EUFORIA DI MERCATO: PARALLELISMO 1920 E 2020

#macromarkets

Maggio 2022

INDICE

INTRODUZIONE	**3**
UNO SGUARDO AI RUGGENTI ANNI '20	**4**
RAZZISMO E BLACK LIVES MATTER	**6**
PASSIONE PER I MERCATI	**8**
EUFORIA IRRAZIONALE	**10**
CONCLUSIONE	**15**
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	**16**

Autori:

Cretì Matteo

Massimo Alessandra

Raimondi Alessia

INTRODUZIONE

Separati da cento anni di storia, 1920 e 2020 custodiscono alcune delle più grandi innovazioni che hanno cambiato profondamente il mondo e la vita dell'uomo. Oggi viviamo in un mondo estremamente veloce e dinamico, globalizzato ed interconnesso, un mondo che può cambiare letteralmente da un giorno all'altro e dove l'innovazione è ormai all'ordine del giorno. Il mondo non potrebbe essere più diverso da quello che era un secolo fa. È mai possibile che vi siano ancora elementi comuni dopo così tanto tempo? Analizzando attentamente a livello socioeconomico i ruggenti anni 20 e il mondo in cui viviamo oggi, colpito da una pandemia e all'inizio di una nuova guerra, troviamo molte più similitudini di quello che si potrebbe pensare.

Immaginando i "roaring 20s" pensiamo immediatamente al jazz, all'energia, al dinamismo, alla crescita economica e allo sviluppo industriale, al lusso, allo svago e alla spinta verso la modernità. Ma gli anni 20 del secolo scorso sono ricordati anche per il proibizionismo, per la Grande depressione e il crollo di Wall Street del 1929 con il martedì e il giovedì nero.

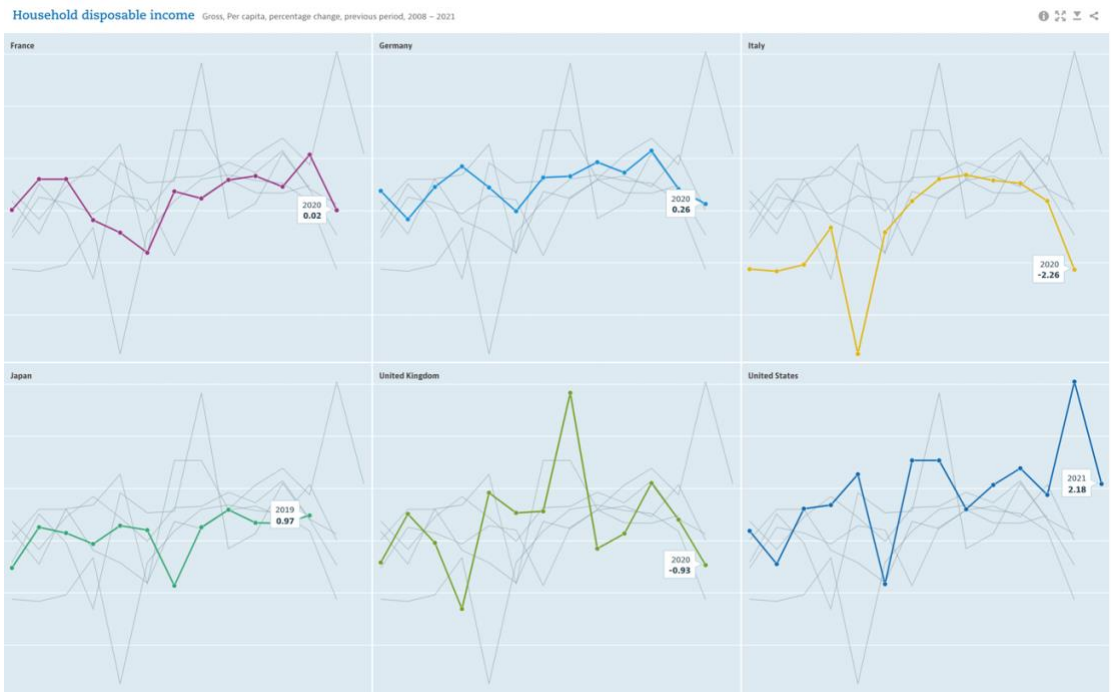
Il dinamismo della vita moderna si riversava, però, anche sui mercati, al tempo così come oggi. Le fluttuazioni di un titolo sui mercati finanziari sono spesso legate ai risultati conseguiti dalla società o ad eventi straordinari che possono impattare sulla stessa. Tuttavia, questi non sono gli unici fattori che guidano il prezzo di un titolo. Sui mercati, infatti, intervengono altri driver quali, ad esempio, emozioni, paure ed euforia che possono sfociare in movimenti di prezzo che non dipendono da alcun dato.

