

15 marzo 2022 17:53

La 'grande delusione dei mercati' è qui: cosa possiamo imparare?

di [Alessandro Pedone](#)



Poco meno di un anno fa scrissi un articolo dal titolo [“La grande delusione dei mercati: come prepararsi”](#). Oggi possiamo dire con assoluta convinzione che alcune “grandi delusioni” sono qui e costituiscono eccellenti opportunità d’investimento per chi è in grado di approfittarne (non solo come possibilità economiche, ma soprattutto per consapevolezza finanziaria). In questo articolo desideriamo porre l’accento su cosa possiamo apprendere circa il funzionamento dei mercati finanziari che possiamo generalizzare ed utilizzare per aumentare la nostra consapevolezza finanziaria.

La “grande delusione dei mercati”

Rimando al [precedente articolo](#) per una descrizione più approfondita di questo concetto e - in particolare - al paper citato e linkato all’interno se si desidera veramente approfondire. Qui desidero solo descrivere brevemente il fenomeno per chi non avesse letto il precedente articolo e non volesse dedicare troppo tempo alla cosa.

Con il termine “grande delusione dei mercati” si fa riferimento a quel fenomeno, che accade ciclicamente, il quale eleva i prezzi di alcune azioni specifiche, fino a livelli del tutto irragionevoli per poi lasciarle sprofondare.

Ciò che porta i prezzi a valori insensati sono **aspettative irragionevoli**, basate su una narrativa la quale prende origine da fatti reali, ma li stravolge nelle conseguenze di breve termine. Tutte le narrative irrealistiche, prima o poi, si sgonfiano (dopo vedremo come questo accade) ed inizia un trend opposto che porta a sottovalutare quelle azioni in genere oltre ciò che realmente meriterebbero. Quelli sono i momenti migliori per iniziare un piano di accumulo su quel settore ed attendere che la parte fondata della narrativa che aveva generato aspettative irrealistiche nel breve termine, sviluppi i suoi effetti nel lungo termine.

L’esempio più eclatante di questo fenomeno è la narrativa sulla digitalizzazione, ovvero la spinta che i vari “lockdown” hanno dato ai servizi digitali che consentono di fare da casa una serie di cose che prima era necessario fare spostandosi. Ci sono però diverse altre “grandi delusioni” che sono scoppiate in questo periodo come ad esempio quella relativa alle auto elettriche. Vediamo brevemente il settore della digitalizzazione perché non ci interessa tanto parlare del fenomeno specifico, quanto di cosa possiamo apprendere in generale.

La digitalizzazione

Durante il primi lockdown, nel mondo, si era diffusa una narrativa che partiva dal concetto (reale e condivisibile) che l’esperienza di stare chiusi in casa avrebbe portato un’enorme massa di consumatori a fare alcune cose (lavorare, fare shopping, vedere spettacoli, fare formazione, curarsi, ecc.), che precedentemente richiedevano spostamenti, comodamente da casa propria attraverso una serie di servizi digitali on-line.

