

15 DICEMBRE 2009

Bassa Finanza

VISIONI DA GROUND ZERO

Il senno di poi è una scienza esatta.
Legge di Murphy

Il modo più sicuro di raddoppiare il proprio denaro è piegarlo in due e metterlo in tasca.
Kin Hubbard

Vi mettiamo in tasca il futuro.
Slogan di Aig

Il vostro interesse è già nostro.
Slogan della Banca Bassotti (e di Goldman Sachs)

Se vi sentite a disagio col vostro consulente finanziario, probabilmente c'è una buona ragione.
Nancy Dunnan

INDICE

LE FRECCETTE DEI GESTORI	pag. 3
DUBYE DUBAI	pag. 9
GURU E GHIRI (IN GARA)	pag. 16
SEGNALI DI RIPRESA, SEGNALI DI FUMO, SEGNALI D'ALLARME	pag. 19
IL VERDE E IL GIALLO	pag. 28
DOPO I DISCORSI. ORA CHE SI FA?	pag. 31
IL PORTAFOGLIO	pag. 33

LE FRECCETTE DEI GESTORI

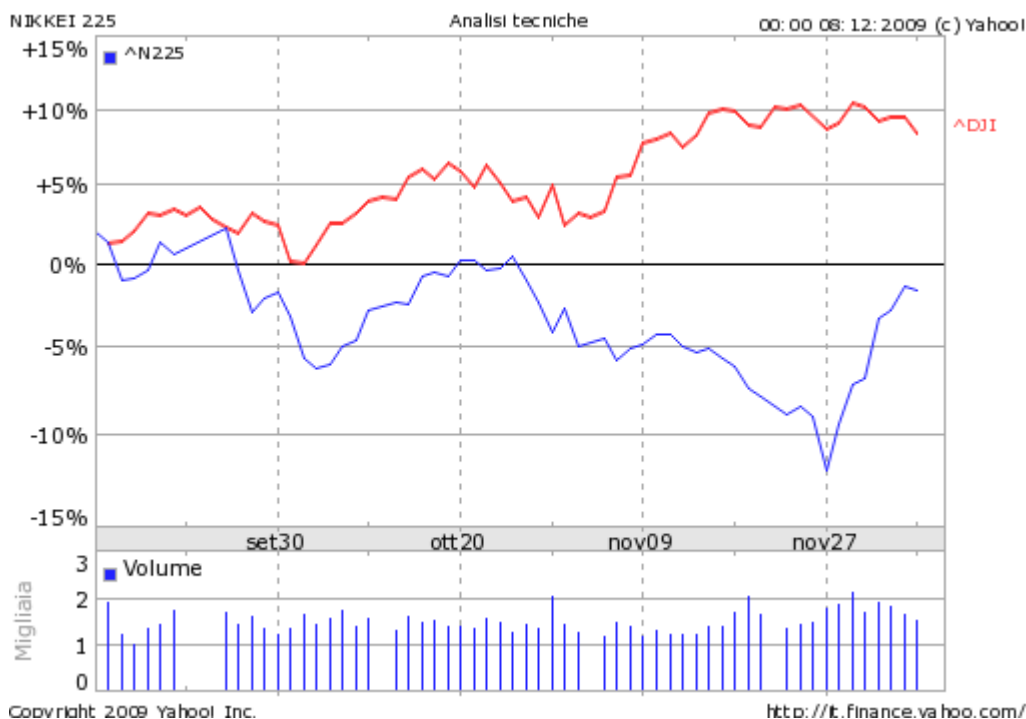
Persino uno scimpanzé che sceglie tirando frecce può selezionare un portafoglio migliore di quello accuratamente scelto dagli esperti.

Burton G. Malkiel

La mattina del primo dicembre, gli eroici gestori di fondi nostrani si accorgevano che Tokyo aveva avuto un sussulto all'insù. Il motivo era il solito, di questi tempi: l'economia è talmente disastrosa (per non parlar dei conti pubblici) che senza le flebo di liquidità governativa andrebbe a gambe all'aria.

In effetti, il povero Indice Nikkei (in blu nel grafico sotto), dopo esser salito a razzo assieme agli altri, da poco più di un mese aveva dato segno di voler seguire l'andamento dell'economia reale, arrivando a perdere il 12% da fine ottobre, mentre il pimpante Dow Jones (in rosso) guadagnava il 7%.

Riflettere l'economia reale? Un'eresia intollerabile. E, ZAC! IL Governo fa una bella iniezione di liquidità. Segue impennata:



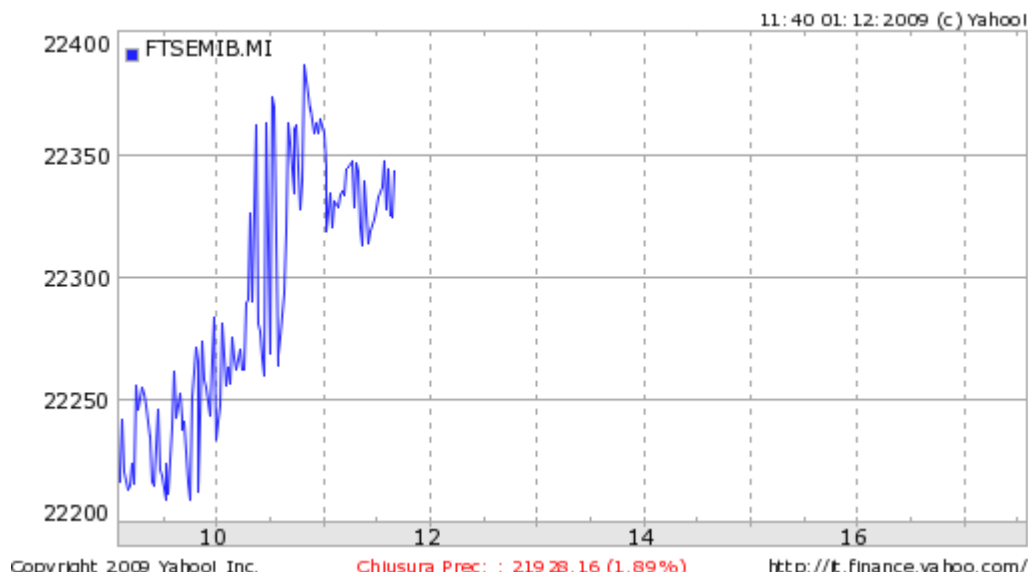
Infatti, come dicevamo, il primo dicembre, gli astuti gestori, tornati dalla pausa cappuccino, trovavano sui monitor questa notizia:

- martedì, 1 dicembre 2009 - 10:20 CET

(che poi cosa diavolo c'entra scrivere CET, Central Eastern Time, come se fra Toscana e Marche ci fosse il fuso orario - e Viareggio sarebbe sulla West Coast - Questi giornalisti...)