UNO SGUARDO AI RUGGENTI ANNI ‘20

Gli anni 20, infatti, furono anni di forti contraddizioni: nonostante l’estrema positività e benessere di alcuni, altri continuarono a vivere in situazioni di gravissimo disagio. Infatti, a dimostrazione di questo ricordiamo che al tempo vi era una forte disuguaglianza nella distribuzione dei redditi.

Negli Stati Uniti la ricchezza e il lusso di alcuni erano supportati dalla povertà e dalla fatica di altri: la qualità della vita, le condizioni di lavoro e i salari peggiorarono notevolmente in molti settori dell’economia, come quello agricolo, tessile, estrattivo e delle costruzioni, che impiegavano grosse fette di popolazione. Il 10% più ricco della popolazione deteneva circa il 40% della ricchezza nazionale, mentre il 10% più povero non raggiungeva neanche il 2%. Ovviamente, questa distribuzione iniqua ha interessato principalmente certi gruppi della popolazione, ad esempio gli afroamericani, alimentando tensioni e discriminazione razziale.

Questa polarizzazione dei redditi si ritrova anche oggi. In generale, si riscontra una riduzione del reddito delle famiglie in vari paesi, come dimostrato dal grafico che mostra l’andamento del reddito di cui dispongono le famiglie dal 2008 al 2021.



Fonte: OECD data

Il reddito delle famiglie più ricche è l'unico che ha presentato un trend di crescita costante negli ultimi decenni. Nel 2018, il 5% delle famiglie più ricche deteneva oltre il 20% della quota di reddito disponibile. In seguito, la pandemia ha peggiorato le condizioni di vita di alcuni gruppi che già versavano in condizioni precarie a causa delle precedenti crisi economiche, aumentando il rischio di povertà e confermando e ampliando la disuguaglianza reddituale.

Anche in Italia riscontriamo una situazione analoga: le famiglie che si collocano nella parte più bassa della distribuzione del reddito da lavoro risultavano le più colpite dalla pandemia e dal conseguente lockdown in quanto sono impiegate principalmente in settori per i quali non era possibile lo svolgimento dell'attività da remoto; per certe famiglie questo ha significato non ricevere alcun reddito da lavoro.

