

Perché le Borse non sono mai prevedibili

di **Vittorio Carlini** e **Morya Longo** ▶ pagina 2

Tra listini e realtà. Investitori di lungo periodo alla finestra, mentre hedge fund e algoritmi si muovono con schemi ben precisi: tutti i meccanismi che hanno portato Piazza Affari sull'ottovolante

Ecco perché le Borse non reagiscono mai come previsto

Vittorio Carlini
Morya Longo

■ «Dopo Brexit i mercati ci hanno messo tre giorni per riprendersi dallo shock, dopo l'elezione di Trump tre ore e dopo il referendum italiano tre minuti». Guillermo Hernandez Sampere, capo della sala operativa di Mppm Ek, ha evidentemente un po' approssimato i calcoli. Ieri mattina Piazza Affari ha impiegato 37 minuti, non tre, per tornare in positivo dopo l'apertura in ribasso. Ma la sua «regola del tre», per quanto spannometrica, bene descrive il comportamento dei listini: anche questa volta gli analisti si aspettavano un tracollo della Borsa di Milano in caso di vittoria del «no», e anche questa volta il panico non c'è stato. Come con Brexit. Come con Trump. Certo: non può escludersi che la reazione negativa sia dietro l'angolo. Ma ieri il «panic selling» previsto non si è concretizzato.

Gli analisti non ci azzeccano più? Le banche d'affari provano a spaventare gli elettori con pronostici catastrofici, che poi non si avverano? È tutta una messinscena? Terrorismo finanziario per pilotare (senza neppure successo) eventi elettorali? Oppure ci sono motivi ben precisi per cui i mercati finanziari sembrano avere «istituzionalizzato» il panico in movimenti delle Borse sempre uguali? Probabilmente c'è un po' di tutto questo nella risposta dei listini.

Perché i listini hanno comportamenti imprevisibili?

Per capire come si muovono i mercati finanziari bisogna innanzitutto capire come si comportano tre ben distinte categorie di investitori. Ci sono innanzitutto quelli di lungo periodo, come assicurazioni, fondi pensione e fondi comuni: questi tendono a non muoversi d'impulso per eventi incerti. Al massimo riducono un po' l'esposizione sui Paesi con appuntamenti elettorali delicati, ma non si mettono certo a scommettere su un esito del voto piuttosto che su un altro. Le reazioni a «caldo» delle Borse, dunque, non dipendono da loro.

La seconda categoria di inve-

stitori è quella di breve periodo: principalmente gli hedge fund. Si tratta di soggetti specializzati nello sfruttare opportunità di mercato, al ribasso o al rialzo, dove si presentano. E non c'è nulla di meglio che un appuntamento elettorale incerto per speculare un po'. Così è stato prima di Brexit, prima di Trump e questa volta. È da oltre un mese che questi soggetti puntano sul ribasso della Borsa di Milano e dei titoli di Stato sfruttando ogni sondaggio, ogni report di banche d'affari e ogni opinione allarmistica: è così che da ottobre Piazza Affari ha perso quota e lo spread dei BTp è risalito. Poi, nella settimana precedente al voto, questi fondi si sono «ricoperti» un po': siccome non è prudente farsi trovare sbilanciati al ribasso il giorno del voto, gli hedge fund hanno ricomprato azioni e titoli di Stato italiani già nei giorni precedenti il referendum. Ecco perché Piazza Affari la settimana scorsa ha guadagnato il 4,18%. Dopo il voto, infine, questi investitori hanno probabilmente chiuso in fretta e furia le ultime posizioni ribassiste, per non farsi cogliere in contropiede - memori dei casi Brexit e Trump - da un eventuale rimbalzo. Ed è proprio il loro comportamento che ieri ha causato il rimbalzo così veloce (e anche eccessivo) di Piazza Affari.

La terza categoria è quella degli investitori di brevissimo periodo: quelli algoritmici e computerizzati. Soggetti che si muovono sui mercati anche con un'ottica di pochi millisecondi, cavalcando le singole notizie che rimbalzano sul mercato. Molti algoritmi sono in grado di fare analisi semantica, prendendo ad esempio il flusso di notizie che gira su Twitter. Ai loro programmatori basta scegliere un argomento (ad esempio #Referendum costituzionale), poi i temi correlati (gruppi di discussione collegati al tema principale) e impostare il comportamento del computer-trader: in base al flusso di notizie, l'algoritmo riesce a comprare e vendere azioni in pochi millisecondi. Per farsi sempre trovare in pole position in ogni anche minima va-

riazione di tendenza. Questa è una strategia molto in voga prima del voto, e nell'istante dei primi exit-poll, ma poi rallenta un po'. Ecco perché la loro furia sui mercati ieri è durata poco e la Borsa è rimbalzata. In fondo il «no» era già scontato e ora bisogna individuare un nuovo trend.

Cosa aspettarsi dalla Borsa di Milano in futuro?

Sebbene buona parte dell'andamento ondulatorio di Piazza Affari si spieghi con gli investitori di breve periodo, non si può negare che i motivi di preoccupazione non manchino. La speculazione ribassista sfrutta in fondo vulnerabilità esistenti. Le banche italiane sono effettivamente troppo fragili: non solo hanno crediti in sofferenza per 200 miliardi lordi, svalutati a circa il 40%; non solo hanno redditività al lumicino; ma in alcuni casi hanno anche un disperato bisogno di capitale fresco. L'incertezza legata al salvataggio di Mps, con il rischio di perdite per gli obbligazionisti subordinati, diventa dunque una spada di Damocle su un settore troppo fragile: se l'aumento non andasse in porto, potrebbe dunque essere destabilizzante per l'intero comparto. Ci sono poi le fragilità del Paese Italia: una crescita economica troppo debole, una disoccupazione eccessiva, una produttività bassa. Così via: si tratta di vulnerabilità arcinote, che - giustamente - i mercati evidenziano.

La speculazione non inventa nulla, insomma. Talvolta, però, esagera. Il diffondersi di strategie quantitative ha mandato infatti sullo sfondo i fondamentali e le singole storie aziendali. Non conta più quale reale impatto può avere una determinata votazione. Bensì, sfruttando fondi



passivi come gli Etf, molti investitori di breve entrano ed escono dal rischio comprando (o vendendo) interi settori di Borsa. A prescindere dal reale valore delle società. L'esempio più lampante riguarda i titoli bancari: proprio questo meccanismo dei mercati ha spinto il rapporto tra prezzo delle azioni e patrimonio netto poco sotto 0,4 a Piazza Affari. Un valore bassissimo. Ingiustificato, salvo qualche eccezione, dai bilanci degli istituti. Ecco perché Piazza Affari è così volatile, incomprensibile: perché si muove sempre più, prendendo spunto da problemi reali, secondo meccanismi e codici di comportamento propri.

© RIPRODUZIONE RISERVATA