Secondo deciso rimbalzo consecutivo per il listino di Tokyo, dove il Nikkei225 chiude a 9.572,20 yen (+2,43%). A sostenere il listino sono in particolare i titoli finanziari, che traggono beneficio dalle attese di nuove misure di sostegno che la Bank of Japan ha fatto sapere di avere allo studio e che potrebbero essere annunciate nel dettaglio entro le prossime ore.

E così, anche stavolta, interrotto il torneo di freccette (con cui fanno lo stock picking, cioè scelgono i titoli), si precipitano sul tasto Buy. Compra qualunque cosa, che tanto il Governo ci sostiene: + 2% prima della pausa pranzo.



Valore indice:	22.343,8809
Orario:	11:20
Variazione:	↑415,7207 (1,90%)

In effetti, a metà novembre, i soliti noti (economisti, giornalisti, analisti, onanisti...) avevano sparacchiato una previsione ottimistica per i giapponesi, con un Pil stimato a +4,8%. Le notizie rosate si erano diffuse all'istante:

Il Giappone guida la ripresa

I dati relativi al Pil nel terzo trimestre in Giappone danno segnali di chiara ripresa economica; e crescono anche i consumi

Il Giappone vede segnali più consistenti della ripresa: il Pil del terzo trimestre segna un rialzo dell'1,2% rispetto a aprile-giugno, ben oltre le attese di +0,7%. In base ai dati preliminari forniti dal governo, la crescita annualizzata è del 4,8%, contro attese medie di +3,5%.

“È un dato che ci segnala che la ripresa è in corso”, ha commentato Naoto Kan, il vicepremier nipponico...

Se non conoscevate Naoto Kan, vi capisco: non ne avevo mai sentito parlare neanche io. Comunque, quando i mitici gestori lo hanno visto ballare il kan kan della ripresa, si sono precipitati a vendere. Presto, vendete! , che ci levano gli stimoli. E infatti, tornando al grafico di sopra del Nikkei, si vede una bella flessione verso metà novembre. Ma, niente paura, tempo un paio di settimane e la realtà si riaffaccia: l'economia fa schifo.

La revisione dei dati infatti, dice che il Pil sta salendo al ritmo di +1,3% e NON + 4,8% (cioè avevano sbagliato solo del 70%, una buona approssimazione), mentre i consumi non sono saliti del 6,6 ma scesi del 10,6. Da +6 a -10: questi che fanno le stime sono proprio bravi.

Il gioco è noto: spariamo la previsione (sballata) in prima pagina, che poi a rettificare un mese dopo (con trafiletto in quindicesima) siamo sempre in tempo.

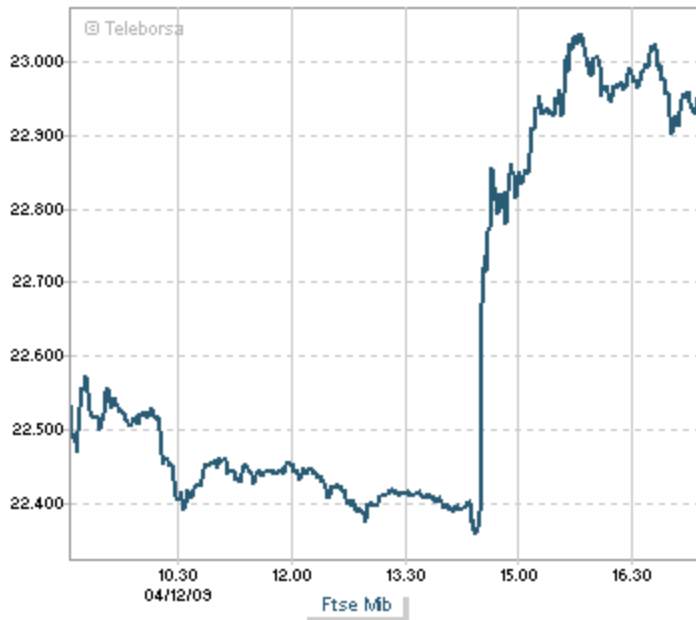
Comunque, la conseguenza della realtà rettificata del Pil è che il Governo nipponico deve continuare a tenere a galla la baracca pompando soldi freschi di stampa. E la Borsa può quindi riprendere a salire.

In tema di previsioni bisogna dire che anche le menti più raffinate che affollano la Federal Reserve americana, nocchiera dell'economia, ce la mettono tutta per essere precise. Pochi giorni fa è stato diramato ai media in fremente attesa il dettaglio (le chiamano le minute) del comitato speciale che prevede il futuro (il Fomc). Bene, per il 2010 si prevede che il Pil Usa possa variare dal 2 al 4%. Un margine di approssimazione del +/- 100%. Un po' meno accurati sulle prospettive di inflazione nel 2011, che potrebbe attestarsi in una fascia che va dallo 0,6 al 2,4%, con un +/- 300%.

Come se uno se ne venisse fuori a prevedere il Dow Jones per il 2010 in un range da 5.000 a 15.000 punti. Verrebbe considerato zero. Invece, sembra che tutti pendano dalle labbra di questi qui della Fed. Mah.

E, a proposito di dati, la fantomatica disoccupazione Usa dove la mettiamo? Le stime vengono diffuse alle 14.30 del 4 dicembre: Freccette e cappuccini fino a quel momento, e poi... Dati migliori delle attese!