RAZZISMO E BLACK LIVES MATTER

Effettuando sempre un parallelismo tra gli anni Venti del Novecento e quelli attuali, relativamente ai fattori esogeni che hanno riversato e stanno riversando le proprie conseguenze sui mercati finanziari, non possiamo non prendere in considerazione il tema relativo al razzismo, con il recente slogan "black lives matter". Le disuguaglianze sul piano socioeconomico presenti cent'anni fa, consistenti in un minor reddito per le persone nere, in condizioni di vita mediamente più precarie e in una minor considerazione sul piano sociale e in ambito lavorativo, hanno lasciato nel corso degli anni i loro strascichi e hanno contribuito a riprodurre queste differenze sia sul piano finanziario, con una maggior difficoltà nell'accesso al credito, sia relativamente alla situazione patrimoniale e reddituale, con una significativa ricchezza media detenuta dai soggetti neri rispetto quelli bianchi. Il terremoto firmato "black lives matter", scatenatosi nel 2020, ha riportato a galla e sulla bocca di tanti questi divari. A tal proposito sono state diverse le istituzioni finanziarie, in particolare molti hedge funds, a mobilitarsi sulla questione. L'ultimo a scendere in campo è stato la Rokos capital management, promettendo che la sua società avrebbe contribuito usando parte dei propri fondi per combattere le ingiustizie. Tuttavia, l'ondata di proteste aveva già investito la finanza: Morgan Stanley e Wells Fargo si sono impegnate ad aumentare la percentuale di manager neri. Goldman Sachs sta lavorando ad una maggior formazione interna contro i pregiudizi. JPMorgan Chase ha ampliato programmi di mentoring e ha adottato una politica di rescissione dei rapporti con in clienti che hanno comportamenti razzisti con i dipendenti della banca. Ancora, Bank of America ha annunciato un programma di investimenti da un miliardo di dollari contro le discriminazioni raziali negli Usa.

L'interesse è quindi presente, ma gli sforzi non sono, ad ora, sufficienti. Nonostante gli studi dimostrino che l'uguaglianza razziale sul posto di lavoro sia correlata a performance migliori, il settore dei servizi finanziari sembra essere ancora indietro nel cammino verso la lotta alle discriminazioni. Un'analisi di Wk Kellogg Foundation e McKinsey evidenzia una percentuale di lavoratori di colore all'entry level del 40%, per poi tale percentuale crollare salendo verso ruoli dirigenziali più elevati. I fattori che determinano questi dati sono principalmente due, quali la velocità con cui i dipendenti lasciano l'azienda e la velocità con cui vengono promossi. Generalmente, infatti, i tassi di abbandono che

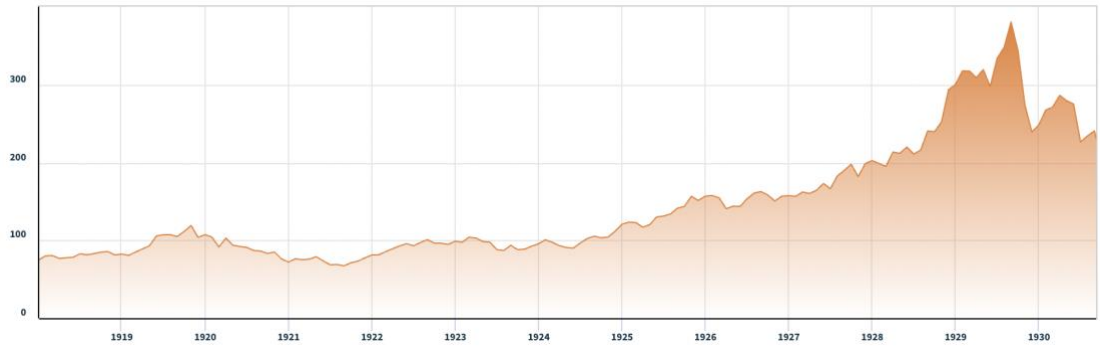
riguardano le persone di colore sono maggiori. Considerando le posizioni entry level, un dipendente di colore ha 1,4 di probabilità in più di lasciare una società rispetto un lavoratore bianco. Abbandono che, secondo le ricerche, sarebbe dovuto ad altri due fattori. Il 75% dei dipendenti di colore al di sopra delle occupazioni entry level dichiara di sentirsi "solo", vale a dire di trovarsi spesso ad essere l'unica persona nel suo ambiente lavorativo con la propria provenienza. Inoltre, non mancano episodi di aggressioni razziali che contribuiscono ad aumentare la maggiore probabilità di lasciare una società per i lavoratori di colore. Per quanto riguarda invece i tassi di promozione all'interno di una realtà lavorativa, secondo i ricercatori, dipendenti di colore hanno circa la metà delle probabilità di essere promossi nelle posizioni di maggior rilievo. Complessivamente il 40% dei lavoratori di colore ritiene che la propria origine razziale abbia reso più complicato ricevere una promozione o un aumento della propria retribuzione.

