

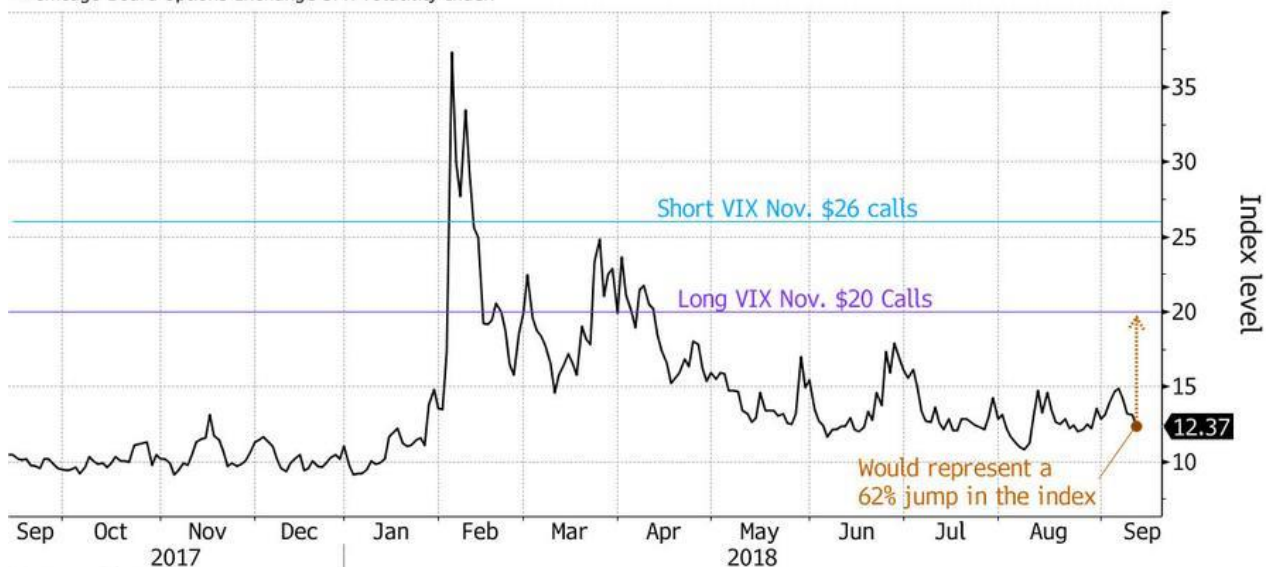
Attenzione a Wall Street, i fondi speculativi escono lasciando il cerino in mano ai risparmiatori

Se c'è una certezza, in questo periodo di instabilità economica e politica, è la Borsa. Non importa cosa accada, dal tonfo delle valute dei mercati emergenti all'ennesima minaccia di dazi della Casa Bianca contro le merci cinesi, gli indici macinano guadagni. O, quantomeno, non conoscono scossoni al ribasso: se ci sono cali, sono frazionali. Roba, insomma, che di certo non finisce nei titoli del tg. E che, soprattutto, non preoccupa. Ma è davvero tutto ora quello che luccica oppure sotto il pelo dell'acqua dei continui record di Wall Street si nasconde qualche insidiosa punta dell'iceberg? Insomma, utilizzando metodi che non danno nell'occhio, gli operatori stanno cambiando atteggiamento, di fatto anticipando una possibile correzione dei corsi che coincida – o venga esacerbata – da un netto peggioramento della situazione economica macro globale? Un primo segnale poco confortante lo mostra questo grafico,

Options Bet

November call spread positioned for a spike in U.S. equity volatility

■ Chicago Board Options Exchange SPX Volatility Index



il quale ci mostra come la calma apparente nasconda in realtà mosse che spiazzano. Dopo la fiammata di febbraio, il VIX – l'indice della volatilità, detto anche "indice della paura" – è tornato placidamente sotto quota 15, addirittura chiudendo la scorsa settimana in area 12,3, mentre lo Standard&Poor's risale sopra quota 2.900 punti. Insomma, placidi laghi alpini e cieli azzurri ovunque. Tanto più che, guardando al dato generale, il VIX oggi è sceso del 66% rispetto al picco del 5 febbraio, quando la Casa Bianca cominciò a far rullare i tamburi della guerra commerciale. Ma quel grafico ci dice che giovedì scorso un misterioso trader che opera sulle opzioni ha piazzato una scommessa in netta controtendenza, ovvero un aumento monstre del VIX pari al 60% per l'inizio di novembre, in contemporanea con il voto di mid-term statunitense che, stando ai sondaggi, dovrebbe vedere i Repubblicani perdere il controllo della Camera dei Rappresentanti.