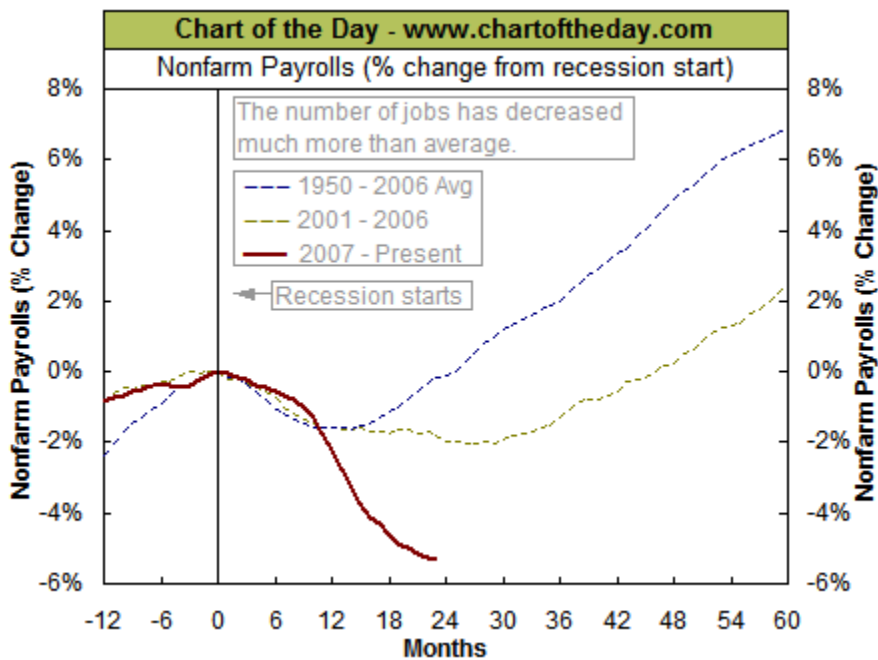
Comprare tutto!



L'indice della Borsa Italiana va in erezione perché le perdite di posti di lavoro sono diminuite (di un'inezia). La ripresa è in corso.

Si?

Qui sotto, in rosso le perdite di posti di lavoro dal 2007 a oggi; blu la media durante le recessioni dal 1950; giallo nel periodo 2001-2006. Come siamo messi?



Naturalmente, giornalisti e analisti, nella fretta di sparare il titolo per primi, si dimenticano di guardare un po' più a fondo.

Può darsi che le nuove richieste di sussidi di disoccupazione siano leggermente diminuite (dico può darsi, in attesa della canonica rettifica), ma c'è un altro dato che andrebbe divulgato: quello delle richieste di sussidi di emergenza (Emergency Unemployment Compensation). Trattasi di persone che, scaduti i normali sussidi di disoccupazione di sei mesi, non sapendo dove battere la testa, chiedono una proroga. Ecco il trend dei sussidi d'emergenza (grafico sotto). In una sola settimana ci sono state 327.000 richieste, per un totale di oltre 4 milioni.



Numeri che, naturalmente, non si trovano sulla stampa:

"The number you won't hear mentioned anywhere in the Mainstream Media: 327,729. That is how many people shifted to Emergency Unemployment Compensation programs I n the last week alone, hitting an all time record high of 4.2 million! So as everyone is

focused on the benign picture of initial claims in the last week which was "only" 474,000, the number of people rolling off continuing benefits has exploded..."

In pratica: diminuiscono (forse) le nuove richieste di sussidio, ma aumentano vorticosamente le richieste di proroga. Un trend virtuoso, come si vede dal grafico sopra. Un grafico che potrebbe essere sovrapposto all'euforico andamento delle Borse dai famosi minimi di marzo. Le Borse salgono perché sale la disoccupazione. Chiaro.

Il fatto è che si continua a parlare della crisi come fosse una normale recessione ciclica, che ormai volge al termine e bla bla. Ma, per dirla con un pessimista:

"The recession may be over. The depression is not".

La recessione può essere alla fine. La depressione no.

E qual è la differenza fra recessione e depressione?

Ce la spiega nientemeno che Harry Truman:

"E' recessione quando il tuo vicino perde il posto: è depressione quando lo perdi tu".

DUBYE DUBAI.

DESERT STORM: DUBUY O DUSELL?

Vabbé, qualche giorno fa si sono accorti che anche l'emiro forse aveva un po' esagerato a indebitarsi per costruire tutti quei grattacieli nel deserto. Panico nelle Borse di tutto il mondo per... un paio d'ore (da Dubuy si passa a Dusell): qualche scricchiolio qua e là, qualche banca con gli armadi che cigolano (quelli dove ci sono gli scheletri degli allegri prestiti a Dubai); il mondo degli analisti si accorge con orrore, grazie a Wikipedia, che a Dubai non c'è petrolio ma solo ville, alberghi ed escort russe... Ma poi a rassicurare gli animi interviene tanto per cambiare la Banca centrale che dice: "Non vi preoccupate, a tappare i buchi ci pensiamo noi. Abbiamo riserve di carta a sufficienza per stampare moneta..."

Ah beh, pensano i gestori, allora è tutto a posto. E tornano in modalità Dubuy.

Però, però c'è qualcosa che non quadra.

DUBOOM, DUBUBBLE

Forse, si dava un po' troppo per scontato che i debiti fatti dall'emiro per finanziare il Duboom con le sue società di costruzioni & co. fossero alla fine garantiti (ufficiosamente) dal Governo stesso. Mmm... una storia già sentita. Qui li chiamano Gri (Government related issuers) in Usa li chiamano Gse (Government sponsored entities, tipo la gloriosa fallita/miracolata Fannie Mae).

E poi sembra incredibilmente complicato capire a quanto ammontino questi debiti e chi li abbia in carico... altra storia nota.

Morgan Stanley ha fatto una stima, ma in una nota piccola piccola in fondo al report ammette che c'è un margine di errore del... 30%. Cioè, ancora una volta, fra fondi offshore, derivati, trucchi contabili dell'Emiro, nessuno ci capisce un accidente.

Ad esempio, nelle stime a occhio e croce diramate dai vari organismi, si dice che l'esposizione delle banche Usa verso il Dubuy ammonterebbe a circa 10 miliardi di usd

(roba che la Fed li stampa in mezz'ora), di cui 2 farebbero capo a Citigroup (che non può mancare quando c'è da fare un investimento sbagliato).