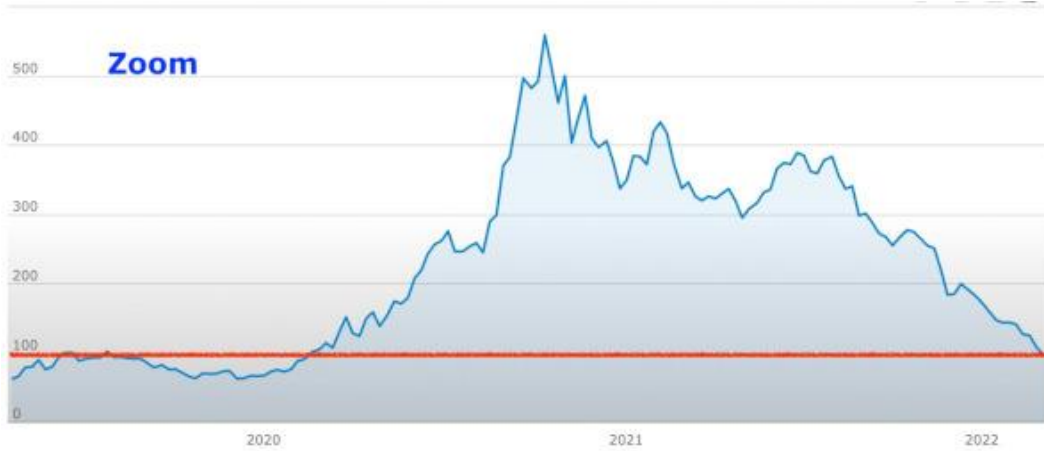
Secondo la versione più eccessiva di questa narrativa, non si sarebbe più tornati indietro da quella condizione e il mercato potenziale delle aziende che fornivano i servizi digitali sarebbe stato pressoché illimitato. Qualsiasi prezzo pagato per le azioni di quelle aziende sarebbe stato comunque vantaggioso rispetto ai presunti guadagni futuri. Naturalmente, la realtà è stata diversa. Terminati i lockdown la gente ha continuato sì ad usare questi servizi digitali, ma è anche tornata a fare le cose come faceva prima.

Queste aziende sono molto cresciute dopo l’esperienza del lockdown e le loro prospettive sono certamente molto più rosee oggi. Chiaramente, però, le farneticazioni circa un mondo che avrebbe visto sparire quasi del tutto l’interazione sociale e che tutti i servizi sarebbero passati quasi esclusivamente attraverso gli strumenti digitali nel

breve termine erano, appunto, solo farneticazioni.

Il titolo simbolo di questa narrazione è sicuramente Zoom, non fosse altro perché tutti noi abbiamo utilizzato, almeno una volta il suo servizio di videoconferenza.

Vediamo di seguito il grafico del prezzo dell'azione.



Se è chiaro, come è chiaro, che la valutazione di 500 dollari era semplicemente folle, è ugualmente vero che è assurdo che il prezzo dell'azienda di oggi sia lo stesso di quello raggiunto nel 2019. Zoom oggi è un'azienda con le prospettive molto migliori rispetto a quello che erano prima della pandemia. Il suo mercato potenziale è enormemente più grande, le ambizioni dell'azienda, il suo progetto di business è decisamente più interessante rispetto a quello che poteva essere nel 2019. Questo non significa, come ribadiamo anche in seguito, che il prezzo dell'azione non possa anche dimezzarsi dal valore attuale nel breve termine (questo non lo sa nessuno) ma certamente si può dire che il mercato, in questo momento, sta completamente esprimendo la sua "delusione" su questo settore.

Un secondo esempio molto simile, ma meno conosciuto in Italia, è quello di TelaDoc, un'azienda che offre cure mediche a distanza. Il fatturato di questa azienda nel 2019 era di circa 500 milioni di dollari, al termine del 2021 è quadruplicato e le prospettive di crescita continuano ad essere estremamente interessanti. Di seguito riportiamo il prezzo dell'azione.



Vale per questa azienda, lo stesso discorso che vale per Zoom: se i quasi 300 dollari ad azione erano chiaramente una follia, anche i 50 dollari sono (meno di quello l'azienda veniva valutata prima dello scoppio della pandemia) una chiara espressione dello scoppio della "grande delusione del mercato". Chi ha comprato Teledoc a 200 dollari (senza un progetto d'investimento ben preciso) molto probabilmente lo ha fatto in modo inconsapevole o sulla base di una narrativa che era chiaramente esagerata.