PASSIONE PER I MERCATI

In quegli anni, inoltre, nacque la passione per gli investimenti e la borsa. Fino alla Prima Guerra Mondiale, la maggior parte degli americani che erano in grado di risparmiare sceglievano di conservare i propri soldi in conti di risparmio. Gli investimenti in titoli interessavano solamente una stretta cerchia di ricchi che generalmente decidevano di investire nelle ferrovie, servizi pubblici o entità governative. Con lo scoppio della guerra il governo americano decise di emettere i cosiddetti Victory Bonds e i Liberty Bonds per finanziare l'impegno bellico che trovò grandissimo riscontro da parte della classe media. Da quel momento si sviluppò un interesse crescente per la borsa che ebbe il suo apice proprio negli anni successivi.

Al contempo, data la richiesta da parte degli investitori, anche le imprese cominciarono ad emettere titoli e a raccogliere capitali sul mercato per finanziare il proprio fabbisogno, riducendo la propria dipendenza dalle banche commerciali, che fino ad allora costituivano l'unico canale al quale rivolgersi.

Il mercato era dunque in forte crescita, come dimostrato dall'andamento del Dow Jones rappresentato nel grafico: durante gli anni 20 ha segnato una continua crescita, con un'accelerazione negli anni immediatamente antecedenti alla crisi del 29, quando supera il valore di 350 per poi avere un crollo.



Fonte: Nasdaq data

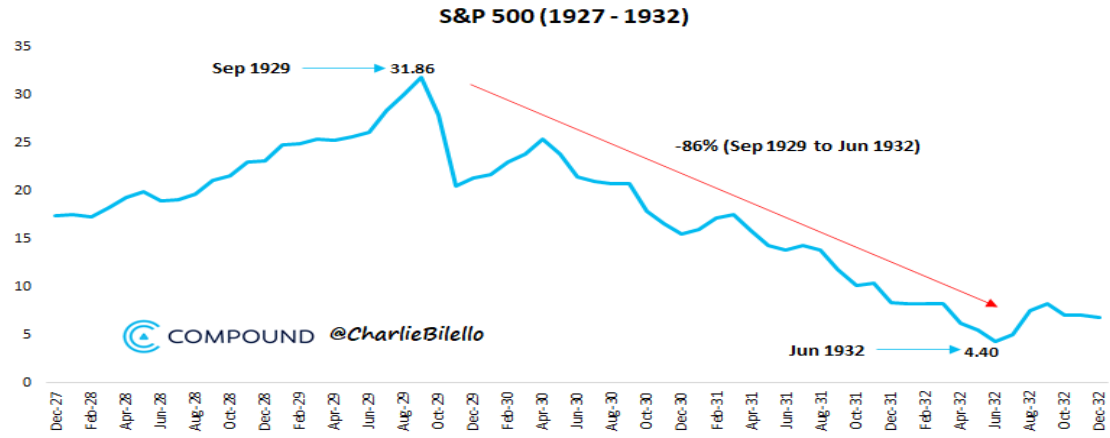
Il successo delle azioni fu in parte dovuto anche alla tassazione: veniva applicato lo stesso tasso indipendentemente dall'entità dei profitti. Questo rese vantaggioso investire in azioni piuttosto che in obbligazioni con interesse fisso.