Strano però, pochi mesi fa qualcuno al Congresso si era incacchiato perché proprio Citigroup aveva fatto un prestito di 8 miliardi a Dubay. Usando, naturalmente, i soldi gentilmente offerti dai contribuen... ehm dal Governo poche settimane prima per non evaporare in Borsa:

Wednesday 11 Mar, 2009

US outrage over Citi loan to Dubai

The US public will be “outraged” by Citibank’s \$8 billion loan to Dubai just six weeks after the bank was bailed out, US House of Representatives domestic policy subcommittee chair-man has said...

Beh, come mai questi 8 billion non vengono fuori nel conteggio? Affidabilità dei dati, possiamo stare tranquilli.

DUJAVU

Tutto questo solo per dire che, al di là delle dimensioni, il fenomeno Duboom suona un po' deja vu.

Ci si indebita allegramente, con speculazioni, leverage, banche compiacenti, trucchi contabili. Poi qualcosa scricchiola e tutti cercano l'uscita (che si rivela sempre stretta) per lasciare il cerino in mano a qualcun altro.

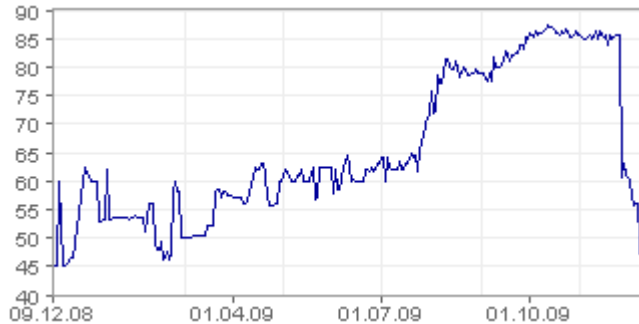
Un'occhiatina alle quotazioni di un bond della Dubai Holding Commercial (che non è la società che rischia di fallire e quindi dovrebbe essere messa meglio):



L'emissione era considerata sicurissima nel 2007, quando anche i mutui subprime piacevano tanto alle agenzie di rating. A fine 2008 il tracollo; poi il rimbalzo dell'ottimismo, che il peggio è alle spalle.

E ora forse il peggio è davanti.

Qui sotto il grafico di un anno. Notare come il minimo di fine 2008 di 45 (in piena apocalisse) sia stato millimetricamente recuperato alla velocità della luce.



Come dice il proverbio:

"Confidence grows at the rate a coconut tree grows. It falls at the rate a coconut falls."

La fiducia cresce al ritmo con cui cresce una palma da cocco. E crolla alla velocità di una noce di cocco.

Per rinfrescare la memoria a coloro che pensano che ormai le Borse saliranno e basta. O al massimo avranno piccole correzioni.

L'effetto noce di cocco, invece, dev'essere ben noto a chi gestisce le Borse. Il 27 novembre, quando la storia del Dubai venne fuori, la Borsa di Londra (la più colpita dalle vendite causa iperesposizione – come al solito - delle banche inglesi verso l'emiro) subì un antipatico “guasto tecnico” che bloccò le contrattazioni per tre ore (di panico) mentre il resto d'Europa viaggiava al -3%. Incredibile come i guasti arrivino nei momenti sbagliati (per chi deve liberarsi del cerino).

Visto l'andazzo in Europa, alla Borsa di New York hanno pensato bene di invocare la sconosciutissima Rule 48 per il giorno dopo. In pratica si tratta di un regolamento del Nyse (approvato guarda caso a fine 2007, dopo vari crolli) grazie al quale, in caso di estrema volatilità dei mercati, i funzionari possono far ritardare l'apertura delle contrattazioni. Rassicurante. Che uno va per vendere e trova il cartello: “Chiuso per manutenzione. Tornate quando volete comprare”.

Nessun problema però. Due giorni dopo:

Dubai World, il rischio default

non fa più paura alle Borse I mercati europei ripartono: quasi tutte le piazze chiudono in crescita di oltre 2 punti...

Tanto, se crollavano sul serio le avrebbero chiuse. Con un guasto tecnico o una Rule 48.

A proposito, indice di Borsa dell'Emiro del Dusell. Notare come la noce di cocco di fine novembre sia rimbalzata in terra proprio vicino ai famosi minimi del 2009:



Però, si sa, un anno dice poco. La Borsa va guardata nel lungo periodo (“Nel lungo periodo sale sempre”, come dicono i promotori finanziari). Proviamo allora con 5 anni:



Ah, beh, scende e basta. Somiglia al Giappone degli ultimi 20 anni. Comunque, visti i prezzi bassi, qualche valente analista o ardito gestore avrà pensato fosse arrivato il momento di comprare (dopo averlo pensato nel 2007 con l'indice a 5000).

DUGRULL

Esatto. Ci hanno pensato quelli di Barclays, banca nota per aver previsto il suo stesso quasi fallimento l'anno scorso (con salvataggio a cura dei contribuenti... ehm, del Governo di sua Maestà).

Ecco cosa dicevano quei dugrull degli analisti, con un timing straordinario, il 5 novembre (tre settimane prima del crollo):

Dubai debt 'attractively priced' - Barclays Capital

Thursday, 05 November 2009

Barclays Capital is telling clients to buy Dubai bonds, citing a high likelihood of support from the federal government, emerging signs of a recovery and the restructuring of government-linked companies.

"We recommend a long position in Dubai sovereign credit," a team of analysts wrote in a research note dated November 4...

"We consider Dubai credit as attractively priced at current levels..."

In pratica, hanno consigliato di comprare dei bond che, secondo le loro accurate analisi pagate profumatamente, avevano un prezzo "attraente", per di più in vista di chiari segnali di ripresa e della quasi certezza di un supporto governativo. Analisi accurata: nella migliore delle ipotesi, hanno perso il 50% in un mese.

I casi sono due: o la banca, per puro caso, aveva in portafoglio una tonnellata di quei bond e voleva disfarsene; oppure siamo semplicemente di fronte a due nuovi guru (gli analisti-onanisti) che si aggiungono al nutrito esercito. Vedere definizione di guru (o gurull) nel capitolo successivo.