Non c'è dubbio che Teledoc ha visto espandere il suo mercato potenziale in maniera incredibile in conseguenza della pandemia, è molto probabile che il futuro dell'azienda sia roseo (anche in conseguenza di un bilancio solido) ma è ovvio che ci vorranno degli anni affinché la telemedicina diventi il modo prevalente con il quale tutti noi affronteremo le cure di base. Non c'è dubbio, però, che quel momento arriverà. E' chiaro che non tutte le cure mediche potranno essere fatte on-line, come non tutti gli acquisti si possono fare on-line, ma c'è una fetta enorme di assistenza medica che non solo può essere fatta a distanza, ma che può trarre notevoli vantaggi dal fatto di essere fatta a distanza. Così come accade per il commercio on-line, per certi aspetti, l'esperienza di acquisto è

preferibile rispetto allo shopping tradizionale. Così, per certi aspetti, la telemedicina ha dei notevoli vantaggi rispetto all'assistenza medica tradizionale.

La diffusione della telemedicina, però, richiederà tanto tempo, così come è accaduto con il commercio online.

A questo punto il paragone con Amazon è d'obbligo, anche se subito dopo sarà importante fare delle precisazioni. Questo è il grafico di Amazon dal 1997 al 2002.



All'epoca Amazon era

considerata una libreria on-line. Io ho vissuto personalmente tutto quel periodo perché ero nel settore dell'informatica ed ho visto la nascita di internet da dentro.

Il prezzo di 100 dollari delle azione nel 1999 era chiaramente irragionevole, ma anche i 20 dollari tra la fine del 2000 e l'inizio del 2001 era un prezzo irragionevole perché se nel 1998 (quando l'azienda aveva già raggiunto quel livello) le potenzialità del commercio on-line erano di fatto tutte da dimostrare, due anni dopo erano molto chiare non più solo a chi conosceva internet da dentro. Ovvio che nessuno poteva immaginare cosa sarebbe poi diventata Amazon, il fatto che da libreria on-line sarebbe diventata un colosso dell'infrastruttura stessa di internet e che da libreria avrebbe avuto successo nel diventare un rivenditore di qualsiasi cosa (come aveva dichiarato di voler fare fin dai primi tempi).

Rimane il fatto che già il prezzo di 20 dollari era una sottovalutazione di ciò che i 2 anni passati avevano chiaramente indicato per le potenzialità del commercio elettronico in generale.

Questo non ha però impedito al prezzo di scendere ulteriormente ed anche in modo drammatico. Per un solo giorno, a seguito delle conseguenze dell'attacco alle torri gemelle, l'azione è stata scambiata sotto i 6 dollari! C'è però un'enorme differenza fra comprare l'azione sui massimi "irragionevoli" e comprarla quando il prezzo aveva raggiunto il livello dei massimi precedenti a quello del periodo di "folia" (nel caso di Amazon quelli del 1998, nel caso di Zomm o Teladoc, quelli del 2018/2019).

Il grafico seguente mostra l'andamento del prezzo dell'azione Amazon dal 1997 al 2012.



Chi avesse comprato sui livelli massimi del 1999 avrebbe dovuto aspettare circa 10 anni per tornare a vedere lo stesso valore. Chi avesse comprato l'azione intorno a 20 dollari, cioè sul massimo che precede tutta la "follia" della bolla "dot-com", pur soffrendo molto per qualche mese, avrebbe rivisto lo stesso volare dopo un paio di anni scarsi. La precisazione da fare è la seguente. Il fatto che ad Amazon sia andata com'è andata (volutamente non abbiamo messo il grafico dei successivi 10 anni) non significa certo che accadrà lo stesso a Zoom o TelaDoc. Amazon è chiaramente un caso assolutamente eccezionale ed ha avuto il successo che ha avuto prevalentemente grazie alla parte di business legata ai servizi AWS più che al commercio elettronico. Resta il fatto, però, che anche solo per la parte del commercio elettronico, il prezzo sotto ai 20 dollari nel 2001 rimaneva una chiara sottovalutazione di ciò che il commercio elettronico poteva diventare nei successivi 10 anni. Quindi il paragone non vuole dire che TelaDoc o Zoom avranno lo stesso successo di Amazon, ma che TelaDoc e Zoom dimostrano che il mercato, in questo momento, sta fortemente sottostimando l'effetto che i lockdown hanno avuto nella trasformazione di una serie di servizi digitali che sono destinati ad ampliare i propri mercati in modo dirompente. Alla fine di questo decennio, molti si chiederanno come abbiamo fatto nel 2022 a non rendersi conto che non poteva non accadere che i servizi di videoconferenza e di telemedicina fossero destinati ad ampliarsi là dove arriveranno alla fine di questo decennio.

