

# BACK TO SCHOOL: QUANDO LA BOLLA TECNOLOGICA DA' I PRIMI SEGNI DI CEDIMENTO

11 Settembre 2020

**ERIC BARTHALON**

Head of Capital Markets Research  
[Eric.Barthalon@allianz.com](mailto:Eric.Barthalon@allianz.com)

**Un back-to-school guidato dalla tecnologia.** Come se i mercati volessero ricordare a tutti i rischi di interpretare i movimenti del mercato azionario, i principali indici azionari statunitensi hanno avuto una giornata difficile il 3 settembre: l'S & P 500 è sceso del 3,51%, il NASDAQ del 4,96% e il NASDAQ 100 del 5,23% nel corso della giornata. Ciò è accaduto appena un giorno dopo che il presidente Trump aveva twittato: "Il Dow Jones Industrial ha appena chiuso sopra i 29.000! Sei così fortunato ad avermi come tuo presidente. Con Joe Biden si sarebbe schiantato." Attraverso questa correzione, i mercati hanno riaperto una domanda di vecchia data sulla natura del rally ripreso a marzo: è una bolla o no?

I titoli che hanno recentemente guidato la marcia al rialzo del mercato sono quelli che hanno subito maggiori ribassi dal 3 settembre. Zoom è sceso del 9,23%, Tesla del 16,99%, Apple del 13,63%, Microsoft dell'11,34%, Alphabet-Google dell'11,14%, Netflix del 13,05%, Twitter del 10,81%, Amazon del 10,09%, Facebook dell'11,38%. È interessante notare che altri due recenti risultati positivi sono divergenti: Bitcoin è sceso del 9,26%, mentre l'oro è salito dello 0,92%. Con una perdita di solo il 4,90%, l'S & P 500 ugualmente ponderato è sceso meno dell'S & P 500 (6,75%).

Tutto ciò indica una svendita guidata dalla tecnologia. In realtà, alcune delle azioni appena menzionate hanno raggiunto il picco prima del mercato nel suo complesso: Tesla ha raggiunto il picco il 31 agosto e da allora ha perso il 25,48%. Apple, Netflix e Zoom hanno raggiunto il picco il 2 settembre..

**Queste aziende sono buone e promettenti oggi come lo erano ieri o l'altro ieri.** Nessuna cattiva notizia specifica, annunciata o anticipata il 3 settembre, può giustificare la correzione. La letteratura sulle bolle finanziarie, infatti, concorda su questo punto: tralasciando le spiegazioni inverosimili fornite dai teorici delle aspettative razionali, le bolle finanziarie scoppiano senza alcun motivo apparente o innesco. Ciò che cambia quando scoppia la bolla non sono le prospettive delle società quotate, ma solo i prezzi che gli operatori del mercato sono disposti a pagare per le stesse. Il lavoro sperimentale del premio Nobel Vernon Smith ha dimostrato che i partecipanti ai mercati degli *asset* sono inclini a gonfiare le bolle anche quando hanno informazioni perfette sul valore intrinseco degli *asset* che stanno scambiando. Perché succede? Perché investire è una competizione in cui i partecipanti al mercato cercano di capire il gioco

che l'altro sta conducendo. Che ti piaccia o no, non c'è nulla che Mark Zuckerberg, Jeff Bezos, Jack Dorsey, Reed Hastings, Sundar Pichai, Bill Gates, Tim Cook o anche Elon Musk possano fare per questa fonte di incertezza. Ciò significa che ciò che un operatore del mercato pensa di un determinato titolo conta meno, almeno nel breve periodo, di ciò che pensano il signor e la signora Consensus. A meno che e fino a quando un operatore di mercato non sappia ciò che il signore e la signora Consensus hanno già valutato, non conosce ciò che deve sapere prima di investire.

**Un positivo ciclo di feedback.** Progettato da un altro premio Nobel, Maurice Allais, un algoritmo di apprendimento dinamico e non lineare fornisce un modello plausibile di come le persone elaborano le informazioni e imparano in condizioni di incertezza. Esso presuppone, in primo luogo, che le aspettative di rendimento delle azioni siano quelle che le persone ricordano dalla loro esperienza con i rendimenti passati e, in secondo luogo, che più i prezzi salgono velocemente, più breve è la durata della loro memoria, o - in altre parole - più breve è il relativo passato. Di conseguenza, più le aspettative diventano esagerate, più diventano versatili o instabili, perché diventano sempre più sensibili ai rendimenti più recenti. La Tabella 1 presenta ciò che questo modello ci diceva sulla psicologia del mercato il 02 settembre, alla vigilia della recente correzione. Gli operatori del mercato erano sicuramente piuttosto esuberanti, il che significa anche facilmente disincantabili.

