

Maggio 2009

La percezione della realtà è un elemento estremamente importante nell'attuale ciclo economico e nelle circostanze del momento. Il tema è di essere certi di avere il polso reale della situazione per sperare di esprimere un giudizio su ciò che i mercati scontano.

Sappiamo già che i mercati finanziari non si muovono sulla realtà al 100% del tempo, tutt'altro.

L'avidità, l'emozione, la paura spesso guidano il mercato più della realtà.

Questo mese vorrei fare una revisione del mercato del credito, per come lo vedo. Certamente un senso generale di ottimismo si è diffuso, portando i mercati azionari a lievitare. E questo senso di ottimismo ingenera il pensiero che l'economia e le condizioni generali dei mercati finanziari debbano essere migliori, perché una borsa che sale implica una economia che migliorerà. In altre parole, la storia ci ha mostrato che la borsa anticipa i tempi e dunque se gli indici azionari salgono, semplicemente significa che giorni migliori stanno arrivando.

Ma nel ciclo attuale sappiamo tutti che il mercato dei crediti è stata la causa di una straordinaria svalutazione dei mercati finanziari globali.

Così, seppure sia bello vedere le borse risalire, è il mercato del credito a reclamare la nostra attenzione; per come la vedo io i giorni migliori arriveranno quando le borse e il credito si staranno risanando simultaneamente.

Ad un occhio superficiale anche il mercato dei crediti si sta risanando, ma approfondendo i fatti, i numeri, le evidenze, si scopre un quadro diverso. Molto diverso. Per come vedo i dati, credo che la conclusione sia che la Fed sta abilmente tamponando le falle del sistema e che questa abilità della Fed può creare la sensazione che la via del risanamento è iniziata.

Io penso che una parte degli indicatori del mercato del credito siano "addomesticati" e così abbiano creato una errata percezione sull'ipotetico risanamento della situazione.

Entriamo nei dati passo dopo passo e scopriremo che il mercato del credito è tutt'altro che in risanamento, sebbene il rialzo delle borse potrebbe farcelo pensare.

Prima di tutto un occhio al bilancio della Fed (espresso in billion\$), dai un'occhiata e poi facciamo un paio di commenti veloci:

Elemento	al 15/04/2009	al 15/04/2008	Differenza
Reserve Bank Credit	2,169	866	1,303
UST's	526	549	(23)
Agency Securities	61	0	61
MBS	356	0	356
Term Auction Credit	456	0	456
Commercial Paper Funding	238	0	238
Liquidity Swaps	294	38	256
Maiden Lane LLC's (AIG)	72	0	72
Credit Extended to AIG	45	0	45

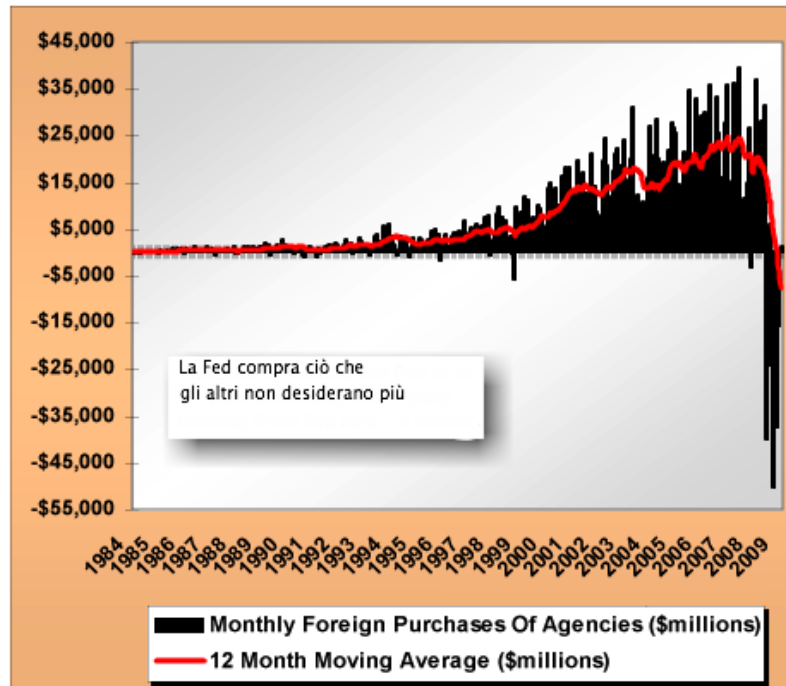
Come possiamo vedere, stiamo confrontando il bilancio della Fed al 15 Aprile di quest'anno con quello di un anno fa. Di mezzo, tra i due, c'è stata una fase acuta della crisi finanziaria, iniziata la scorsa estate e che ha portato la Fed, il Dipartimento del Tesoro e il Governo degli Stati Uniti a prendere azioni che solo poco tempo prima sarebbero state impensabili.