Un altro fattore che ha inciso pesantemente negli ultimi anni sull'andamento dei mercati finanziari e che ha generato euforia sugli stessi, ma sul quale non è possibile effettuare un raffronto con gli anni Venti del Novecento, è l'avvento della pandemia da Covid-19 e il relativo lockdown. La situazione inaspettata che ha colto molti di sorpresa, cambiando radicalmente la vita e la quotidianità di ognuno di noi, ha portato diversi soggetti a riversarsi sui mercati finanziari, improvvisando strategie e tecniche che in diversi casi non si sono rivelate profittevoli. Questa situazione è stata causata dal fatto che molte persone chiuse in casa hanno deciso di investire in borsa ciò che non potevano spendere, e le app di trading online, soprattutto quelle con commissioni nulle o molto basse, sono state prese d'assalto attirando nuovi clienti. Secondo i dati di SimilarWeb, l'app di Robinhood è stata scaricata addirittura 3 milioni di volte nel gennaio 2020. Ancora, possiamo ritenere che l'aumento della presenza di piccoli investitori sui mercati, nel periodo del lockdown, sia stato dovuto ad una crescente preoccupazione manifestatasi in più soggetti in relazione al proprio reddito futuro, oppure a causa della discesa dei prezzi dei titoli, che ha favorito lo shopping borsistico.

Il bollettino della Consob, relativo al primo anno e mezzo di pandemia, ha evidenziato una riduzione del 10% della capitalizzazione contestualmente ad un'impennata delle attività di trading. A segnalare il maggior aumento per quanto concerne i volumi degli scambi sono stati i titoli azionari e i derivati azionari, rispettivamente cresciuti del 23,5% e dell'8,8%. Si è anche affermata la preferenza degli investitori per le attività più liquide e si è gradualmente ridotta la fuga degli investitori verso i titoli di Stato, che aveva caratterizzato la prima parte del 2021. In generale è stata riscontrata nei risparmiatori una netta preferenza per la liquidità, con una crescita verificatasi anche nell'erogazione del servizio di gestione patrimoniale.

EUFORIA IRRAZIONALE

Un altro aspetto interessante da analizzare è il valore assunto dal CAPE ratio, ovvero il rapporto tra il prezzo di un titolo e l'utile della società che viene utilizzato per indicare se la sua attività è sopravvalutata o sottovalutata. Si tratta di un'estensione del tradizionale rapporto prezzo/utili che, in questo caso, monitora un periodo di dieci anni per tenere conto delle variazioni della redditività dovute ai cicli economici. Nel febbraio del 2021 questo rapporto ha superato quota 39, segnalando valutazioni azionarie negli Stati Uniti piuttosto elevate. Tanto elevate che, risalendo fino al 1871, un CAPE ratio che ha superato il valore di 39, prima di febbraio 2021, lo si è visto unicamente nel settembre del 1929, nel marzo del 1998 e nel gennaio del 2001.



Fonte: Charlie Bilello Compound

Il raggiungimento di questi livelli da parte di questo indicatore ha spesso portato a conseguenze piuttosto evidenti sui mercati finanziari. Nel settembre del 1929 infatti, una volta il CAPE ratio superata la quota di 39, l'S&P500 ha raggiunto nello stesso mese il suo massimo generazionale, prima di crollare negli anni successivi di oltre l'86%, prima di toccare il fondo nel giugno del 1932.

