

A QUALCUNO PIACE IL CALDO

Non mancano le estati calde nella storia dei mercati finanziari ma raramente i fatti del passato si ripetono, l'unica cosa immutata e immutabile è l'animo umano, la fallacia delle sue sensazioni e la ripetizione dei medesimi errori.

L'estate è una stagione che ha sempre avuto una posizione eminente nell'immaginario religioso dell'uomo, feste, fuochi e rituali magici celebravano il solstizio del giorno più lungo dell'anno, denso di significati sacrali.

Il solstizio d'estate, il Midsummer Day, fa da sfondo alla commedia "Sogno di una notte di mezza estate" di Shakespeare. Il giorno più lungo dell'anno è festa celebrata in tutto il Nord Europa, le eco di lontani culti pagani si mescolano e confondono con i gesti e i riti cristiani.

La sacralità del giorno più lungo dell'anno è spiegata dal culto della fertilità della terra, dall'avvento della stagione del raccolto, l'evento più importante dell'anno.

Nonostante il caldo opprimente, si deve lavorare duro proprio nella stagione in cui la terra restituisce abbondanza di prodotti, perché "chi dorme d'agosto, dorme a suo costo" ammonisce un vecchio proverbio toscano (vedi L'Alpha e il Beta 28.7.2014).



Pieter Bruegel Il Vecchio, I Raccoglitori, 1565 (fonte Wikipedia).

Un ammonimento valido anche per chi non è coinvolto nei lavori agricoli, la storia economica e finanziaria è ricca di estati calde.

Nixon approfittò della distrazione estiva per annunciare nel 1971 l'uscita degli Stati Uniti dal sistema monetario a cambi fissi di Bretton Woods. I dollari non sarebbero stati più convertiti in oro: si stava realizzando una vera e propria rivoluzione del sistema monetario internazionale e il mondo era in vacanza.

Enrico Cuccia non lasciava mai Milano ad agosto, la città assolata e deserta gli offriva la tranquillità necessaria per redigere la relazione annuale per l'Assemblea dei Soci di Mediobanca del mese di ottobre. Ma, cosa più importante, Cuccia approfittava dell'indolenza agostana anche per preparare nella massima riservatezza le operazioni più delicate.

La crisi del bath thailandese e dei paesi vicini esplose nel luglio 1997 e ancora più calda fu l'estate dell'anno dopo. Mentre il Fondo Monetario era ancora alle prese con la crisi delle Tigri asiatiche, nell'agosto 1998 collassò il mercato finanziario russo. La pesante svalutazione del rublo e la moratoria sui pagamenti ai creditori esteri fece saltare in aria il Long Term Capital Management, la carica esplosiva era costituita dalla forte esposizione a leva.

Semplificando molto, la filosofia alla base del LTCM era ottenere modesti guadagni molto probabili a fronte del rischio di grandi perdite molto improbabili. La crisi russa dell'estate 1998 fu quello che Nassim Taleb definisce il "cigno nero" e



Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.

Lucrezio, duemila anni prima, "clinamen", la deviazione erratica e imprevedibile di una traiettoria.

La crisi russa fu l'evento improbabile che decretò la fine di una strategia e di molte reputazioni, dovette intervenire in modo straordinario la Federal Reserve per evitare che il "fondo dei Premi Nobel" trascinasse con sé buona parte del sistema finanziario americano. Per soprammercato, il 17 agosto di quello stesso anno il Presidente Clinton ammetteva il "coinvolgimento affettivo" con una stagista, il rischio di impeachment era altra benzina sul fuoco della volatilità in quella calda estate.

Furono poi particolarmente caldi l'agosto 2004, quando si verificò un brusco rialzo del prezzo del petrolio, e l'agosto 2007, quando divennero familiari al grande pubblico termini fino allora oscuri come "spread" e "subprime". In capo a pochi mesi più o meno tutti sapevano che ABS non era solo un sistema frenante ma anche acronimo di strumenti finanziari complicati e, apparentemente, dalla dubbia reputazione.



David Hockney, A bigger Splash 1967 (fonte Wikipedia).

La Grande Crisi Finanziaria cominciò il 9 agosto 2007, quando una banca francese congelò l'operatività su tre fondi specializzati in cartolarizzazioni ABS americane, il sottostante era costituito da mutui immobiliari stipulati con persone dalla debole capacità finanziaria ("subprime", modo elegante per indicare l'elevato rischio di insolvenza).

Fu il segnale dei liberi tutti, i tassi sul dollaro schizzarono in alto, l'intervento delle banche centrali fu tempestivo eppure tardivo: il virus dei crediti di bassa qualità, inoculato da anni nell'organismo dei mercati dei capitali con enormi operazioni di ingegneria finanziaria, abbandonò la latenza e si manifestò con effetti devastanti. Nell'estate 2011 il contagio arrivò ai debiti sovrani dell'Eurozona.

L'estate 2013 fu caldissima per le economie emergenti: nel giugno Ben Bernanke aveva annunciato l'avvio della normalizzazione della politica monetaria americana, il deflusso di denaro dalle economie fu imponente e doloroso.

Comprensibile dunque, con questi precedenti, che qualcuno provi un certo nervosismo all'avvicinarsi della pausa estiva, per gli operatori come per i contadini vale l'ammonimento del proverbio toscano a "non dormire".