¹Innanzitutto la voce "Reserve Bank Credit" rappresenta il totale approssimato del bilancio della Fed. Sì, è più che

raddoppiato, e probabilmente sarà triplicato entro pochi mesi.

Un anno fa tre quarti del bilancio della Federal Reserve era costituito da UST (titoli di Stato americani) e accordi di riacquisto. Oggi i titoli di Stato americani pesano meno del 25% e i repo sono solo un ricordo. Dalla tabella si può facilmente vedere cosa ora la Fed detenga, ma vediamoli insieme.

Innanzitutto, la Fed si è messa a comprare carta dalle Agenzie, come effetto della crisi che ha colpito Fannie e Freddie, allo scopo di porre un argine alle vendite di questi bond da parte della comunità estera (principalmente la Cina) che tanti ne avevano sottoscritti negli ultimi anni.



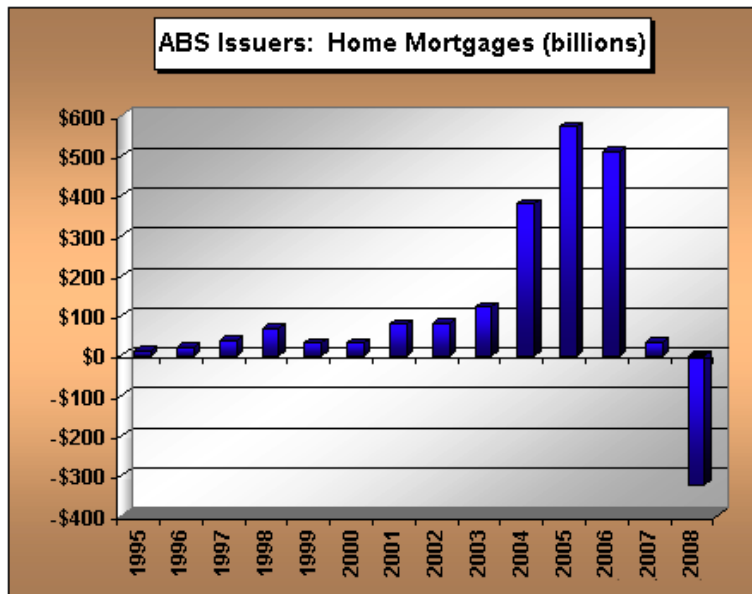
2

La cifra che vediamo rappresenta i bond effettivamente rilevati dalla Fed, ma poiché lo yield delle emissioni delle agenzie federali è precipitato nell'ultimo anno, sintomo evidente che il mercato ritiene che ci sia una garanzia implicita del governo su tutto il debito di Fannie e Freddie. Quindi sui tassi vediamo una distensione della "situazione di crisi" mentre nel bilancio della Fed vediamo solo una parte del peso dell'intervento. Questo da senza dubbio una apparenza di risanamento al sistema, chiaramente senza l'intervento della Fed e del Governo sarebbe stato un disastro, una catastrofe, forse l'abbrivio di una serie di default massivi.

La prossima voce riguarda gli MBS, ovvero i *mortgage-backed securities*.