E se può sembrare normale che qualcuno faccia una scommessa azzardata a ridosso di un appuntamento politico spartiacque come quello, è lo stigma lasciato dal trader nel suo operato a far pensare, visto che ha portato il volume di opzioni trattate quel giorno a più del doppio della media a 20 giorni, acquistando 76mila opzioni call (che scommettono sul rialzo) novembre 20\$ e operando offset con la vendita dello stesso ammontare di opzioni put (che puntano sul ribasso) novembre 26\$ e 95mila opzioni put ottobre 13\$.

Insomma, di anonima c'è solo l'identità ma non la mossa, quella è stata fatta con timing e volume tale da essere per forza notata. Ma non basta. Perché un più generale sintomo di tensione verso la sostenibilità degli attuali corsi azionari arriva da chi solitamente funziona da canarino nella miniera, ovvero gli hedge funds, i fondi speculativi. I quali, scommettendo spesso al ribasso (ovvero puntando su una correzione) hanno preso discreti bagni di sangue da inizio anno rispetto alla performance dell'indice Standard&Poor's, tanto che non solo sono sotto del 5% rispetto ai massimi di gennaio ma sono ancora in rosso nella performance a nove mesi e sui livelli peggiori del 2018. Come mai? Sono diventati di colpo dei dilettanti? Non sanno più speculare? No, la questione è duplice e questi tre grafici la mettono in prospettiva, offrendo un segnale generale di allarme.

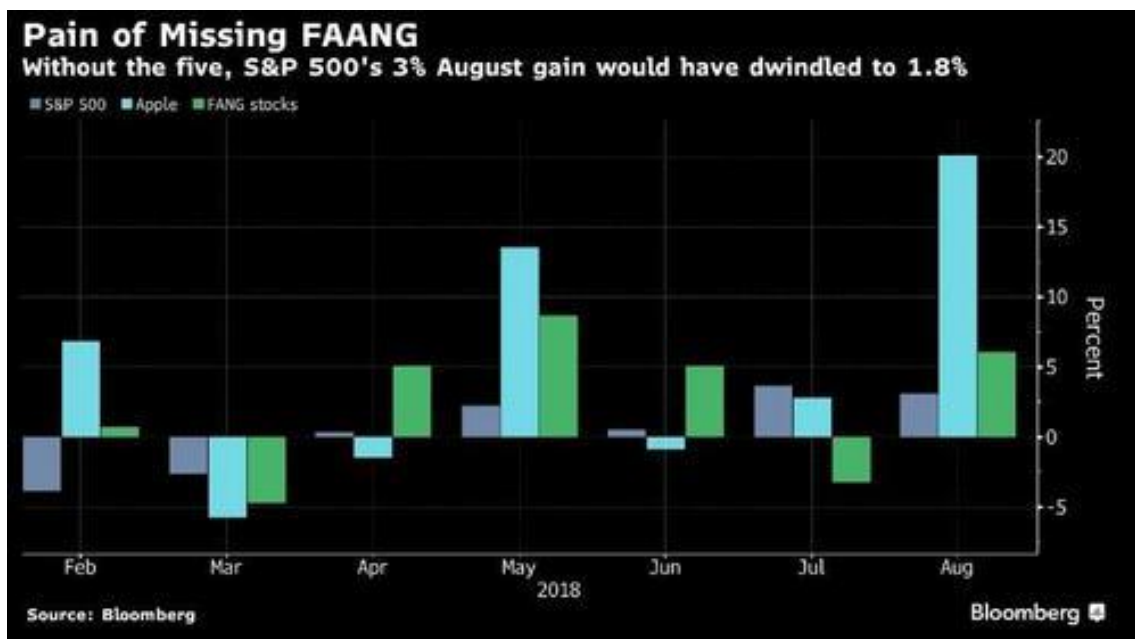


Figure 16: Weighted 1-Day Net Leverage Reaches YTD Lows



Il primo catalizzatore per quelle brutte performance è che gli hedge funds sono stati volontariamente underweight rispetto all'unico gruppo di titoli azionari che sta performando in maniera record, ovvero le magnifiche FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) del settore tecnologico. E i risultati di agosto mostrano plasticamente questa limitata allocazione di capitale in quei titoli da parte dei fondi, visto che a fronte di uno S&P's 500 salito del 3%, la sola Apple del 20% e il resto delle FAANG del 6%, il quadro ci dice che senza quel comparto di cinque titoli, i guadagni dell'indice benchmark di Wall Street sarebbe stato della metà, circa l'1,8%. Come mai chi ha come missione statutaria fare soldi dai soldi si è chiamato fuori da questa giostra dove sembra che non esista possibilità di farsi male?