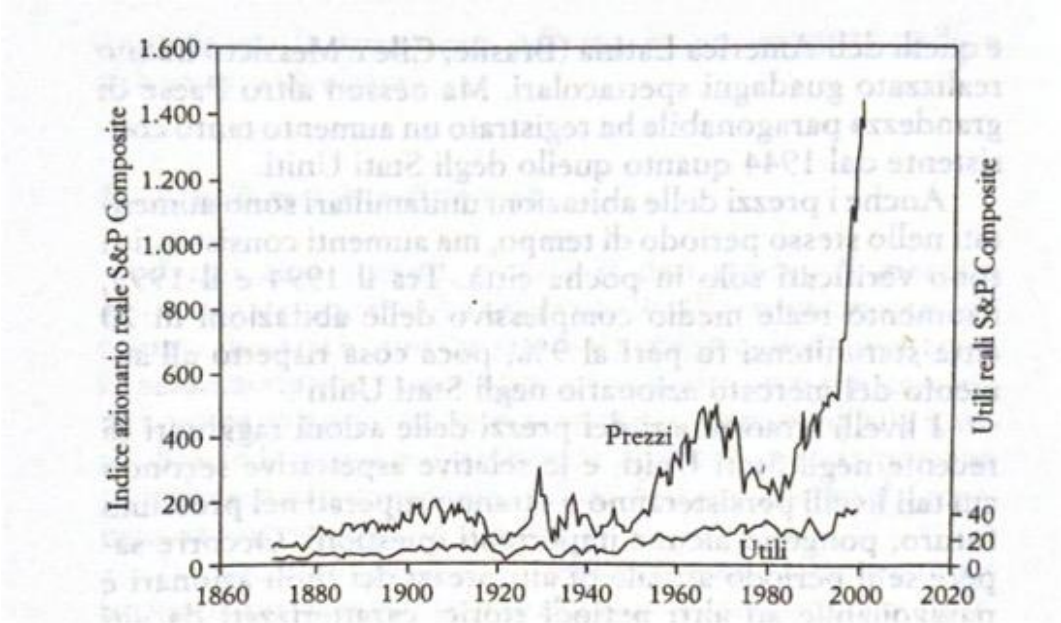
Il termine euforia irrazionale è stato coniato per la prima volta da Alan Greenspan, Presidente del Federal Reserve Board, nel dicembre 1996 per descrivere il comportamento degli investitori in quel periodo. La citazione di questo nuovo termine fece scattare una precipitazione dei mercati azionari in tutto il mondo perché, secondo alcuni studiosi, fu un segno premonitore della successiva adozione di una politica

monetaria restrittiva da parte della Banca Centrale Americana. Robert J. Shiller, premio Nobel per l'economia nel 2013, invece ritenne che questa caduta dei listini azionari fosse dovuta alla preoccupazione che effettivamente il forte aumento dei prezzi dei titoli azionari alla fine del secolo scorso fosse legato a fattori della psicologia di mercato.

Prendendo a riferimento i dati esposti da Robert J. Shiller nel suo libro "Euforia irrazionale" è possibile individuare il contesto economico e finanziario che portò alla famosa dichiarazione del Presidente A. Greenspan.

Il mercato azionario raggiunse livelli estremamente alti negli anni che precederono il nuovo millennio, con il Dow Jones industrial Average che nel 1994 fu pari a 3.600bp e nel 1999 raggiunse gli 11.000bp e allo stesso modo anche l'indice S&P 500 fu quasi triplicato nello stesso arco temporale. Nonostante ciò, questo incremento non ebbe un riscontro in egual misura sui dati economici: negli Stati uniti d'America il reddito pro capite e il prodotto interno lordo crebbero meno del 30% e circa metà di questo aumento fu legato all'inflazione, gli utili aziendali (come vedremo successivamente) realizzarono un incremento di meno del 60% e anche per il prezzo delle abitazioni l'aumento reale fu in media del 9% in 10 città statunitensi. Valori che non giustificano ad una prima occhiata un aumento così considerevole dei prezzi azionari.

Shiller ha messo in evidenza la mancanza di una base economica per la crescita dei valori azionari attraverso il rapporto tra prezzi azionari e profitti reali delle società prendendo i dati storici relativi al valore reale mensile dello S&P500 e gli utili pagati dalle imprese comprese nell'indice S&P nel periodo che va da gennaio 1871 a gennaio 2000.



Fonte: Robert J. Shiller, "Esuberanza irrazionale"

Nel grafico viene espresso l'andamento del mercato evidenziando il forte boom dei prezzi che si è verificato dal 1982, potendo descriverlo come il "boom del millennio". Malgrado ciò, questo non fu accompagnato da un aumento altrettanto sensazionale del valore degli utili reali, i quali realizzano una crescita molto più contenuta. Una possibile spiegazione dell'andamento dei prezzi potrebbe essere data dall'incremento degli utili di quasi il doppio dai primi anni '90 al 2000, determinando delle aspettative da parte degli investitori verso un proprio boom economico. La forbice quindi tra i due valori si è ampliata notevolmente e ciò viene dimostrato anche dal grafico successivo che rappresenta il rapporto prezzo/utili, in particolare il Price/Earning Shiller Index (CAPE).