Sappiamo che la Fed ha annunciato nel comunicato FOMC di Marzo di voler comprare 750 miliardi di \$ di MBS stampando moneta. Al 15 Aprile possiamo osservare che la Fed detiene circa la metà di questa somma con 356 miliardi di MBS. Tu sai già che l'intento palese della Fed in questa azione è quello di portare in basso i tassi dei mutui convenzionali (riavvicinando la differenza fra mutui e Treasuries), ed è quello che stanno facendo. La Fed ha suggerito un obiettivo di tassi dei mutui al 4% sui prestiti convenzionali, ancora non ci siamo, pertanto aspettati che vadano avanti a comprare altri MBS.

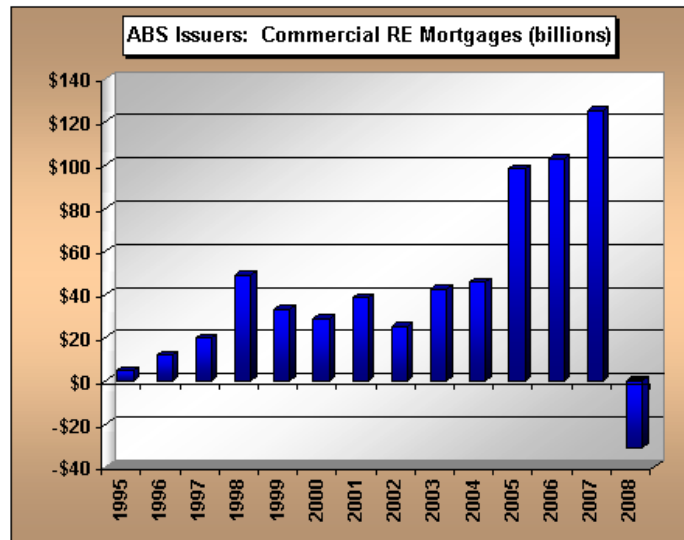
Il punto è che ciò che vediamo fare alla Fed è controbilanciare la contrazione degli MBS nei mercati delle emissioni "asset backed". Il grafico che segue esprime chiaramente la storia dei mutui casa nel complesso di tutto ciò che è "asset backed". E' implosivo, e ha portato la Fed a infilare un grosso dito nel buco della diga del mercato del credito.



Guardiamo in faccia la realtà: ciò che la Fed sta facendo è far arrivare ai consumatori tassi sui mutui che senza il suo pesante intervento non esisterebbero nemmeno.

Dunque, i mercati che restringono i rendimenti degli MBS ci dicono che il sistema si sta risanando o piuttosto abbiamo una Fed che non può togliere le dita dai buchi della diga senza che la diga tracimi? Naturalmente questo ci porta ad una discussione che preferisco rimandare in futuro riguardo a quando e se la Fed potrà smarcarsi da questo ruolo (cosa ne dici di: “non tanto presto”?)

Attenzione, perché le dinamiche di cui ti ho appena parlato sui mutui residenziali sono molto simili a ciò che sta iniziando nel mercato immobiliare commerciale. Scommettiamo che prima che l'attuale ciclo sia terminato la Fed avrà senza dubbio usato il suo bilancio per compensare quello che vedi proprio qui sotto?³



L'alternativa sarebbe lasciare alle banche pesantissime perdite, ma visto che le più recenti azioni della Fed, del Governo e del Dipartimento del Tesoro ci hanno mostrato che per loro le banche e le investment banks sono sacrosante e che verranno salvate ad ogni costo, senza guardare i buchi che si creano nel bilancio pubblico, attendo al varco l'allibratore per la mia scommessa.