Il problema è che, non si sa come, un sacco di gente continua a dar retta a queste baggianate (fra cui, naturalmente, i mitici gestori dei fondi). Tanto poi vengono dimenticate, nel flusso incessante di dati, stime, statistiche.

Ma come andrà a finire la storia del Dubai bond? Semplice: come al solito. Il solito di questi tempi: con una formula magica.

ABU-DHA-BIBIDI-BOBIDI-BU

Abu Dabhi, a differenza del Dubuy è uno degli Emirati che ha il petrolio e quindi parecchi soldini. Così, come la fata smemorina che all'ultimo momento salva Cenerentola creando dal nulla vestiti, carrozze e cavalli, ecco Abu Dhabibidi che sgancia qualche miliardo all'ultimo secondo:

(ANSA) - DUBAI, 14 DIC - La Borsa di Dubai apre in rialzo del 10% dopo che le autorità hanno annunciato che pagheranno il debito di 4,1 mld di dollari di Nakheel. L'annuncio è arrivato dopo che il gigante immobiliare ha ottenuto un aiuto di 10 mld di dollari da Abu Dhabi. Il governo di Abu Dhabi ha accettato di finanziare fino a 10 miliardi di dollari i fondi di sostegno finanziario a Dubai...

Dopo essersi indebitati fino al collo, sperperato lo sperperabile; dopo aver raggiunto l'orlo del precipizio... all'ultimo secondo arrivano i soldi dei contribuenti... ehm, di un Governo a salvare il salvabile. Champagne.

Ed ecco i bond al + 15% dopo la notizia:



E' un Dujavu: basta scegliere aziende sull'orlo del fallimento per mala gestione, comprare e aspettare il salvataggio magico. Semplice.

Solo che, come nelle favole, prima o poi arriva mezzanotte, e i vestiti sontuosi, carrozze e cavalli si trasformano in stracci, zucche marce e topastri.

GURU E GHIRI (IN GARA)

Definizione di guru: uno che spara previsioni e, se lo segui, avrai finito i soldi molto prima che lui abbia finito di sparare.

Vorrei sottolineare ancora una volta in che mani siamo. Considerato che, in questo momento, le sorti del pianeta economico dipendono in buona parte dalle decisioni e dagli esperimenti delle banche centrali, in particolare della Fed (grazie Obama), i cui uffici sono, ovviamente popolati delle migliori menti in circolazione, dalle cui previsioni e giudizi dipendono le sorti di diversi trillions... Ecco, a testimonianza dell'affidabilità (per star tranquilli, insomma), segnalo qui un report interessantissimo redatto nel maggio 2006 dal professor Mishkin, allora membro del Comitato dei Governatori della Federal Reserve, nonché emerito accademico docente di Banking and Financial Institutions alla prestigiosa Columbia University (e un curriculum in formato lenzuolo). Il corposo studio di 66 pagine del Governatore si intitolava...: "Financial stability in Iceland", la stabilità finanziaria dell'Islanda (non è uno scherzo). Dove si diceva, testuale:

"Iceland is a well run, advanced Nordic country that has little in common with emerging market countries, a fact important to recognize when we start discussing financial stability... Iceland having an excellent fiscal position with low government net debt (less than 10% of GDP) and a fully funded pension system... Monetary policy has also been successful in keeping inflation low... fundamentals are strong, as they are in Iceland... The analysis in our study suggests that... financial fragility is currently not a problem, and the likelihood of a financial meltdown is low."

Esatto. I fondamentali sono solidi, la posizione debitoria è eccellente, una politica monetaria di successo nel tenere bassa l'inflazione; una nazione avanzata e ben gestita, ove le possibilità di un crollo sono basse.

Infatti, due anni dopo l'Islanda si è liquefatta: le banche son fallite, la banca centrale è stata salvata dal Fondo Monetario Internazionale, la Corona islandese è stata sospesa dalle contrattazioni internazionali (cioè non la vuole più nessuno), l'inflazione è esplosa,

gli islandesi hanno perso metà dei loro risparmi in una notte (causa svalutazione) e sono per lo più tornati a pescare merluzzi (dopo una breve carriera di speculatori, agenti di bolla immobiliare, innovatori finanziari, etc.). E perfino McDonalds ha chiuso, lasciandoli senza BigMac.

E' bello sapere che il governo dell'economia mondiale è in mano a certa gente (p.s.: anche Bernanke, il presidente della Fed, è un emerito accademico).

Dai guru ai ghiri, passiamo in Grecia, dove è risaputo che amano tirare tardi la sera (con Ouzo e Retzina). Sarà per questo che poi una mattina di gennaio, ancora insonnoliti i funzionari del Governo avevano sparacchiato previsioni di deficit del 3,7% per il 2009, nell'ambito del Programma di Stabilità e Crescita (e buoni propositi).

Ora che sono arrivati quasi al 13% si stanno svegliando in parecchi, compresi i sonnambuli delle agenzie di rating (Fitch, ad esempio, aveva fatto un'azzeccatissima stima del 6%, con la solita lieve approssimazione del +/-100%). E la Grecia è stata prontamente degradata a BBB+ (per ora da Fitch. Mancano gli altri due sonnambuli di Moodys e S&P). Restiamo in attesa di vedere che farà Jean Claude (Trichet), visto che la Banca Centrale Europea, di regola non accetta bond al di sotto della A come garanzia per i prestiti ("Alò, monsieur Papandreoù? Je suis Jean Claude...oui, from Bruxelles. Ehm, je suis desolé, mais votre Note du Tresor n'est pas...").

La faccenda non è da poco, visto che le banche greche (come le nostre) comprano interi vagoni di titoli di Stato (incoraggiati, supponiamo, dal Governo), che poi prontamente appioppiano alla Bce come garanzia per ottenere i prestiti.