La dinamica delle discese: sempre diverse, sempre uguali

E' fondamentale comprendere che investire in singole azioni è profondamente diverso rispetto ad investire su panieri di azioni, come possiamo fare attraverso ETF.

Le singole azioni (in particolare quelle che riguardano servizi o prodotti che devono ancora crearsi un ampio mercato di riferimento) accentuano molto di più i movimenti e implicano la possibilità che l'intero investimento (sulla singola azione) vada in fumo. Un paniere di azioni, per sua natura, bilancia i movimenti negativi e positivi (con il risultato che il movimento complessivo è necessariamente meno accentuato) ed è tecnicamente impossibile che veda azzerare il suo valore.

Più il paniere è ampio e diversificato, più contenuti saranno i movimenti (sia in negativo che in positivo) rispetto a singole azioni che investono in settori innovativi.

Investire in singole azioni è consigliabile solo ad investitori con notevole esperienza e sempre e comunque per percentuali molto basse dell'intero portafoglio finanziario.

In genere è consigliabile non investire più dell'1% del complesso delle proprie disponibilità finanziarie su una singola azione ed è sempre e comunque utile fare un ingresso frazionato in almeno 3 (auspicabilmente 10) quote. I meccanismi che portano alla crescita eccessiva e poi allo sgonfiamento eccessivo di una singola azione sono abbastanza diversi da quelli che portano allo stesso meccanismo su un paniere molto ampio di azioni, come l'intero indice azionario. Per l'intero indice sono i fattori macroeconomici che incidono maggiormente e sono più complessi da spiegare, ne parleremo eventualmente in un altro articolo.

Per la singola azione (o un ristretto gruppo di azioni che hanno un settore di business in comune), l'elemento fondamentale è la **narrazione** che investe direttamente il business dell'azienda. Il meccanismo della bolla delle dot-com nel 1999-2000 è molto simile a quello delle cosiddette hyper-growth stocks del 2020. La bolla delle dot-com fu molto più diffusa sia a livello mondiale (le hyper-growth stocks sono state più un fenomeno legato agli USA) che nel numero di investitori coinvolti (nel 2000 si parlava al bar delle azioni di internet, nel 2020 per evidenti ragioni - questo non accadeva, ma comunque erano molto meno presenti nei portafogli degli investitori retail fuori dagli USA).

Assieme all'elemento della narrazione, si sviluppa sempre qualche elemento più tecnico-finanziario che porta ad alimentare la speculazione. Ad un certo punto si innesca una sorta di spirale speculativa che porta a far salire il prezzo anche a prescindere dalla narrativa. Dopo una certa crescita del prezzo, una serie di investitori acquistano anche a prescindere dalla narrazione positiva che aveva alimentato le prime salite.

Nel 1999 c'era il fenomeno delle IPO, nel 2020 c'è stato il fenomeno delle SPAC (si veda l'[articolo](#) che pubblicai nel 2020 nel quale scrissi: "Le SPAC hanno tutte le caratteristiche per diventare quello che nei primi anni del 2000 furono le cosiddette dot-com, ovvero le offerte pubbliche di acquisto (in inglese IPO) delle azioni delle aziende tecnologiche che si quotavano a migliaia al NASDAQ. Al termine di quel periodo al NASDAQ si trovavano quotate circa 8 mila aziende, nel 2020 sono poco più di 3.000 aziende.").

La speculazione è sempre favorita da meccanismi tecnico-finanziari e la narrazione serve a dare qualche vaga giustificazione mentale per l'acquisto a prezzi chiaramente folli.

