15 ottobre 2016 10:37

# Euforia Irrazionale. Alti e bassi di borsa

di Corrado Festa

Si dice che il file Excel con i dati storici del Cyclically Adjusted Price Earnings ratio [1] sia il file più scaricato di Internet. Vero o no, questo testimonia la grande popolarità acquisita da questo indice, presentato nelle prime pagine di Euforia Irrazionale [2], l'ormai classico libro di Robert Shiller, pubblicato nel 2000, con una seconda edizione del 2005 ed una terza pubblicata lo scorso anno.
La storia delle edizioni è rilevante. Il libro fu pubblicato la prima volta nel 2000: nel momento in cui i livelli di borsa erano sui valori massimi della fase di crescita iniziata nel 1982 Shiller affermava che il mercato si trovava in una situazione di bolla speculativa. Nella seconda edizione del 2005, nel pieno del boom dei mutui e delle case negli USA ed in molti altri paesi, l'affermazione fu ripetuta per il mercato immobiliare, al quale fu dedicato un apposito capitolo. In entrambi i casi sappiamo come è andata a finire.
Questo può forse ora apparire scontato (se ora vi sembra naturale che i prezzi delle borse nel 2000 o delle case nel 2007 si siano all'improvviso sgonfiati, probabilmente state incappando nell' ***hindsight bias***: a posteriori tutti pensiamo di aver sempre saputo qual era l'opinione giusta o cosa sarebbe in effetti avvenuto relativamente a qualcosa: si potrebbe quasi sintetizzare dicendo che siamo tutti convinti di avere sempre avuto ragione), ma al momento non lo era affatto. Shiller racconta che quando presentava in conferenze le sue idee, prima dello scoppio della bolla azionaria, veniva ascoltato con grande attenzione, ma senza alcuna approvazione. Non hai abbastanza autorità, gli fu più volte fatto capire, per farci cambiare idea rispetto alle opinioni di tutto il resto dell'ambiente finanziario.
Si può dire, leggendo il libro, che le reazioni degli ascoltatori fossero parte del ***meccanismo di feed-back***, una delle due componenti essenziali di una bolla speculativa. Aspettative ottimistiche sono confermate dall'andamento del mercato, generando ulteriori aspettative, commenti, opinioni autorevoli ed intersecandosi con temi, trend e speranze latenti magari da tempo (***fattori precipitanti***: seconda componente della bolla) ma che all'improvviso sembrano confermarsi l'uno con l'altro, dando vita ad una o più storie dominanti nella pubblica opinione; tra le quali spicca tipicamente quella di una "***nuova era***". Esaminando le principali fasi di espansione speculativa della borsa USA, Shiller mostra come durante ognuna di esse, determinati eventi abbiano generato nel pubblico l'opinione di vivere appunto l'inizio di una nuova era, foriera di ricchezza e di guadagni di borsa praticamente illimitati.
A fine anni '90 fu l'avvio di Internet a generare la convinzione che i tradizionali parametri per la determinazione del valore delle azioni (tipicamente, il rapporto prezzo / utili) fossero saltati, superati dalle fantastiche capacità di generazione di valore da parte liberate della nuova tecnologia informatica.
· Chi vi scrive ricorda vividamente di avere vissuto, in ambiente bancario, questa atmosfera di grande ottimismo, con discussioni quotidiane sulla crescita dei principali titoli: si percepiva spesso l'opinione che l'investimento azionario, e non il lavoro, fosse di lì in avanti da considerare la maggiore fonte di reddito, la principale funzione del lavoro essendo quasi diventata quella di finanziare l'acquisto di azioni.
Tornando ad Euforia Irrazionale, ne abbiamo già evidenziato un evidente pregio, la capacità di abbinare in una trattazione coerente l'analisi quantitativa con quella psicologico – sociale:
· Il rapporto prezzo / utili è noto a chiunque si occupi di investimenti azionari. Shiller lo perfeziona, neutralizzando gli effetti dell'inflazione e del ciclo economico, e lo usa in modo esemplarmente chiaro. Il grafico che mostra l'andamento storico del CAPE per l'indice S&P 500 (un esempio dei vantaggi che ottiene chi è in grado di separare il *segnale* dal *rumore*) è ormai conosciutissimo, e serve all'Autore per inquadrare in modo efficace il picco dei valori di borsa degli anni '90 rispetto a valori storici di riferimento.
· L'Autore riprende nel libro una sua precedente analisi che mostra come la volatilità del mercato azionario non trovi riscontro nell'andamento degli utili successivamente realizzati. Secondo la ***Efficient Market Theory***, il prezzo di un'azione riflette in modo ottimale le aspettative sugli utili futuri. Shiller mostra che in realtà l'andamento dei