Poi, d'improvviso, se n'è svegliato un altro:

(Il Sole 24 Ore Radiocor) - Horsham, 08 dic - "La maggior

preoccupazione" per il futuro "e' l'enorme volume di

debito corporate e pubblico in scadenza nei prossimi

cinque anni". Lo ha detto il Governatore della Banca

d'Italia e presidente dell'Fsb, Mario Draghi, durante un

convegno finanziario. "Se per varie ragioni i tassi di interesse dovessero salire con i bilanci delle banche non ancora risanati, e possono farlo - ha spiegato Draghi rispondendo a una domanda sul futuro e sul caso Grecia - per ragioni di politica monetaria e perche' lo spazio per il risanamento durera' ancora diversi anni, allora sarebbe una cosa preoccupante se si considera che i debiti bancari sono dell'ordine dei trilioni, ai quali bisogna aggiungere il debito pubblico, allora potrebbe materializzarsi un rischio per i debiti sovrani".

Drago di un Draghi, buondì. E l'ottimismo? Bisogna dire, a suo vantaggio, che è uno dei pochi che ha il coraggio di parlare di "rischio per i debiti sovrani". Sarà per questo che ora danno segni di risveglio anche i mummificati di Moody's:

*(Il Sole 24 Ore Radiocor) - Milano, 15 dic - **II 2010***

potrebbe rivelarsi un anno tumultuoso per gli emittenti

di debito sovrano. Lo afferma Moody's Investors Service

nel suo primo rapporto sul rischio sovrano dal titolo

"Allacciare le cinture di sicurezza, turbolenza in

arrivo"...

E fanno anche gli spiritosi.

Intanto in un sussulto di iperattivismo (la gara dei ghiri), a Standard & Poor hanno dichiarato che le previsioni (outlook) per l'economia spagnola sono *ora* negative. Forse si sono accorti che in Spagna hanno il 20% di disoccupati.

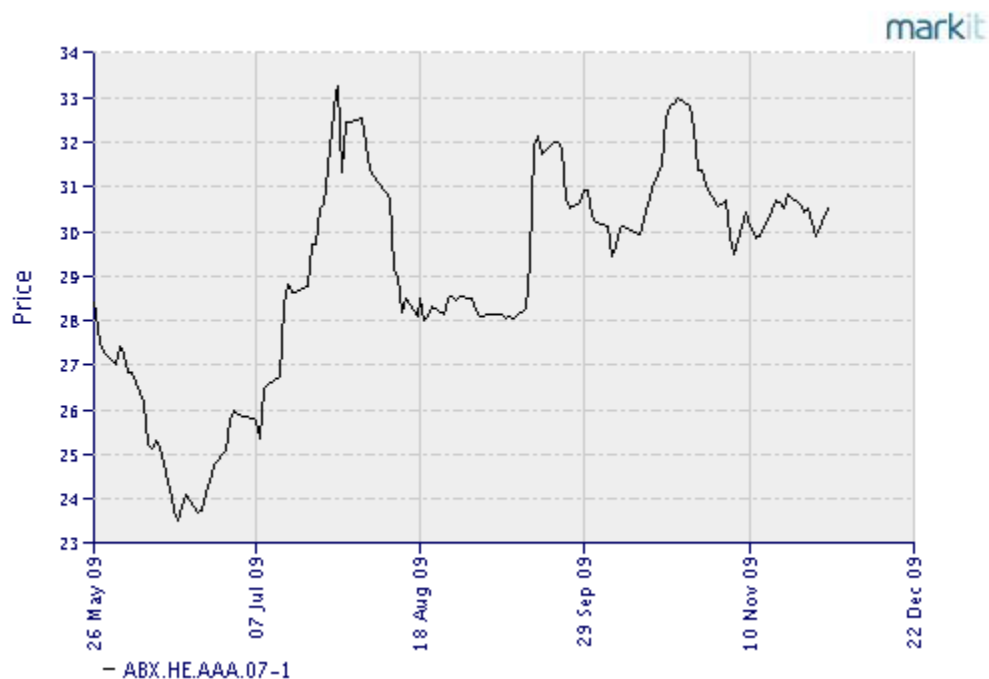
SEGNALI DI RIPRESA, SEGNALI DI FUMO, SEGNALI D'ALLARME.

Si fa un gran parlare della ripresa: che forma avrà? Ripresa a V, ripresa a W, a U... Vorrei dare qui il mio contributo, proponendo la ripresa a X, che non si sa se c'è e dove va: un po' su un po' giù, un po' avanti un po' indietro. Questo non basterà a farmi guadagnare il Nobel per l'economia (quello per la pace è più facile), ma ci proverò più avanti.

Passiamo ora ai segnali.

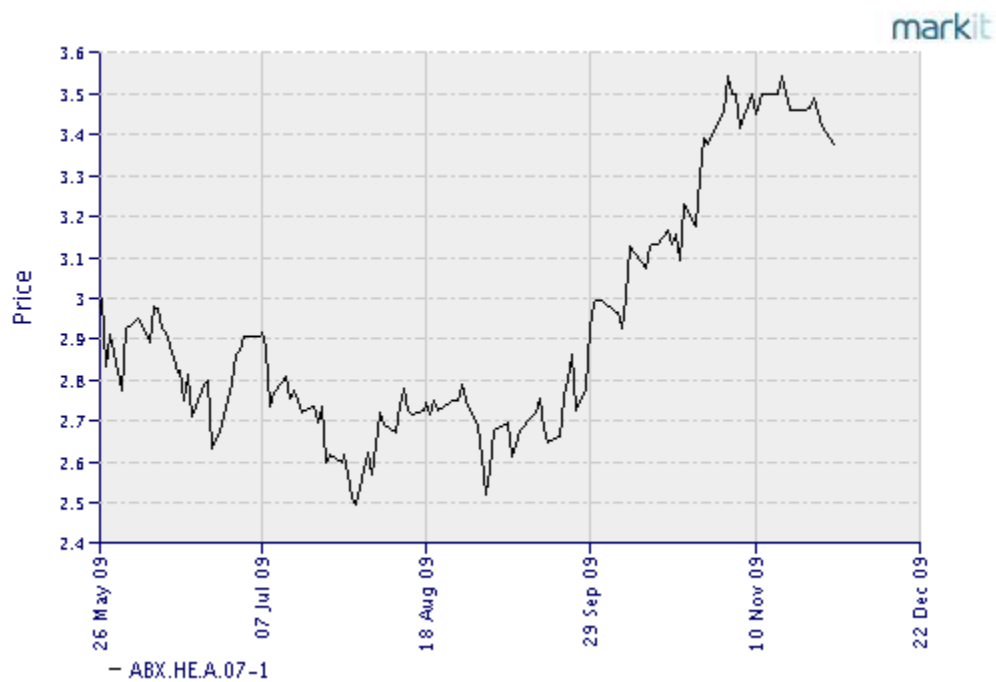
Ecco il primo evidente segnale di ripresa: l'indice Abx, ignoto ai più.