In questo caso si evidenzia un andamento che ha subito dei picchi in particolare nel 1929 e negli anni 2000 dove ha raggiunto il suo valore massimo del periodo considerato. Quello che è interessante evidenziare è che questo inasprimento del rapporto fu determinato dall'andamento dei prezzi e non degli utili.

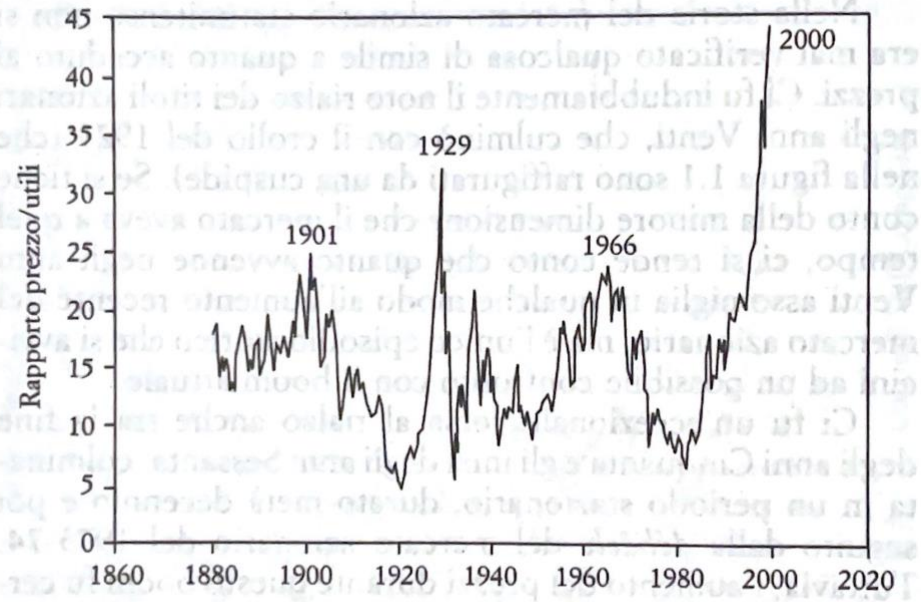


FIG. 1.2. Rapporto prezzo/utili, 1881-2000.

Fonte: Robert J. Shiller, "Esuberanza Irrazionale"

Sembra quindi non esserci una spiegazione razionale all'andamento dei prezzi azionari verso la fine del secolo scorso. In quel periodo i giornali e le persone si chiedevano da cosa potesse essere determinato quel boom dei valori azionari e si parlava di un eccesso di ottimismo da parte degli investitori alimentato probabilmente dalla nascita dei media e dalla diffusione di notizie che incalzavano la fiducia verso il mercato. Si riconduce a quegli anni, infatti, il discorso sopra citato di Greenspan e il termine "euforia irrazionale", anche se successivamente fu lo stesso Greenspan a definire quella che stava accadendo una "nuova era" per l'economia e i mercati e quindi attribuire un profilo ottimistico e non di incertezza allo straordinario trend azionario.

Anche oggi, in particolare da metà del 2020, è possibile osservare una forte crescita del rapporto P/E Shiller ratio sullo S&P500 determinato da una forte euforia degli investitori verso i mercati azionari e quindi un aumento dei prezzi degli stessi che ha raggiunto valori storici. Come negli anni 2000, questo straordinario incremento del rapporto tra prezzi e utili si discosta dallo scenario macroeconomico reale e ciò riporta alla mente degli economisti quella situazione che anticipò lo scoppio di una bolla finanziaria negli anni 2000 e lo scoppio della crisi del '29. Tuttavia, vi è un'importante differenza rispetto ai due casi passati, ossia il fatto che sia nel 1929 che negli anni 2000 il mercato e l'economia

reale stessa erano reduci da anni di forte crescita economica, invece, oggi l'economia sta cercando di uscire da una recessione economica determinata dalla pandemia.