Restare operosi non significa però agire avventatamente, modificare le allocazioni dei portafogli sulla base dei precedenti storici o, peggio, delle sensazioni o della scaramanzia.

Inutile prevedere il futuro, inconoscibile nel grembo di Giove, ma è vacuo anche scrutare nel passato per cercare analogie e similitudini: raramente i fatti del passato si ripetono, l'unica cosa immutata e immutabile è l'animo umano, la fallacia delle sue sensazioni. Il passato, questo sì, è colmo di errori dei quali però si conserva debole memoria.

A nostro giudizio è opportuno conservare un atteggiamento vigile e laico, capace cioè di guardare ai fatti come essi sono, senza la pretesa di interpretarli secondo idee preordinate.

Ad esempio, l'attuale bull market magari non è il più odiato, come ha scritto un bravo analista, ma è senz'altro il più contraddittorio. In molti alzarono le sopracciglia già nel 2009, la botta della crisi era stata così forte che giudicavano il rialzo insostenibile. Dopo undici anni è ancora qui e lotta assieme a noi. Non si detesta una fase rialzista, ci mancherebbe altro, ma certamente se ne possono evidenziare le contraddizioni.

E' appena cominciata la stagione degli utili societari, i primi dati, benché sopra le attese, confermano le attese di utili più o meno stabili o in modesto arretramento (vedi anche la nostra nuova newsletter La Musa dei mercati del 19.7.19).

Uno dei paradossi di questa calda estate sono le performance di Wall Street disancorate dai risultati, attesi modesti anche nei prossimi trimestri, sostenute dalle parole di Powell, giustificate dai rendimenti obbligazionari storicamente bassi, forzate dalla scarsità di alternative, There Is No Alternative è il cliché che si sente ripetere da tempo.

Le borse salgono a dispetto di portafogli globali che nel mese di maggio hanno scaricato buona parte dell'allocazione azionaria, a dispetto di utili stagnanti, a dispetto della poca fiducia nella forza dell'attività economica nella seconda metà dell'anno. Il tiro alla fune tra fattori di debolezza e elementi di forza, scriveva L'Alpha e il Beta la settimana scorsa, è destinato a proseguire.

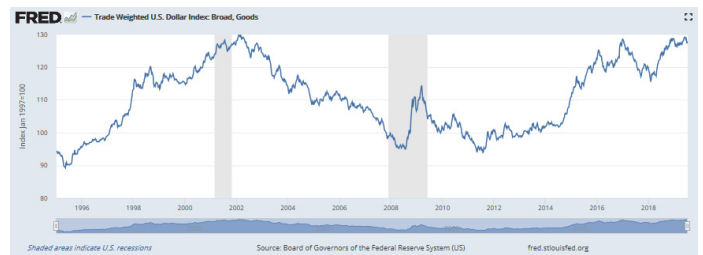


Claude Monet, I papaveri, 1873 (fonte Wikipedia).

Altra fonte di allarme è il possibile riaffacciarsi della competizione valutaria. Il presidente Trump non ha esitato di accusare di manipolazione le autorità cinesi e, con un tweet il 18 giugno, lo stesso Mario Draghi. “Se la guerra commerciale è condotta dai tweet presidenziali perché non potrebbe accadere lo stesso nelle guerre valutarie?” si chiede Katie Martin sul FT. L'indebolimento del dollaro è dietro la porta, spinto in parte dalla Federal Reserve, in parte dal linguaggio schietto di Trump che, come avverte Martin, potrebbe tornare sull'argomento con un cinquetto in qualsiasi momento.

Il dollaro americano è ai valori massimi nel calcolo “trade weighted” che, in un mondo multilaterale, è misura più rappresentativa rispetto al cambio “bilaterale” perché tiene conto del volume degli scambi nelle valute dei vari partner commerciali.

Pochi però scommettono sul proseguimento di questi livelli e, se il dollaro dovesse indebolirsi, le domande giuste riguarderanno semmai l'Eurozona, non ancora nella forma migliore per gestire lo speculare rafforzamento dell'euro, e la Gran Bretagna, che rischierebbe l'accusa trumpiana di “Grande Manipolatrice Valutaria” nell'eventualità che un no-deal facesse precipitare la sterlina (con tanti saluti alla “special relationship”).



Il cambio “trade weighted” tiene conto del peso delle valute dei partner commerciali (fonte FRED Economic Data).

La matrioska del rischio politico (vedi L'Alpha e il Beta del 27.5.2019 Matrioske) ha svelato una nuova bambolina: un terzo del greggio trasportato per nave transita nello stretto di Hormuz e in buona parte si dirige a est, verso Cina, India, Giappone. L'Iran, minacciato dalla solida alleanza tra l'arci-nemico saudita e gli Stati Uniti, reagisce alzando la posta e se Londra risponde con linguaggio diplomatico, il presidente americano taglia corto intimando al governo iraniano “di non fare nulla di stupido” e annunciando l'invio in Arabia Saudita di cinquecento militari.

Andiamo in vacanza sereni, rinfancati dai fatti positivi, mettiamo qualche buon libro nello zaino (ne parleremo la settimana prossima), non trascuriamo però i rischi periferici: quelli politici, il ruolo abnorme delle banche centrali, la distanza tra performance di borsa e fondamentali.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.