Questo indice, creato a fine 2006, in pieno boom immobiliare, rappresenta il valore che il mercato attribuisce ai famosi bond creati con i mutui subprime (bond detti Abs, Asset Backed Securities, cioè "titoli garantiti da asset", o se preferite per fare due risate: "carta garantita da roba solida"). In pratica, sono le obbligazioni impacchettate da Goldman-Morgan-Merrill, che hanno al loro interno i debiti contratti dal messicano senza reddito che comprava la villa in California con il mutuo da 500.000 dollari. Obbligazioni poi sottoposte al rating delle attentissime e imparziali agenzie e quindi vendute a tonnellate ai Fondi comuni e Fondi Pensione etc. (al grido di: "Guardate qui e stupite! Questi bond hanno la tripla A, ma rendono più di un titolo di stato"). Così, il fondo Pensione giapponese - che non sapeva più dove battere la testa per ottenere un rendimento superiore allo 0,5% - comprava con entusiasmo. Ed ecco quanto valgono oggi quei titoli con la benedizione della AAA:

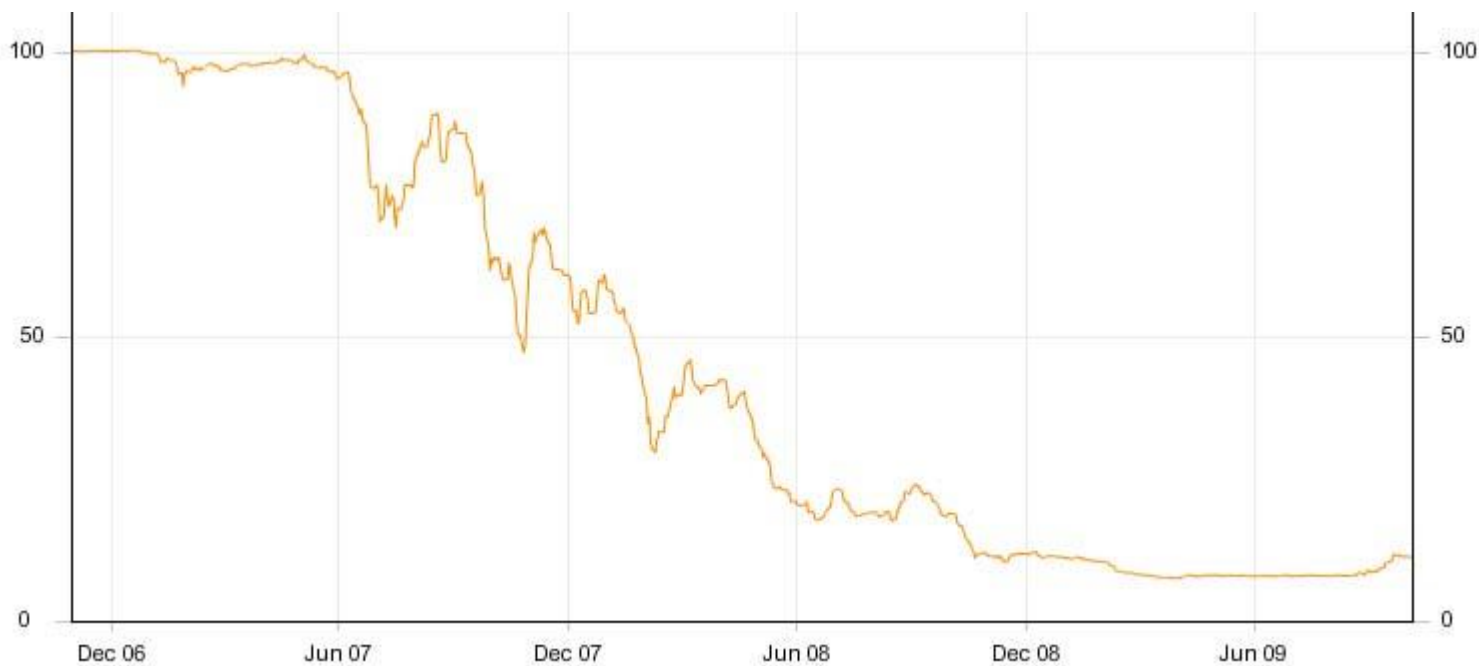


Quei titoli (AAA), che nel gennaio 2007 valevano 100, oggi si aggirano sui 30. Come si vede dal grafico, rispetto al minimo di giugno, c'è stata una forte ripresa, un rimbalzone; per cui, il fondo Pensione che ha comprato a 100, oggi ha una perdita del 70% al posto del -76% di giugno. Perdita che non dichiareremo neanche sotto tortura, che tanto nel bilancio segneranno 100, valore presunto a scadenza (fra 30 anni).

Un po' peggio è andata per le emissioni con rating A (pur sempre estremamente affidabili), di certo presenti in massa nei portafogli di banche e istituzioni varie. Anche qui sono evidenti i segnali di ripresa: dal -97,5% di giugno si rimbalza a -96,6% (rendimento per chi ha comprato a 100 nel gennaio 2007):



Qui sotto, un altro di quei bei bond, questa volta a partire dal momento dell'emissione, che rende meglio l'idea della progressione:



Non vorrei qui rischiare di scalfire il *sentiment* ottimista, e quindi ci tengo a precisare che si tratta di perdite teoriche. Non tanto perché non si concretizzerebbero se uno volesse vendere sul mercato quei titoli, ma piuttosto perché:

1 – Le banche che hanno quei titoli non li vendono, ma li depositano presso la Banca centrale, in cambio di prestiti. In pratica, li nascondono sotto il tappeto, mentre la Banca centrale, di fatto, crea moneta dal nulla. Se io banca ho una ciofeca che vale 30, ma non possiamo dichiarare che ha perso il 70% che sennò la gente si turba, allora io te la presto e tu, banca centrale, in cambio mi dai 100. E' come se la banca centrale avesse stampato i 70 (la differenza fra i 30 che gli presto e i 100 che mi dà in cambio). Questo è solo un esempio: i dati son certamente diversi, ma il meccanismo funziona così.