Dunque ci stiamo risanando? Andiamo, questa parte del mercato dei crediti sta ansimando per respirare.⁴

Proseguiamo con la prossima voce in tabella: “term auction credit”, o TAF (*term auction facility*)

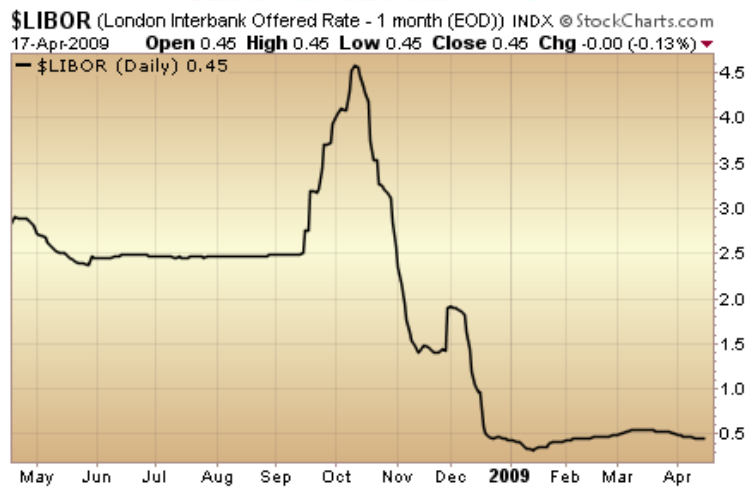
Per cosa è stato creato? Riprendendo le parole della Fed “per far sì che la provvista di liquidità possa essere distribuita anche in una situazione di mercati interbancari stressati e diffidenti”. Cosa ci può permettere di vedere “mercati interbancari diffidenti”?

Dai, è facile: il LIBOR.

In parole povere il TAF è stato stanziato per far scendere il LIBOR.

E pensa un po': è esattamente quello che è successo, come puoi vedere.

Lo “stress” e la “diffidenza” del mercato sono solo un ricordo dello scorso Ottobre. Inoltre il LIBOR, come saprai, è uno degli indicatori chiave delle condizioni del mercato globale del credito. Fa piacere sapere che va tutto bene, giusto?

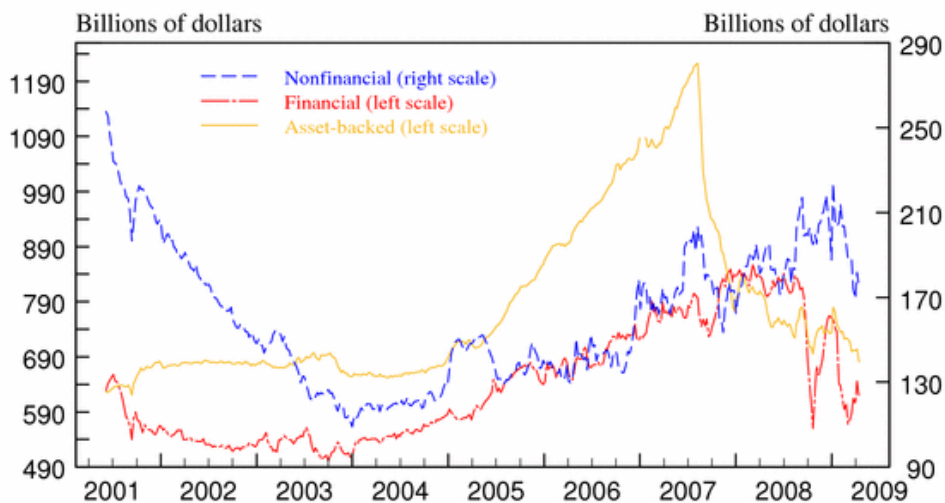


Probabilmente questo è l'indicatore che più si è distorto rispetto al suo ruolo di indicatore di rischio a causa dell'intervento della Fed. E questo ci porta al cuore concettuale dell'intervento governativo. Come cavolo può il settore privato prezzare i rischi e allocare correttamente ed efficacemente il capitale se la Fed, il dipartimento del Tesoro e il governo si sozzano di "alterare" gli asset e i loro rischi? La vera ripresa ci sarà quando il rischio verrà prezzato appropriatamente e tutti i rischi saranno conosciuti (la cosiddetta trasparenza). Quindi non facciamoci ingannare: la discesa del LIBOR non è il risultato di un risanamento, ma il risultato del TAF. E quindi ancora una volta: come farà la Fed a smarcarsi da questo intervento?

