

FRA RISCHI VECCHI E NUOVI

Se questa volta la bolla finanziaria è differente

Cosa rende differente gli squilibri sui prezzi odierni da quelli del 2000 e del 2007?

Giorgio Arfaras

Chi abbia vissuto le due bolle precedenti – quella della tecnologia e quella degli immobili - ricorda che il clima era molto diverso da quello di oggi, ove si potrebbe avere una bolla obbligazionaria che si sgonfia e che alimenta quella azionaria. Per “bolla” si intende quella conformazione che si crea quando i prezzi sono molto maggiori dei valori. Per esempio, i prezzi delle azioni tecnologiche scontavano nel 2000 degli ultra utili futuri che poi non si sono palesati. I prezzi degli immobili erano nel 2007 molti distanti dalla loro media storica, calcolata come un multiplo del reddito delle famiglie. Oggi i rendimenti delle obbligazioni dei Paesi “ben messi” sono molto bassi: negli Stati Uniti i rendimenti decennali erano arrivati pochi mesi fa ad essere appena superiori al 1,5%, mentre ora sono appena sotto il 3%, quando la loro media storica è del 5% circa.

1- Entusiasmo, compiacimento, scetticismo

Il clima nel 2000, quando si assisteva attoniti all'arrivo del “mondo nuovo” il cui incedere si manifestava con i prezzi crescenti delle azioni tecnologiche, era diverso da quello di oggi. Il “mondo nuovo” è poi arrivato – tutti comunichiamo in rete – ma con i prezzi delle azioni tecnologiche più bassi. Il clima era allora di “entusiasmo”. Il clima nel 2007, quando si viveva in un mondo che veniva definito come quello della “grande moderazione”, era diverso da quello di oggi. Un mondo dove si aveva una buona crescita senza inflazione, con la crescita trainata dai consumi che si finanziavano a debito, con quest'ultimo che aveva a garanzia i prezzi crescenti degli immobili. Alla “grande moderazione” è poi improvvisamente seguita la “grande recessione” con prezzi delle abitazioni che sono, in rapporto al reddito, più bassi. Il clima era allora di compiacimento.

Il clima oggi è di scetticismo, anche per il lavorio dell'esperienza. Alan Greenspan, prima come governatore e poi come ex governatore della banca centrale statunitense, sosteneva che non si dovesse intervenire durante la formazione della bolla, ma solo quando questa - sgonfiandosi - avesse messo in difficoltà l'economia. Oggi, invece, si mostra “pentito”. Sostiene, infatti, che l'approccio economico tradizionale - da intendersi come quello che pone al centro dei modelli la razionalità degli operatori - funziona nei mercati reali, ma non sempre in quelli finanziari. I quali funzionano secondo l'approccio economico tradizionale, salvo quando l'indebitamento diventa eccessivo, per cui possono, a causa della fragilità del sistema, crearsi delle situazioni di euforia e di panico.

Nonostante le politiche monetarie siano ultra espansive da cinque anni – i tassi di interesse praticati dalle banche centrali alle banche di credito ordinario sono quasi nulli e si hanno gli acquisti copiosi delle banche centrali di titoli del tesoro in maniera diretta oppure indiretta – l'economia si riprende poco. E anche quando si riprende di più, come negli Stati Uniti, essa fa fatica a coprire la crescita demografica – altrimenti detto, il reddito pro capite stenta a salire.

Si sospetta intanto che vi sarà un gran travaso dagli investimenti in obbligazioni a quello in azioni, ma pochi ne sono entusiasti. Il travaso è il frutto della fine delle politiche monetarie ultra espansive. Una volta che queste

non ci fossero più, ecco che verrebbe meno la domanda di obbligazioni della banca centrale. Ciò che dovrebbe - per attrarre gli investitori privati - spingere i prezzi al ribasso, ossia - la cedola è fissa - i rendimenti al rialzo. Per evitare la perdita in conto capitale, gli investitori potrebbero comprare azioni. Se in molti lo facessero, ecco che si avrebbe una forte correzione del prezzo delle obbligazioni ed un'ascesa di quello delle azioni. Le azioni però non sono a buon mercato, e quindi entrerebbero velocemente in un'area da bolla.

2- L'industria finanziaria

Quando in passato scoppiavano le bolle, come nel 2000 e nel 2007, si poteva uscire, in tutto o in parte, dall'investimento azionario e obbligazionario privato (quello con in pancia i famigerati mutui ipotecari) contando nella tenuta o nell'ascesa dei corsi delle obbligazioni del Tesoro. Nel 2000 e nel 2007 i rendimenti delle obbligazioni decennali del Tesoro degli Stati Uniti erano, infatti, intorno al 5% e dunque potevano scendere. La discesa dei rendimenti alzava i prezzi delle obbligazioni emesse e perciò si aveva un bilanciamento delle perdite che si avevano da altre parti. Una cosa, che bene o male, è avvenuta. Oggi, invece, si avrebbe una situazione opposta, perché le eventuali perdite sul portafoglio obbligazionario dovrebbero venir coperte dai guadagni in campo azionario, il quale ultimo non è però a buon mercato come erano le obbligazioni durante le due crisi precedenti.

La gran parte dell'industria finanziaria è organizzata – ed è raccontata ai risparmiatori - su degli assunti: 1) alla lunga i prezzi delle azioni e delle obbligazioni salgono sempre – si tratta di avere pazienza; 2) alla lunga i prezzi delle azioni salgono di più – perché i dividendi crescono, mentre le cedole sono fisse; 3) i prezzi delle azioni sono molto più volatili dei prezzi delle obbligazioni, perché non hanno una scadenza e perché le imprese vanno bene oppure male, ma le seconde compensano la volatilità delle prime, e, alla fine, si ha una volatilità intermedia. In gergo finanziario, abbiamo il mondo del “long only”, quello in cui si guadagna muovendo poco i portafogli, laddove l'elevata volatilità delle azioni è bilanciata da quella bassa delle obbligazioni, con i prezzi di entrambe le classi di attività che alla lunga salgono a un passo diverso. Il bilanciamento “classico”.

Se però si avesse una situazione anomala nella quale 1) le obbligazioni flettono; 2) con le azioni, una classe di attività molto volatile, che in più sono care in partenza e che salgono, ecco che non si avrebbe più il bilanciamento “classico”. Il “long only” con questa combinazione non funziona, perché la gestione deve diventare dinamica, con i portafogli sia azionari sia obbligazionari che si muovono molto. Per muoverli poco non ci vuole coraggio né molto impegno – e si sbaglia poco rispetto ai risultati medi -, mentre per muoverli molto ci vuole coraggio e impegno – e si può sbagliare molto rispetto ai risultati medi.

Insomma, si discute da tempo delle strategie d'uscita delle banche centrali dalle politiche dette ultra espansive, ma poco si ragiona intorno ai comportamenti che dovrebbe seguire l'industria finanziaria se questo avvenisse.

PAROLE CHIAVE:

bolla finanziaria / crisi / recessione / mercato azionario / mercato obbligazionario / tecnologia / finanza / tesoro / USA / Subprime / mutui

ARGOMENTI:

mercati / istituzioni finanziarie