Secondo catalizzatore, il continuo deleverage dei fondi, ovvero l'alleggerimento del portafoglio di investimento, quasi a temere di restare con il cerino in mano. Una dinamica già cominciata nel secondo trimestre di quest'anno e che ora si è esacerbata, visto che stando a dati di Bloomberg, il leverage netto degli hedge funds a fine agosto ha toccato il minimo da inizio anno, con la ratio al 49% da più del 60% solo a marzo. E non stiamo parlando di cassettisti o fondi pensione, parliamo di gente che ha il rischio come missione, perché per fare tanti soldi occorre muoversi in contesti di rendimento alto che portano però come conseguenza anche alti rischi. Professionisti del sangue freddo, insomma. Che stanno dicendo addio al rally del secolo.

Ma attenzione al particolare: nonostante il deflusso di capitali degli hedge funds, i corsi non sono calati. Anzi, all'inizio del terzo trimestre, quando già la cosiddetta smart money vendeva e scendeva da cavallo, lo Standard&Poor's piazzava un altro 1% di guadagni sui propri massimi. Insomma, qualcuno ha comprato – a valutazioni massime – quei titoli che gli hedge funds scaricavano: chi? Quello che in gergo, tutt'altro che oxfordiano, viene definito il “parco buoi”, ovvero la clientela retail e i fondi più conservativi, come appunto i fondi pensione, i quali oggi si trovano con in mano un tesoro a livello di valutazione attuale ma che rischiano di incorrere in quello che viene plasticamente mostrato dal terzo grafico. Ovvero, il fatto che il decouple – la biforcazione – di performance fra S&P's 500 e indici del resto del mondo (con quelli emergenti già tutti in bear market ufficiale, ovvero sotto di almeno il 20% dai massimi) sia realmente sostenibile e non invece, come in realtà appare essere e come questo grafico



Fonte: Bloomberg/Morgan Stanley

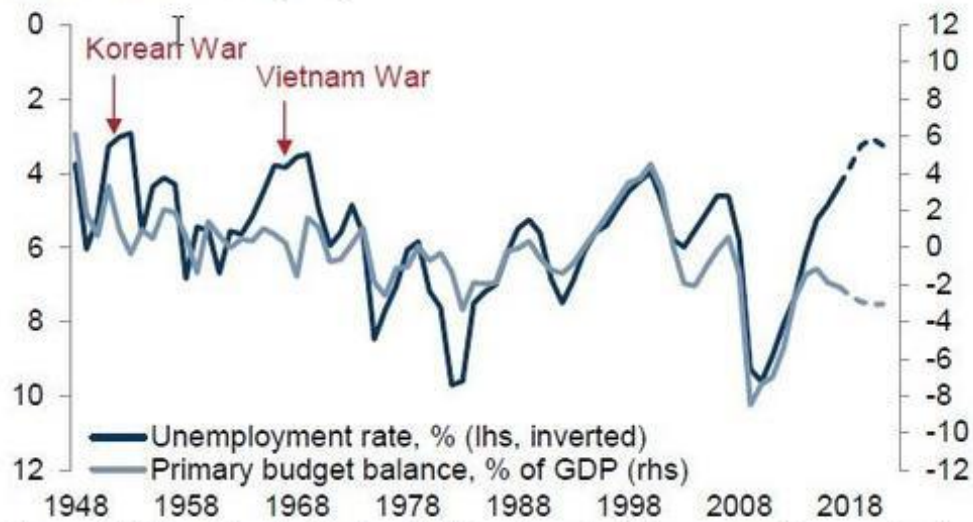
pare confermare in maniera disarmante, meramente frutto della bolla garantita dal denaro a pioggia delle Banche centrali e dai relativi buybacks di titoli. Insomma, Gordon Gekko vende e la casalinga di Voghera compra: nulla di buono all'orizzonte, almeno come ci ha insegnato il 2008. E il fatto che sul finire di agosto JP Morgan abbia offerto il servizio trading gratuito alla clientela retail statunitense, sembra essere un altro indizio che la corsa verso l'uscita di sicurezza sia cominciata. Per ora, senza dare troppo nell'occhio. Dopo, però, si rischia di restare schiacciati dalla calca.