La "grande delusione del mercato" inizia quando i possibili compratori si esauriscono e contestualmente i meccanismi tecnici che favoriscono la speculazione iniziano a venir meno. Questo però, non basta a portare gli eccessi dalla parte della sottovalutazione.

Per completare il ciclo è sempre necessaria una narrativa contraria che attrae l'attenzione degli investitori. Nel caso delle hyper-growth stocks la narrativa contraria è legata all'innalzamento dei tassi d'interesse che le banche centrali saranno costrette a porre in atto a seguito dell'innalzamento dell'inflazione.

Anche la narrativa contraria ha qualche elemento di verità, ma - esattamente come quella che aveva spinto eccessivamente al rialzo i prezzi - estremizza le conseguenze ed alla fine si rivela complessivamente infondata.

La narrativa contraria è in grado di spingere i prezzi fino ad un "ragionevole" livello di sottovalutazione dei titoli, ma difficilmente conduce all'**estrema sottovalutazione**.

Affinché questa si raggiunga è sempre necessario un **fatto esterno** ai mercati che li coinvolga nella sua interezza.

Si tratta di quello che Taleb chiama "il Cigno Nero". Nel caso della scoppio della bolla dot-com fu l'attentato dell'11 settembre 2001. Fu quello che portò Amazon per un giorno sotto i 6 dollari ad azione. Senza l'11 Settembre probabilmente quel prezzo non si sarebbe mai visto. L'invasione della Russia in Ucraina è certamente un potenziale fattore esterno che potrebbe portare ad un'estrema sottovalutazione delle hyper-growth stocks. Questa estrema sottovalutazione potrebbe rappresentare un'opportunità d'investimento di quelle che capitano una volta ogni vent'anni circa.

Cosa possiamo imparare?

Nessuno è in grado di prevedere fino a quando un movimento eccessivo dei mercati possa protrarsi né quando invertirà la tendenza, ma un investitore adulto sa riconoscere se in una certa fase dei mercati si possa parlare di sopra o sottovalutazione. Inoltre un investitore adulto conosce e sa riconoscere gli schemi di comportamento tipici dei mercati ed ha fiducia, perché l'ha vissuto più volte, nel fatto che dopo le discese seguono sempre le risalite. Sa che le discese sono fenomeni che durano relativamente poco, rispetto alle risalite (le salite processi, mentre le discese sono eventi) ed in genere ha un progetto per poterne trarre vantaggio.

In sintesi, gli attori sul palcoscenico dei mercati sono sempre diversi, i copioni variano abbastanza, ma lo schema generale dello spettacolo rimane invariabilmente quello. Comprendere lo schema non ci consente di fare previsioni puntuali, ma quando in una serie TV appare il cattivo che sembra uccidere il protagonista principale è molto facile prevedere che non ci riuscirà perché "lo spettacolo deve andare avanti".

In modo simile, interiorizzate alcune dinamiche dei mercati finanziari è relativamente facile comprendere che già oggi alcuni prezzi sui mercati azionari sono già arrivati a livelli molto interessanti e che potranno scendere anche di parecchio, qualora dovessero accadere eventi scioccanti (tipo l'11 settembre 2001), ma che rappresentano comunque eccellenti punti d'ingresso in un'ottica decennale.

Comprendere questo, però, non è sufficiente per agire in modo consapevole da investitore adulto. L'ingrediente fondamentale è un progetto d'investimento, proprio perché conoscere lo schema generale dello spettacolo non significa conoscere il copione che è imprevedibile. Per questo serve un progetto che ci faccia essere sereni

qualunque sia il copione all'interno dello schema generale che abbiamo comunque già compreso. **CHI PAGA ADUC**

l'associazione non **percepisce ed è contraria ai finanziamenti pubblici** (anche il 5 per mille)

La sua forza economica sono iscrizioni e contributi donati da chi la ritiene utile

DONA ORA (<http://www.aduc.it/info/sostienici.php>)