dividendi è molto più regolare di quello dei prezzi azionari, la cui volatilità non può essere spiegata senza tener conto di altri fattori, specificamente quelli psicologici.
· Queste importanti analisi quantitative sono contenute in un libro la cui parte più corposa è però rappresentata dalla teoria sulla formazione delle bolle speculative. L'idea fondamentale del libro infatti è che i cambiamenti di mercato, più che dai fondamentali azionari (i profitti generati dalle aziende le cui azioni sono quotate in borsa) sono principalmente determinati da quello che pensa la gente, dalle "***storie***" che ognuno di noi si racconta nel momento in cui deve prendere una decisione.
· Trend di medio – lungo termine (politici, economici o culturali) che giocano a favore dell'investimento azionario possono restare a lungo inosservati, ma quando ad essi si aggiungono fasi favorevoli di borsa, ecco che si può innescare un meccanismo di feed-back, che amplifica i rialzi azionari e li rafforza, fino a portarli a livelli non più collegati con i fondamentali economici, ma in linea con ciò che a quel punto è diventato credenza comune ed è sulla bocca di tutti, spesso riassumibile nel concetto di "nuova era" che porta con sé la speranza di grandi e veloci guadagni e (fenomeno tipicamente rivelatore di una situazione di bolla speculativa) il timore di restarne fuori
· ***Fattori Precipitanti + Feed-Back = Bolla Speculativa***; è questo un concetto cardine del libro, diversi capitoli del quale delineano una vera teoria delle bolle speculative, con la descrizione dei fattori precipitanti per la bolla del Nuovo Millennio (l'Autore ne individua 12 principali, dal baby boom, allo sviluppo dei fondi comuni, al maggior valore assegnato al successo negli affari) e la descrizione dettagliata del ruolo giocato dai media e dalla teoria della Nuova Era
Con Euforia Irrazionale Shiller fu quindi uno dei pochi ad anticipare non una, ma due bolle speculative, dando prova del valore dalla Behavioral Economics, in grado di formulare corrette previsioni di fenomeni economici analizzando in modo coerente fattori economico-finanziari, sociali, politici e culturali; ed evidenziando che i valori del mercato azionario sono oggetto di una variabilità che va ben oltre quanto spiegabile in base alla teoria del Mercato Efficiente.
La lettura del libro è molto utile per il risparmiatore anche per altri motivi. Euforia Irrazionale offre infatti una efficace sintesi dell'andamento storico del mercato azionario e molti elementi (diremmo quasi, categorie di analisi) per valutare e soprattutto individuare autonomamente le dinamiche che influenzano i trend di mercato.
Dando in più anche una concreta unità di misura: così come se andate al mercato è importante saper valutare il prezzo della frutta, se investite in azioni è importante saperne valutare il livello delle quotazioni. Il ***Cyclically Adjusted Price Learning*** (detto anche CAPE o Shiller p/e) rappresenta proprio la misura disponibile per valutare, al di là delle tante informazioni e previsioni che ogni giorno possiamo leggere ovunque, qual è il livello attuale delle quotazioni, rispetto alle medie storiche di un mercato o rispetto ad altri mercati (altri paesi, altri settori industriali). È intuitivo (ma non per questo di applicazione scontata) che comprare un bene quando il suo prezzo è basso sia più conveniente che comprarlo quando il prezzo è elevato. Il libro mostra infatti che il rapporto prezzo /utili ha un buon valore predittivo dei successivi rendimenti di lungo termine; non rappresenta quindi solamente un segnale di allarme per anticipare le bolle speculative, ma un utile strumento di orientamento per le decisioni [3].
La più recente edizione del libro (2015, non ancora disponibile in italiano) tratta la situazione attuale, con il livello molto basso dei rendimenti obbligazionari e la domanda ricorrente: ci troviamo di fronte ad una nuova bolla? Anche qui Shiller tiene ferma l'opinione che le fluttuazioni di mercato sono dovute principalmente a ciò che il pubblico pensa: quali sono le ***storie*** attualmente nella mente delle persone, che determinano livelli così bassi per l'inflazione ed i rendimenti obbligazionari? Prima di tutto timore per l'effetto congiunto della globalizzazione e della tecnologia digitale. Che ne sarà del mio lavoro? Ed ancor di più, che lavoro potranno avere i miei figli tra 30 anni? Da qui nascono propensione a risparmiare per un futuro incerto, contrazione dei consumi, stagnazione. A ciò va aggiunto l'insicurezza derivante da maggiori diseguaglianze nei redditi e da una minore protezione generalmente offerta dai Welfare pubblici. Questa volta però Shiller non se la sente di predire lo scoppio di una bolla: nota infatti che il mercato dei titoli di stato ed obbligazionari è stato storicamente molto stabile, molto più del mercato azionario. Conto che sia nel giusto e noto che in questo modo sfugge alla trappola in cui cadono molti esperti che, diventati famosi per una certa previsione, si sentono obbligati a ripetere poi sempre previsioni dello stesso segno.

***Euforia Irrazionale. Alti e bassi di borsa***
***(titolo originale dell'opera: Irrational Exuberance)***
· Autore: Robert J. Shiller
· Edizione italiana a cura di: A. Pontieri
· Editore: Il Mulino
· Seconda edizione, anno: 2009 (disponibile in inglese la terza edizione, anno: 2015)

[1] Il file è disponibile alla home page dell'Autore presso l'Università di Yale (http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm)
Il CAPE (Cyclically Adjusted Price / Earning) rappresenta il rapporto prezzo / utili, con due particolarità relative al calcolo degli utili: 1) si considerano gli utili medi di un'azienda degli ultimi 10 anni (di qui la definizione di rapporto prezzo /utili "corretto per il ciclo"); 2) gli utili sono calcolati al netto dell'effetto dell'inflazione. Il numeratore del rapporto è costituito dal prezzo, quindi dalla quotazione dell'azione.
[2] Sul sito ufficiale del libro (http://irrationalexuberance.com/main.html?src=%2F) molte altre utili fonti di informazione
[3] Chi è interessato può scrivermi per ricevere l'indicazione di fonti di informazione sul CAPE