Proseguiamo nel meraviglioso mondo delle commercial paper. Nella tabella iniziale si vedeva che la Fed un anno fa non deteneva commercial paper. In realtà non le ha avute fino alla fine della scorsa estate. Dopo il caso Lehman il mercato è corso verso il cash rischiando di far collassare le CP e la Fed è stata così agile da stanziare un funding facility per le CP, affinché ci fosse un luogo dove monetizzare senza panico le CP. Con circa 240 miliardi di dollari in CP depositate presso la Fed perché non circolano, possiamo parlare di mercati in risanamento?

Aggiungo che il valore è in custodia da inizio 2009, mentre il mercato delle CP nel suo complesso si è contratto da inizio anno. Quindi? Beh... la quota della Fed in CP ancorché stabile sta aumentando in termini relativi...

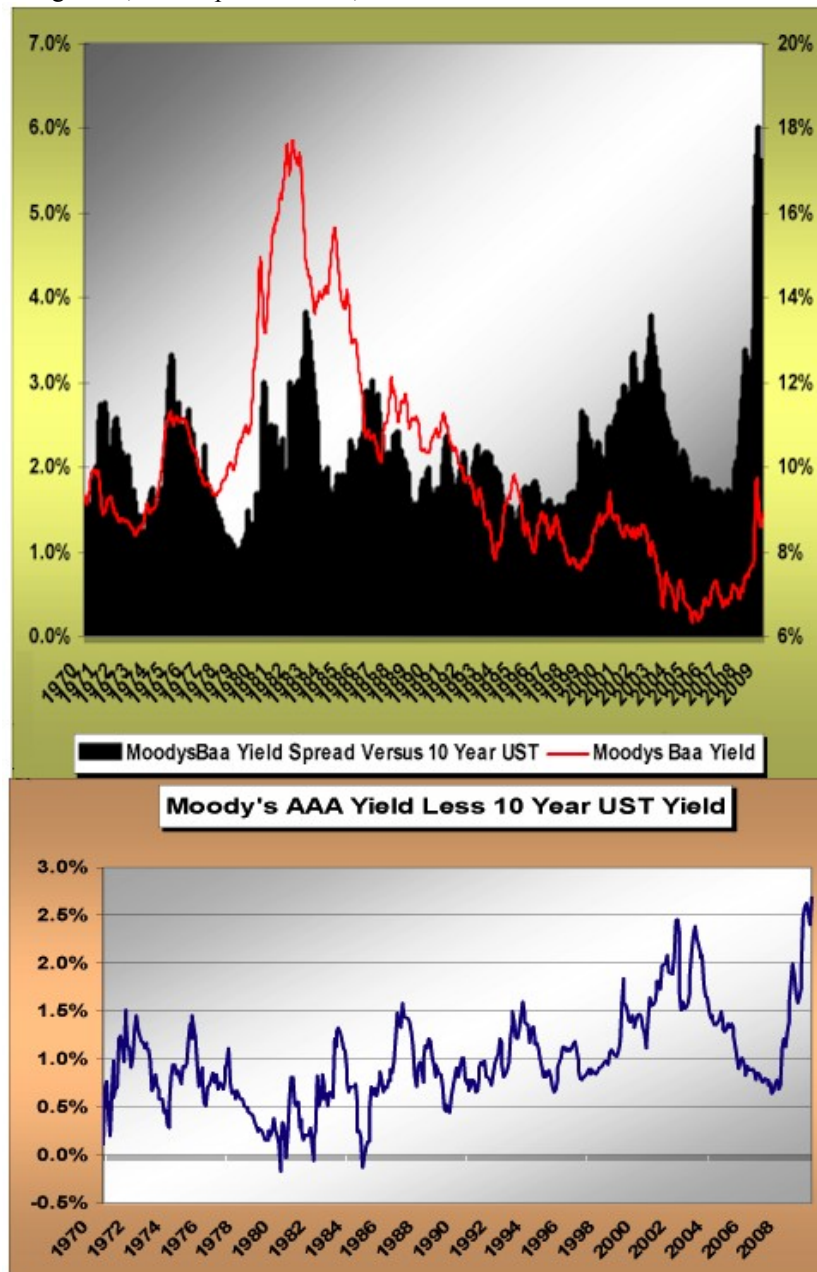
Ad oggi la Fed detiene circa il 15% del totale del Mercato delle CP. Nel grafico puoi vedere che tutte e tre le tipologie di CP continuano a contrarsi. Questa non è l'immagine di un mercato che si sta risanando, di un mercato "frizzante", non a lungo.



Il messaggio è chiaro. Non solo scende il volume totale delle CP, e quindi mano a mano che scadono sempre meno ne

vengono rimesse, ma allo stesso tempo la quota in mano alla Fed sta crescendo progressivamente; di nuovo torna la domanda: senza il dito della Fed a ostruire il buco, come sarebbe questo mercato? (Probabilmente non vuoi davvero saperlo)

Ho lasciato alla fine il più semplice: nei prossimi 2 grafici diamo un'occhiata a semplicissimi spread corporate. Confrontiamo i rendimenti degli Aaa e Baa di Moody's con il rendimento del Treasury decennale, confrontando il risultato con il passato. Il grafico, come spesso accade, ci racconta una storia



Gli spread delle obbligazioni a qualità più bassa, i Baa, sono attualmente ai massimi da circa 40 anni. Probabilmente il mercato si è spostato verso migliori obbligazioni corporate Aaa.

Senza dubbio questo aspetto dei crediti non solo non sta migliorando, ma sta mostrando uno stress crescente quest'anno. E quale grande differenza separa i crediti corporate dal LIBOR, dalle commercial paper, dagli MBS e dalla carta delle agenzie governative? Facile e molto importante: la Fed non è coinvolta!!! Per lo meno non ancora, capisci? Certo che sì.

Ricapitolo brevemente perché sono certo che ormai avrai capito cosa sta succedendo: la Fed sta creando l'impressione ma anche la percezione che i crediti USA si stiano risanando. Per chi non vuole o non può capire cosa sta succedendo è facile farsi condurre in questa errata percezione, ma se si pone la luce sui singoli aspetti si scopre che dove la Fed è coinvolta, la percezione di risanamento si crea. Dove la Fed non è coinvolta (mercato corporate), lo stress è pienamente visibile. La mia convinzione è che gli investitori nel mercato dei crediti siano smart, sono meno emotivi degli investitori azionari, molti di loro sanno esattamente cosa sta succedendo e quale sia la vera natura di questo ipotetico risanamento che ha preso piede quando la Fed ha infilato tutte le sue dita nei buchi della diga dei crediti.

L'amministrazione USA sta compiendo tutti gli sforzi possibili per “scongelerare” il mercato dei crediti, con qualche successo, ma ricordiamoci che laddove la Fed non è intervenuta le cose non sono migliorate, e che verosimilmente senza l'intervento-tampone il mercato non si sarebbe rasserenato con le proprie forze. Speriamo che gli operatori azionari abbiano beninteso tutto questo nella loro corsa degli ultimi 2 mesi ad anticipare la ripresa che verrà, perché se ciò che loro scontano è corretto -specialmente nel settore finanziario- allora dovremmo vedere a breve un risveglio del mercato dei crediti in stile Lazzaro: un risveglio repentino dallo stato mortale. Al momento è solo la Fed, con il Dipartimento del Tesoro e il governo, a dare sostegno al mercato. E dalla situazione attuale non mi pare abbia alcuna strategia di uscita. Il mercato dei crediti continuerà nei prossimi mesi a darci il polso della situazione, dobbiamo continuare a tenerlo sotto controllo. Vi aggiornerò questa analisi nell'arco dell'anno 2009.