Tutta questione di fondamentali distorti dalla liquidità in eccesso dei vari cicli di QE? Non solo. Come detto all'inizio, c'è anche tanta politica americana nel rischio che grava sui mercati e sulle economie. A partire dalla questione del debito. Non solo, infatti, il deficit di budget USA per i primi 11 mesi dell'anno fiscale in corso ha toccato quota 895 miliardi, più 222 miliardi (+39%) su base annua ma questo risultato significa che la quota psicologica del trilione di dollari verrà toccata e sfondata già nel 2019 (per l'esattezza, 1,05 trilioni entro giugno del prossimo anno, par al 4,9% del PIL), un anno in anticipo rispetto alle previsioni: di questi record infranti, però, non si parla. O si parla sottovoce. E il mese di agosto è stato davvero esplicativo della traiettoria fuori controllo dei conti pubblici statunitensi posta in essere da Donald Trump.

La spesa totale per quel mese, infatti, è salita a 433,3 miliardi di dollari, non solo il 30% in più su base annua ma anche il livello di outlay mensile più alto mai toccato nel già storicamente dispendioso e indebitante mese di agosto. Il tutto, grazie alla riforma fiscale della Casa Bianca che piace tanto ai sovranisti, con un crollo delle entrate, solo 219 miliardi, di cui quelle corporate addirittura in negativo per 3 miliardi. Morale della favola? Il deficit di budget cumulativo di agosto ha portato quello generale per il 2018 a quota 898 miliardi di dollari, il 40% in più rispetto ai primi 11 mesi dell'anno fiscale 2017. Una traiettoria meteorica. Anzi, bellica. Perché nel suo ultimo report, Goldman Sachs evidenzia infatti che dinamiche come quelle di deficit attuali sono assolutamente sconosciute per gli Stati Uniti al di fuori di periodi di guerra, come mostrano questi grafici.

Not a normal peacetime story

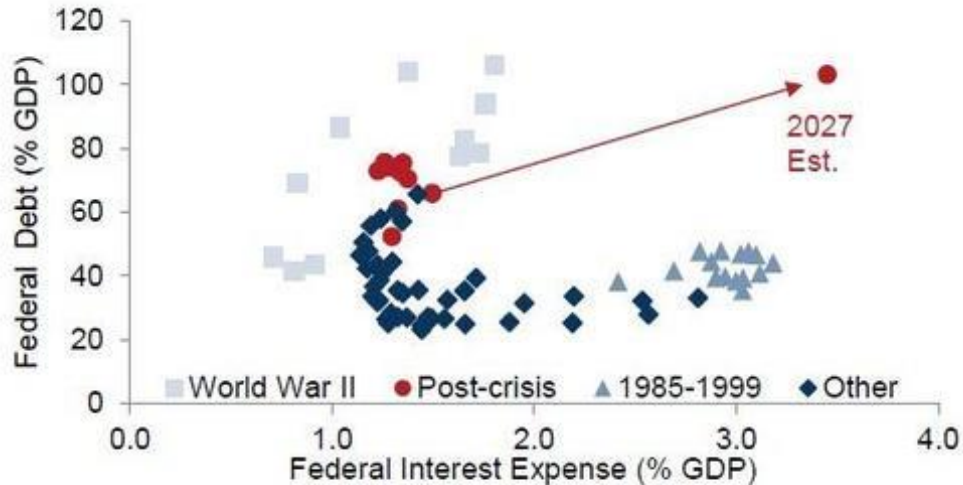
US unemployment rate, % (lhs, inverted) vs. primary budget balance, % of GDP (rhs)



Source: US Department of Labor, US Department of Commerce, Congressional Budget Office, Goldman Sachs Global Investment Research.

From bad to worse

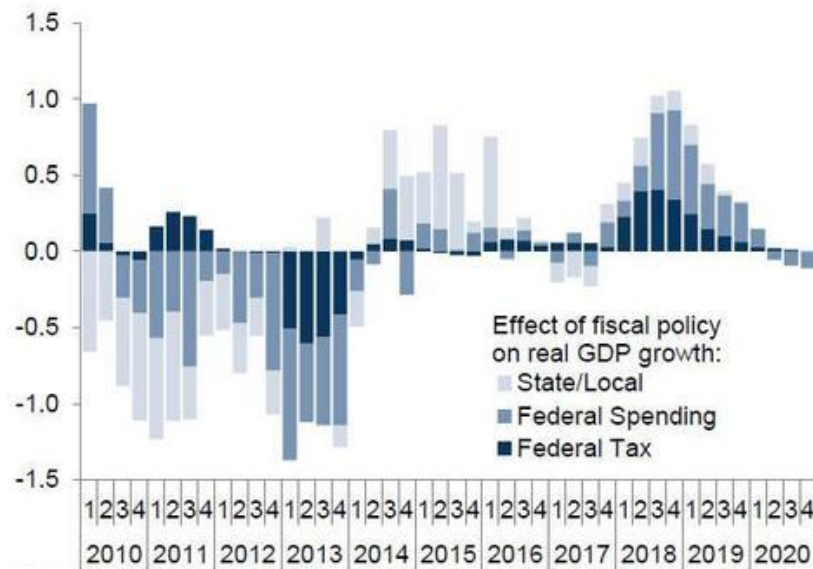
US federal debt, % of GDP (y axis) vs. federal interest expense, % of GDP (x axis)



