	95,8	38,9%	15,3%	8,5%	2,0%	0,0%
UKX Index	FTSE100	14,1	12,5	71,6	49,1%	15,4%	10,3%	3,6%	0,0%
NKY Index	Nikkei	21,6	16,2	91,5	22,9%	4,8%	10,6%	4,4%	0,0%
IBOV Index	Bovespa	11,0	11,3	41,5	280,8%	4,9%	16,0%	5,9%	0,0%
MXEF Index	MSCI Emerging	15,1	11,5	98,0	30,6%	15,7%	5,7%	0,8%	0,0%
HSI Index	Hang Seng	14,4	11,0	88,5	4,0%	13,6%	-8,5%	-12,3%	-13,3%
SENSEX Index	Sensex IN	22,8	15,9	98,9	-1,2%	34,1%	4,5%	-0,2%	-1,8%
SHSZ300 Index	Shanghai Shenzen	14,4	12,4	74,9	27,7%	5,9%	4,2%	1,8%	0,0%

Valutazioni molto elevate, ma la dinamica degli utili può aiutare

Crescita utili intensa nel biennio 2021/22. Recupero completo dei livelli preCovid previsto in alcuni mercati (USA e ME). L'incognita virus è però ancora presente.

Valutazioni care, utili in recupero. Dati al 19 marzo, Fonte: GAM Italia, Bloomberg.



Berenice Abbott, "Soap Bubbles" 1946. Fonte: moma.org.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://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.

La prima e più importante barriera "tagliafuoco" dei portafogli è, senza sorpresa, la diversificazione. Che il portafoglio debba essere diversificato è strano, tra poco lo si leggerà anche sulle etichette dell'acqua minerale, ma altro è l'operazione naif di mettere nel portafoglio un po' di questo e un po' di quello, altro è l'allocazione delle classi di attivo secondo i criteri della decorrelazione, esercizio che richiede competenze e intelligenza.

Un'altra barriera tagliafuoco è un posizionamento "barbell", pesi distribuiti alle estremità, come nel bilanciario utilizzato nel sollevamento pesi: da una parte l'esposizione con attività rischiose al beta di mercato, alla direzionalità, dall'altra l'opportuno posizionamento su strategie a protezione, alternative, multi-asset a bassa volatilità. La valutazione di queste ultime strategie è più complessa rispetto alla scelta dei beta di mercato, è un banco di prova della valenza del selezionatore.

Per celebrare anche noi Dante, a pochi giorni dalle celebrazioni ufficiali, potremmo riprendere il verso del secondo Canto dell'Inferno, "qui si parrà la tua nobilitate". Natalino Sapegno lo commenta così "qui avranno campo di mostrarsi, se ci sono davvero, tutte quelle doti di intelligenza, di sapienza artistica, di verità, che il poeta non più esordiente ritiene di possedere".

Nel nostro caso l'esortazione è rivolta non al poeta ma ai gestori di portafogli multi-asset e ai consulenti finanziari, pianificatori di soluzioni orientate al lungo termine. La sfida è il valore aggiunto nella ricerca e definizione della diversificazione efficace.