Inoltre, lo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina ha ridimensionato anche il valore di tale rapporto innescato da un forte ribasso dei listini azionari che seguono i dati dell'economia reale.

Fonte: TradingView

CONCLUSIONE

È quindi da considerare il passato 2021 come un nuovo 1929 o 1998? Si tratta di un'osservazione che ad oggi non si può fare perché sono molteplici i fattori economici e finanziari da considerare.

Dopo l'exploit del mercato azionario, seguendo l'analisi tecnica storica di indicatori quali il livello degli indici azionari americani e il rapporto CAPE si direbbe che siamo di fronte ad un possibile scoppio di una bolla azionaria, ma se incorporiamo in questa analisi i dati economici l'analisi cambia (recessione economica nel 2021).

Secondo un articolo pubblicato da Morgan Stanley nel febbraio di quest'anno, attualmente ci sono aspettative sia positive che negative; infatti, ci aspettiamo un andamento degli indici azionari positivo nell'onda dello scorso anno e basato anche su aspettative di rendimento delle grandi aziende quotate, ma a livelli inferiori rispetto all'anno precedente.

È importante considerare, ad oggi, anche la guerra in Ucraina che non colpisce da vicino le aziende americane ma che ha forti ripercussioni sulle stesse, soprattutto se il conflitto avrà una lunga durata.

La componente emozionale e delle aspettative rappresenta anche oggi l'ago della bilancia tra una crescita economica euforica e un crollo dei mercati sulla scia delle preoccupazioni legate alla guerra e all'azione delle banche centrali, le quali cercano di bilanciare gli interventi tra il controllo dell'inflazione e il sostegno all'economia, con un possibile rischio di stagflazione dietro l'angolo.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Amundi Asset Management, "*Elezioni USA: quali impatti per le politiche sociali?*", 27/10/2020

Charlie Bilello, Compound Advisors, "*Is this 1929 or 1998?*", 10/02/2021

Francesca Carta and Marta De Philippis per Banca d'Italia, "*Questioni di Economia e Finanza: The impact of the COVID-19 shock on labour income inequality: Evidence from Italy*", febbraio 2021

Ilsole24ore, "*Effetto Covid sulla Borsa: -10% la capitalizzazione, impennata del trading*", 26/06/2021

Jesse Griffiths, The Finance Innovation Lab, "*Black Lives Matter and financial systems change*", 30/06/2020

Maurizio Novelli, Lemanik, Milano Finanza, "*L'euforia del mercato e quegli algoritmi che non comprendono la realtà*", 06/01/2021

Michael E. Parrish, "*Anxious Decades: America in Prosperity and Depression, 1920-1941*", 1992

Monica D'Ascenzo, Ilsole24ore, "*Hedge fund, è tempo di Black Lives Matter: si investe contro il razzismo*", 08/09/2020

Rita Annunziata, We Wealth, "*Anche la finanza guarda al Black Lives Matter*", 14/09/2020

Robert J. Shiller, "*Euforia irrazionale. Alti e bassi di borsa*", 2000

Slimmon A., Morgan Stanley, "*Stock Market Outlook 2022: A Close Battle Between Positives and Negatives",* 22/02/2022

“La sposa del vento”, Oscar Kokoschka (1914)

Da una parte un pittore dipinge le difficoltà di un amore che ha oltrepassato i limiti mentre dall'altra il tema appena trattato.
È la notte prima della tempesta, dove per tempesta intendiamo un accadimento figlio di comportamenti che vanno aldilà della ragione.

Quinto Orazio Flacco, poeta latino la cui celeberrima frase “Carpe Diem” ha ispirato milioni di persone, è allo stesso tempo autore della seguente frase:

“Est modus in rebus”

Che sia giusto cogliere l'attimo e buttarsi (che sia in amore, sui mercati o nella vita) nessuno ne dubita. Orazio però al tempo stesso ci vuole ricordare la presenza di una “misura in tutte le cose”, di quel limite razionale che non è bene oltrepassare.

G.D.