Source: Office of Management and Budget, Department of Commerce, Goldman Sachs Global Investment Research.

Fading fiscal effects

Effect of fiscal policy on real GDP growth, pp



Source: US Department of Commerce, US Treasury, Goldman Sachs Global Investment Research.

Per la banca d'affari, infatti, il dato già alto toccherà quota 5,5% del PIL entro il 2021 e 7% entro il 2028, “un qualcosa che porta la politica fiscale statunitense in territori inesplorati per due aspetti”. Primo, appunto il fatto che un deficit simile in un periodo di forte crescita e bassa disoccupazione è storicamente associato a periodi di impegno bellico. Secondo, la ratio debito/PIL federale a questi livelli arriva in un momento in cui le spese per interessi appaiono destinate loro stesse a salire. E di molto. E non tutto per colpa delle scelte dell'attuale amministrazione, perché Goldman sottolinea come la relazione fra deficit e tasso di disoccupazione abbia cominciato a divergere durante il mandato di Barack Obama, quando il Congresso divenne più di manica larga relativamente alle spese e le entrate sono cresciute meno rispetto a quanto non facessero solitamente a quel punto del ciclo economico.

Ma “molto del deterioramento delle previsioni si è verificato nel periodo recente. Il Congresso ha dato vita a politiche accomodanti sostanzialmente nell'ultimo anno, tagliando le tasse dell'1,5% del PIL per la prima metà del 2019 e dello 0,6% per i prossimi dieci anni, togliendo i limiti di spesa discrezionale sia per la difesa e approvando spesa aggiuntiva per uno 0,4% del PIL. Questo stimolo dovrebbe aumentare la crescita dell'1% circa nell'anno in corso ma ci aspettiamo che quella spinta cominci a rallentare già dal quarto trimestre di quest'anno, visto che gli effetti legati a tagli fiscali e spesa tenderanno a sparire”.

Ed ecco il catalizzatore delle elezioni di medio termine, per le quali Goldman ritiene che i Repubblicani manterranno il controllo del Senato ma perderanno quello della Camera: “Il voto di novembre potrebbe influenzare le aspettative, visto che un governo

diviso potrebbe generare un impatto fiscale da negativo a neutro fino al 2020, dato che anche in un processo di riconciliazione politica sono prevedibili, stante le dinamiche attuali e già innescate, tagli fiscali addizionali di lievissima entità, con effetti – nello scenario migliore auspicabile – solo modestamente positivi rispetto alla dinamica attuale”.

Attenzione quindi alle elezioni di mid-term, perché potrebbero dirci qualcosa di più interessante e profondo del solo destino politico di Donald Trump. E, stando ai primi posizionamenti di chi opera sui mercati e di chi li analizza, non pare nulla di buono. Recessione anticipata al 2019? Di certo, un tasso di crescita USA come quello attuale è retto soltanto da dinamiche di stimolo enormi. Terminato l'effetto dei quali, o si somministra altro doping o si rischia di crollare a terra, esanimi per la fatica. E se, paradossalmente, sul breve termine potrebbe essere il carico distruttivo dell'uragano Florence a garantire un po' di fiato al PIL con le sue spese straordinarie (la CBS nel weekend ha quantificato i danni in 170 miliardi di dollari, con oltre 759mila fra abitazioni ed esercizi commerciali colpiti), a quel punto, la palla tornerà tutta in capo alla Fed e al suo processo di normalizzazione dei tassi.

Ammesso e non concesso che la crisi valutaria/debitoria dei mercati emergenti, sua prima vittima, non reclami una pausa prima del tempo. Ciò che a Washington, forse, sperano. E potrebbero, come extrema ratio, tramutare in profezia autoavverante. L'ennesima del post-Lehman.

Mauro Bottarelli

<https://it.businessinsider.com> 17/09/2018