Tabella 1 - Psicologia del mercato azionario al 02 settembre 2020

02/09/2020	Ritorno percepito al tasso annuo (%)	Frequenza di rendimento più elevato percepito (%)	Tempo necessario a raddoppiare il capitale al rendimento attuale percepito (anni)	Durata del ritorno percepito (anni)	Elasticità del ritorno percepito a tasso annuo (da 0 a 1)	Rischio di perdita percepita al tasso annuo (%)
Alphabet	21.5	1.73	3.56	3.62	0.24	-6.8
Amazon	56.0	6.85	1.56	1.66	0.45	-6.8
Apple	56.7	1.21	1.54	1.58	0.47	-7.2
Bitcoin	46.1	46.68	1.83	1.79	0.43	-11.9
Facebook	20.9	0.10	3.65	3.64	0.24	-8.1
Gold	7.6	23.40	9.46	7.27	0.13	-3.3
Microsoft	33.3	22.67	2.41	2.50	0.33	-7.4
Nasdaq	18.1	7.00	4.17	4.00	0.22	-5.6
Nasdaq100	22.7	10.44	3.39	3.35	0.26	-5.7
Netflix	46.7	21.85	1.81	1.86	0.42	-9.4
S&P 500	9.6	18.96	7.52	6.45	0.14	-5.2
Tesla	228.2	0.19	0.58	0.60	0.81	-13.7
Zoom	38.7	0.56	2.12	1.97	0.40	-10.1

Fonte: Allianz Research

**A tasso annuo, i rendimenti percepiti dai leader di mercato variano dal 20,9% al 228,2%.** Molto raramente in passato questi livelli sono stati superati: nel migliore dei casi, 1 giorno su 5; nel peggiore, praticamente mai (1 giorno su 1.000). Per mettere le cose in prospettiva, al 20,9%, un capitale raddoppia ogni 3,65 anni; al 228,2%, ogni 0,58 anni (ogni 212 giorni). Il passato ritenuto rilevante per formare le aspettative variava da 0,6 a 3,64 anni. Poiché questi rendimenti percepiti dipendevano in misura

sproporzionata dai più recenti movimenti dei prezzi, essi erano intrinsecamente instabili. Ad un tasso annuo, l'elasticità dei rendimenti percepiti rispetto ai risultati effettivi variava infatti da 0,24 a 0,81, su una scala da 0 a 1. In altre parole, questo insieme di aspettative era potenzialmente molto instabile. Infine, dato che il mercato da tempo andava in un'unica direzione, senza subire grandi correzioni al ribasso, il rischio di perdita percepito era sceso a un livello basso.

Con i rapporti prezzo-utile (PE) di questi leader di mercato ancora in un intervallo compreso tra 35 e quasi 2.000, c'era e c'è ancora poco spazio per un'ulteriore espansione del PE. In altre parole, la crescita dell'Earnings Per Share (EPS) deve essere il principale motore dei rendimenti futuri, ma la crescita degli utili in un intervallo compreso tra il 20 e il 50%+ di crescita appare impegnativa. Tutto ciò suggerisce che un'ampia quota del mercato azionario statunitense stava cadendo preda di un ciclo di feedback positivo, per cui l'aumento dei prezzi azionari ha aumentato la propensione al rischio e la domanda di azioni, che a sua volta ha favorito un ulteriore aumento dei prezzi. Se le bolle non si gonfiano per sempre, ma finalmente scoppiano sotto il loro stesso peso, è probabilmente perché arriva un momento in cui tutti i potenziali acquirenti di azioni hanno finalmente raggiunto il loro limite di esposizione e non possono più alimentare la bolla con i rendimenti necessari per convalidare le aspettative. Il mercato azionario statunitense potrebbe aver raggiunto questo punto e, di conseguenza, potrebbe continuare a sussultare nel prossimo futuro.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge