

Marzo Pizzerello

L'amico Jean-Claude (Trichet) ammonisce sul necessario riallineamento tra economia reale e finanza, e la scadenza del primo trimestre sembra perfettamente calzante per sviluppare questo tema: come saprete per Aprile è attesa l'interruzione dell'acquisto di *mortgage backed Securities* (le obbligazioni legate ai mutui) da parte della FED, acquisti effettuati stampando denaro. Da qui la diffusa convinzione che i tassi dei mutui (e dunque anche i rendimenti dei bond lunghi) saliranno rapidamente, a seguito dell'interruzione di questo piano. Una situazione su cui scommettere con certezza di vincere. Ma non ancora. Il motivo? Tutti se lo aspettano, ma le Agenzie federali (Fannie Mae e Freddie Mac) hanno ancora delle cartucce da sparare, nell'ottica di una "transizione ordinata". Una 'manina' aiuterà a gestire la cosa, d'altra parte in quale aspetto del mercato la 'manina' non interviene di questi tempi?

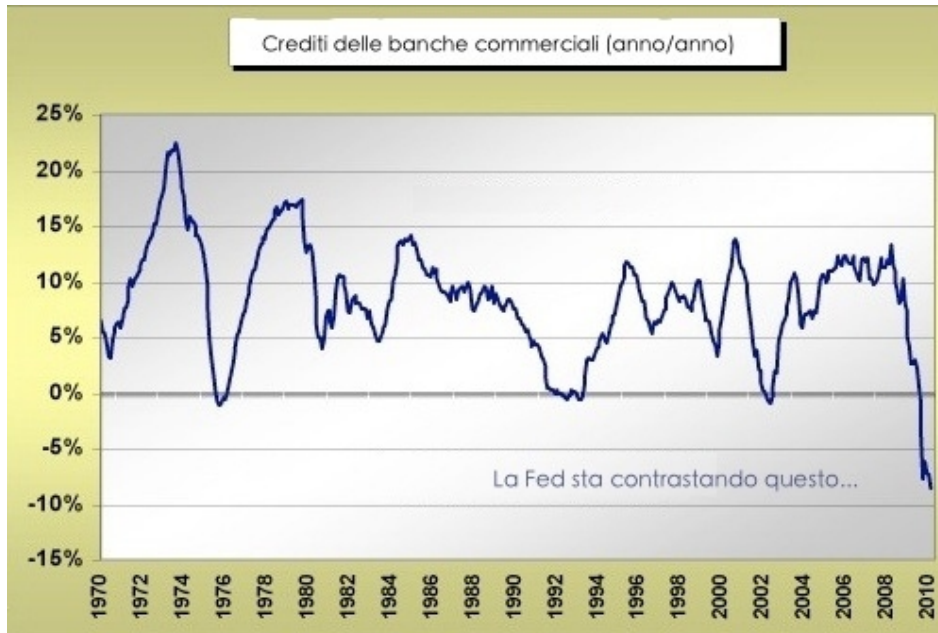
Comunque, il punto in questo mensile è di guardare avanti e cercare di anticipare il ritorno alla stampa di denaro da parte della FED. Prima un rapido sguardo indietro con qualche numero di quest'anno e dell'anno scorso nientemeno che dal bilancio stesso della FED. Qui di seguito una sbirciatina:

Componenti primarie del bilancio della FED (\$billions)			
Componente	Bilancio al 18/03/2010	Bilancio 19/03/09	Differenza
US Treasuries	\$ 776,6	\$ 474,7	\$ 301,9
MBS	\$ 1.066,4	\$ 236,5	\$ 829,9
Agency Debt	\$ 167,5	\$ 48,3	\$ 119,2
Total	\$ 2.101,5	\$ 759,3	\$ 1.251,2

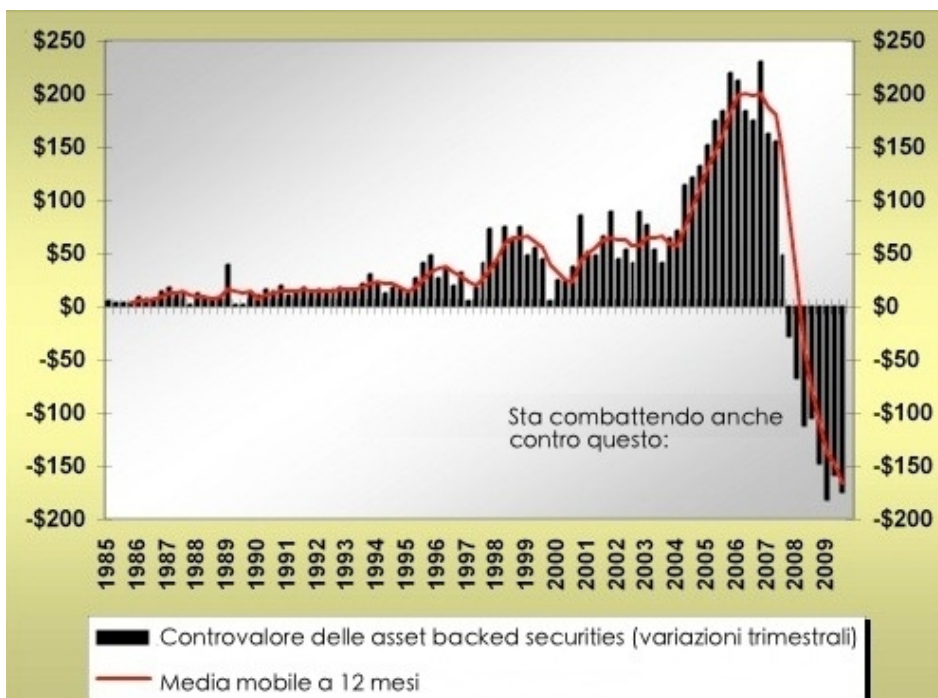
Ciò che emerge è chiaro: stampare denaro a ritmo elevato è stato di gran moda. Ma quando la Fed stampa denaro dal nulla e monetizza il debito comprando Treasury, MBS e agency debt, chi deteneva quei titoli ne riceve liquidità, che dovrebbe poi diffondersi sul mercato. Ricorderete ad esempio quando Bill Gross (gestore di PIMCO, il più grande operatore obbligazionario del mondo) diceva di stare vendendo i suoi MBS (evidentemente alla FED) qualche settimana fa... e qui ci chiediamo: perché allora non si è ampliata l'offerta di moneta?

Ricorderete che quando sembrava che il mondo stesse finendo, le banche non si fidavano l'una dell'altra (portando euribor e libor a valori molto elevati); tra fine 2008 e inizio 2009 la FED era divenuta dunque il centro di scambio del mercato delle commercial paper, accettandole come collaterali e fornendo a tutti i soggetti i liquidity swaps, il term auction facility, ecc. Tutti insieme queste facilitazioni ammontavano a circa 1 trilione di dollari. Questo trilione è certamente stato utilizzato per gli acquisti degli MBS, dei Treasury e delle agency securities. Questo mi porta a fare alcune considerazioni: primo, al netto della Fed il mercato delle commercial paper è un fantasma, riflettendo bene l'implosione del mercato delle asset backed securities. Secondo, scambiando liquidità con MBS la Fed ha allungato fortemente la duration del proprio portafoglio, senza far crescere il valore della M2, infatti la crescita di liquidità dal momento della "ripresa" è stata anemica, a causa della mancanza di espansione del credito. Quindi quello che dobbiamo domandarci è: se la Fed smette di stampare moneta, chi se li compra i titoli lunghi? E inoltre, come potrà espandersi la liquidità se la Fed, con il suo intervento straordinario di soccorso al sistema, è riuscita a malapena a mantenerla? Il valore della M2 è cresciuto di 70 miliardi \$, mentre la Fed ha acquistato 1250 miliardi \$ di carta stampando il denaro che le era necessario. Come è possibile? Dov'è evaporato quel denaro? Evidentemente la distruzione di credito (default e mancati rientri) ha eroso la straordinaria mole di denaro che è stato

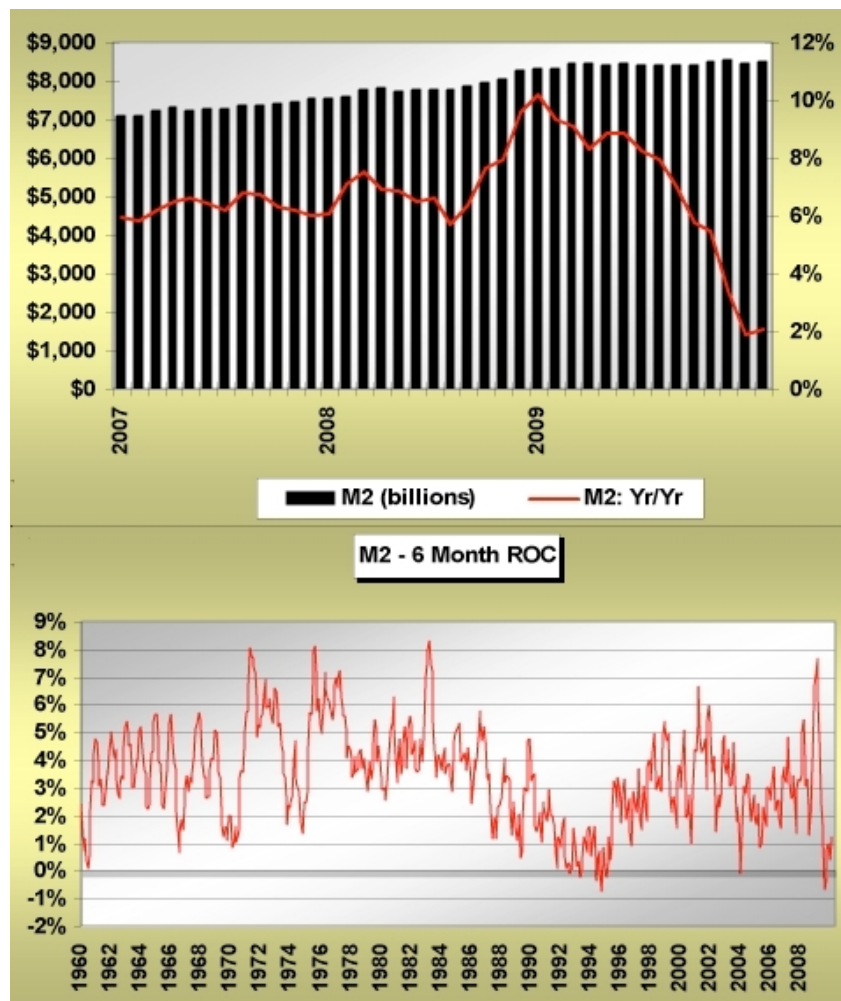
stampato. Date un'occhiata al grafico che sta qui sotto, che come sempre spiega il concetto più di mille parole, visto che rappresenta il calo dei prestiti bancari dal top del 2008



...e qui sotto troverete il valore delle attività "asset backed". La distruzione di denaro è stata ciclopica, ed ha assorbito praticamente tutta la liquidità immessa dalla Fed:



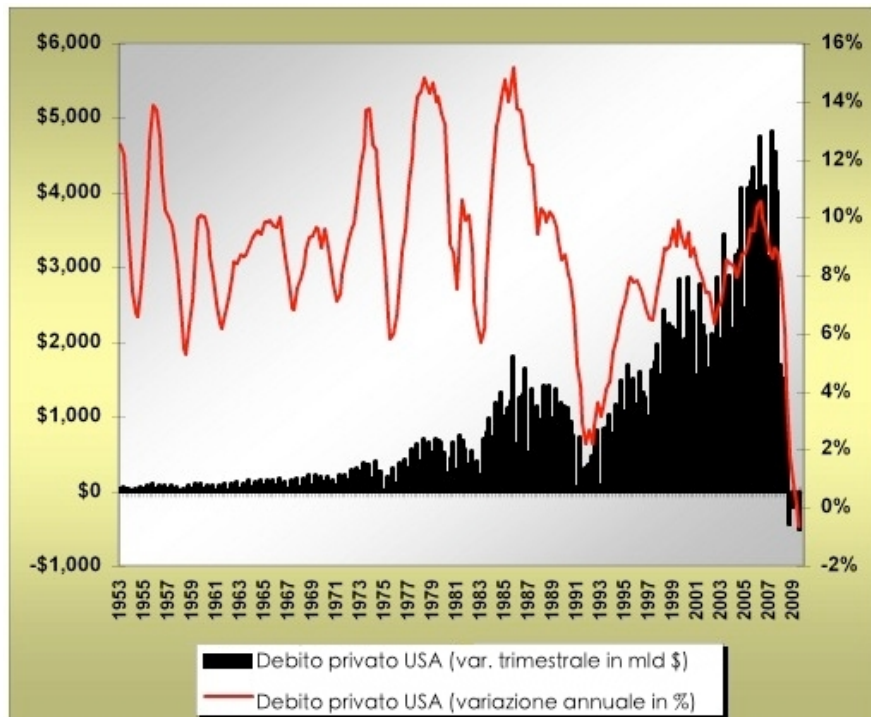
Ora torniamo alla Fed e a ciò che è successo negli ultimi 18 mesi, nel mondo post-Lehman del denaro stampato e del denaro distrutto. Mettiamo insieme qualche numero: il valore delle asset backed securities si è contratto di circa 955 miliardi \$, il totale dei crediti erogati dal sistema bancario è andato in negativo di 725 miliardi \$. Cominciate a vedere un senso? La contrazione totale di valori è stata di 1,68 trilioni \$, e la Fed ne ha stampati oltre un trillione, a cui aggiungiamo la liquidità che i mercati hanno creato vendendo altri asset (più che latro azioni e futures su materie prime). La Fed non ha creato denaro per riattivare il volano dell'economia, come da teoria Keynesiana, la Fed ha semplicemente cercato di fronteggiare la distruzione di denaro dovuta alla contrazione del credito. E così troviamo la risposta anche alla domanda che ci siamo fatti all'inizio, per quanto la Fed abbia stampato denaro, l'accelerazione della M2 è stata trascurabile e ora abbiamo capito il perché. A questo punto la domanda diventa: se la Fed smetterà di stampare moneta come ha promesso di fare a partire dalla fine di marzo pazzo, forse che la disponibilità di denaro inizierà finalmente ad aumentare? O piuttosto ad andar bene reterà piatta per i prossimi trimestri? Può accadere in effetti che la liquidità riprenda ad espandersi, in un solo caso: se i crediti bancari smettessero immediatamente di contrarsi **E** le perdite sui titoli asset backed si fermassero subito. Per avere questo dovremmo veder terminare immediatamente i mutui in sofferenza, le perdite su carte di credito impagate, ecc... Per rivedere la disponibilità di moneta crescere, le banche dovrebbero riprendere il ciclo delle erogazioni di crediti ad un tasso superiore di quello dei mancati rientri dei crediti in corso. Quanto è probabile che avvenga? Dopo averne fatto un gran parlare, eccovi una "foto" della M2 (accostando l'orecchio si può sentire il suo respiro affannato... quasi ansimante)



In un attimo questo grafico spiega come, per me, difficilmente la Fed potrà davvero fermare la macchina da stampa, senza una riaccelerazione del credito al settore privato. La spesa pubblica ci si può sostituire, per qualche tempo, come ha fatto nel corso dell'ultimo anno. Ma la Fed non può tollerare una contrazione della M2, sarebbe il suo peggior incubo. Servono i crediti. I posti di lavoro, la riforma sanitaria, gli immobili, le vendite di auto, le vendite al dettaglio... diventa tutto marginale. Per questo dei crediti non ce ne parlano mai, per questo cercano di distrarci con dei diversivi, di farci concentrare sui "tassi bassi per un periodo prolungato".

In sintesi, negli ultimi diciotto mesi la Fed ha stampato un ammontare di denaro senza precedenti. Quel denaro è stato usato per acquistare MBS dalle banche che hanno palesemente reinvestito nei mercati finanziari la liquidità ricavata (ottenendo profitti record). Contemporaneamente abbiamo vissuto una "distruzione di denaro" altrettanto senza precedenti, a causa dei mancati rientri di mutui, prestiti e finanziamenti. I mancati rientri non accennano a rallentare. Negli ultimi diciotto mesi queste due forze si sono, più o meno, annullate a vicenda. Il proposito della Fed è di interrompere l'intervento di acquisto di MBS a partire dalla fine di marzo pazzarello, ma per non vedere la M2 entrare in contrazione in conseguenza di questo, dovremmo vedere la fine dei default e la riattivazione del processo del credito. E questo non sta succedendo. Quello che dobbiamo a questo punto fare è monitorare la M2, quando si contrarrà la Fed sarà forzata a tornare a stampare moneta, gonfiando ulteriormente il proprio bilancio con nuovi acquisti.

Diamo adesso un occhio ai privati. Date un'occhiata all'espansione del debito: per la prima volta in sessant'anni stiamo esplorando il territorio negativo. Possiamo osare dire che questa crisi è diversa? Per giunta la contrazione dell'ultimo trimestre 2009 è la più profonda, rinunciando a dare un segnale di ripresa all'insegna del "negativo, ma meno peggio di prima".



Torniamo a guardare qualche numerino, riguardante il debito del settore pubblico e del settore privato nel mondo "post-Lehman". Nella tabella che segue si può vedere il calo del debito privato e l'espansione di

quello pubblico nei cinque trimestri che sono trascorsi.

Componenti del Debito Pubblico e Privato (in mld\$)	
Componente	Crescita del debito dal 3Q 2008 (post Lehman) al 4Q 2009
Governo Federale	\$ 2.004,8
Governi locali	\$ 116,6
Totale Settore Pubblico	\$ 2,121.4
Cittadini	- \$ 309,9
Società non finanziarie	\$ 138,3
Società finanziarie	- \$ 1.295,2
Totale Settore Privato	- \$ 1.466,9

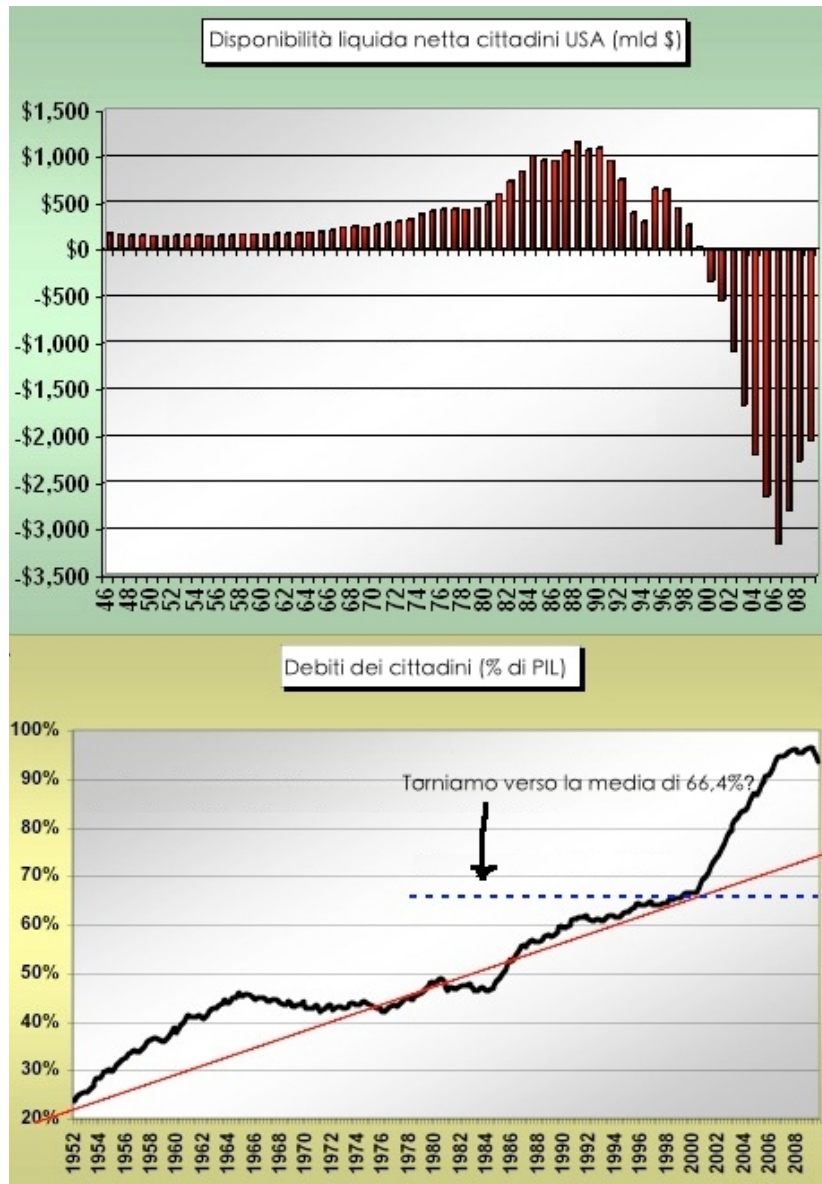
So che vi siete abituati a vedermi pignolo, per cui sì, ce l'ho. Eccovi il dato trimestre per trimestre del settore privato nel 2009.

Attività di credito nel settore privato anno 2009 (mld \$)	
1Q	- \$ 431,6
2Q	- \$ 183,2
3Q	- \$ 96,9
4Q	- \$ 483,5
media	- \$ 298,8

Con una contrazione media trimestrale di quasi 300 miliardi \$, se la Fed smettesse davvero di stampare denaro, le banche davvero si prenderanno il mercato sul gobbo ed inizieranno ad erogare denaro per 300 miliardi a trimestre (il che manterrebbe la disponibilità di liquidità)? La mia sensazione è che se la Fed smette di espandere il proprio bilancio, alla prima contrazione della M2 la Fed non potrà stare a guardare. Non è realmente importante quale genere di asset comprerà, ma il fatto che creerà un deposito reale per perfezionare un acquisto da qualche soggetto, facendo risalire la M2. Accademicamente la contrazione di moneta è deflazionistica, roba che non si vede dai tempi della Grande Depressione, e il buon Bernanke ci ha garantito che certe situazioni non si ripeteranno. Dunque possiamo tranquillamente aspettarci che la macchina da stampa ripartirà.

Ancora sui contribuenti, vi propongo un grafico combinato che suggerisce che la riconciliazione dei bilanci familiari (tema più volte trattato in alcuni mensili precedenti) sia solo nella fase iniziale, con il debito dei cittadini che pesava sul PIL -ai tempi della recessione dei primi anni '80- per il 50%, poi nel 2001 era al 65%, ed è arrivato nel picco al 95% del PIL... ho disegnato una media verso la quale non sarei sorpreso che ci

stiamo dirigendo: le famiglie stanno cercando di risparmiare e rientrare dai debiti, e c'è ancora parecchia strada da fare per tornare alla media, nei termini di liquidità che verrà distrutta, anche per riduzione dovuta a mancati rientri dai debiti.



Nel grafico superiore si vede come dal dopoguerra al 1999, i cittadini USA avevano più liquidità che debiti. Dal 2000 ad oggi le cose sono cambiate, dando il segno della leva che anche i cittadini hanno iniziato ad utilizzare e ora che la parte del loro bilancio relativa agli asset (per lo più immobili) ha iniziato a contrarsi, è lecito attendersi che tenteranno di riconciliare i loro bilanci familiari, esercitando una forte pressione a ribasso sulla M2, e quindi aumentando ancora i dubbi sulla possibilità che davvero la Fed smetterà di stampare denaro.

E veniamo all'ultimo grafico, che ha poco a che fare con la leva, ma ha molto a che fare con ciò che ha spinto alla leva i cittadini. Si tratta della ricchezza netta dei cittadini americani, espressa come percentuale del reddito disponibile. Ho calcolato due medie, una per l'intero periodo dal dopoguerra in avanti, e l'altra per

il periodo "normale" fino al 1994, trovando un intervallo nel quale, magicamente, scopriamo di trovarci.



Che cosa significa questo? Che la "ricchezza netta" gonfiata dai valori immobiliari, ha spinto i contribuenti a fare leva, per la strepitosa forza che gli asset mostravano nei confronti del reddito, cercando di estrarre liquidità più dagli asset che non dal reddito. In assenza di una nuova bolla immobiliare, cosa potrebbe indurre i cittadini a tornare alla leva (e chiedere crediti)? Non conosco la risposta.

Questo mese non intendo annoiarvi oltre, spero che da tutto questo vi sia rimasta chiara una immagine. La riconciliazione dall'eccesso di leva nel settore privato non è conclusa, è molto improbabile che si generi domanda di credito, il che non supporta l'offerta di denaro sul mercato (M2). Negli ultimi 18 mesi, la straordinaria mole di denaro stampato dalla Fed per acquistare asset sul mercato è servita solo a compensare la distruzione di denaro dovuta ai default e alle svalutazioni. Quindi se la Fed ora abbandona l'attività di stampa, sembrerebbe che la M2 finirebbe per contrarsi, originando una nuova crisi di liquidità. Ora che marzo pazzarello è alla spalle, la Fed dovrà superare la prova dei fatti: il primo termometro saranno l'andamento dei rendimenti dei Treasury e l'andamento dell'oro, che per primo dovrebbe anticipare il rumore della stampante che inizia a scaldarsi.