2 – Chi per qualche motivo non può nasconderli nella Banca centrale, da quest'anno, in Usa, può tranquillamente far finta di niente, segnandoli a bilancio praticamente al valore che gli pare. Sì, hanno cambiato le regole contabili a inizio anno: non c'è più l'obbligo di indicare il valore di mercato (mark to market) di un investimento, ma si può indicare, ad esempio, quello presunto a scadenza. Un cambiamento avvenuto proprio prima dell'inizio del rally di Borsa (rally con titoli bancari in testa). Coincidenze.

Sarebbe carino poterlo fare anche con gli investimenti privati. Chissà quanti consulenti sarebbero felici di presentare resoconti del genere ai clienti incappati nel default Argentina (“Guardi, non è vero che il suo bond oggi vale 30; siccome nel 2037, se tutto va bene, lo rimborseranno a 100, ecco che – magia - qui scriviamo 100 e quindi in realtà lei non ha perso niente. Chiaro? E' contento?”).

CRE

A pronunciarlo dà l'idea di uno scricchiolio, o di una crepa... In realtà significa Commercial Real Estate, immobiliare commerciale: uffici, magazzini, negozi, supermercati, capannoni.

Anche su questi mutui, naturalmente son fioccate le cartolarizzazioni (securitization) con vendita di relative obbligazioni. Si chiamano Cmbs: Commercial Mortgage backed Securities. Ce ne sono in giro, mi pare, 3,4 trillions, e non sono messe molto bene.

Dunque, 3,4 trilioni di Usd sono 3.400 miliardi, cioè circa 2.300 miliardi di euro, che in vecchie lire... Beh, a questo punto, per fare un po' d'ordine con tutti questi fastidiosi zeri, che alla fine uno perde il senso della misura (cosa ci comprovo con 4.500.000.000.000, quattromilioniecinquecentomilamiliardi di lire?). Propongo quindi una nuova unità: lo XILIONE.

Significa semplicemente una cifra enorme, assolutamente delirante, e che il debitore non rimborserà mai. Tipo il debito pubblico, quello degli stati, per intendersi. Ecco, lo Xilione è l'unità di misura della ripresa a X.

A questo punto spero di essere candidato al Nobel per l'economia: se uno può vincere il Nobel per la pace dicendo che la guerra è necessaria con applausi della folla (e inviando truppe a combattere), allora, cavolata per cavolata, posso vincere quello dell'Economia con lo xilione (anche se, mi rendo conto, la concorrenza con soggetti come Madoff sarà dura). Chissà cosa bevono a Oslo.

Comunque, tornando al Commercial Real Estate, dicevamo che si tratta di un mercato enorme e che sta dando pesanti segnali di cedimento. Altro che ripresa. Il trend delle *delinquency*, cioè dei pagamenti in ritardo delle rate, è in aumento esponenziale: +500% (non è un errore, ci sono due zeri) rispetto a ottobre 2008; +1400% rispetto al marzo 2007 (quando tutti pagavano perché i valori degli immobili salivano *sempre*); e si prevede un ulteriore raddoppio da qui alla metà 2010.

Qual è il problema in tutto ciò? Che le banche sono piene di Cmbs. Come abbiamo visto però, grazie ai trucchetti contabili possono nascondere la reale entità del problema. Almeno fino a quando non falliscono. In tutto il 2008 son fallite negli Usa 25 banche (senza contare quelle fallite e miracolate perché troppo big, tipo Citigroup). Nel 2009 siamo già a 133.

Il Fondo di garanzia dei depositi (Fdic) lavora alacremente per cercare di far acquisire la banca fallita ad un'altra banca. Ed è qui che si aprono gli armadi con gli ossari e i prezzi veri: la banca (fallita) che dichiarava di avere depositi ed assets (come i Cmbs) pari a

100, viene acquisita da un'altra banca, che però è disposta a pagare in genere da 50 a 70: sa benissimo che il valore a mercato degli assets è altra cosa dalle favole contabili. La differenza ce la mette il Fondo di Garanzia (che, *en passant*, a forza di colmare differenze, ha praticamente finito i soldi). Inoltre la banca acquirente non acquisisce se prima il Fondo non stipula uno Share Loss Agreement (cioè: con le perdite si fa un po' per uno). Se poi dagli armadi viene fuori qualche scheletrone a sorpresa, dividiamo le ulteriori perdite.

E, guarda caso, gli armadi si rivelano pieni di sorprese, anche quattro mesi dopo il fallimento:

Colonial failure may cost the FDIC twice as much

Birmingham Business Journal – by Crystal Jarvis Staff

Friday, December 11, 2009

Colonial BancGroup Inc.'s collapse in mid-August could cost the Federal Deposit Insurance Corp. more than double the amount it originally projected.

Colonial, which was deemed the sixth largest bank failure in U.S. history after its seizure four months ago, had a current net worth of negative \$5.8 billion by the end of the third quarter. That's far worse than its original estimate of \$2.8 billion to its insurance fund, according to recent data released by the FDIC.

Si sono accorti, dopo quattro mesi, che il buco da colmare non è di 2,8 xilioni, ma 5,8: una lieve stima al rialzo.

Questo è il trend che si è ormai instaurato quando, ogni settimana, salta qualche banca. Un chiaro segnale di ripresa.

Ma torniamo un attimo all'indice Abx (quello di sopra che perde e basta). E' interessante notare che tale indice è stato lanciato a fine 2006 (dalla società Markit) e ha consentito per la prima volta agli investitori/speculatori di scoprire il reale valore dei subprime, scommettendo ad esempio su un crollo rispetto al valore dichiarato.

In pratica, i bond Abs (Asset Backed Securities) con i mutui subprime, che prima se ne stavano nei portafogli dei fondi pensione vestiti con prezzi di fantasia, sono stati messi a

nudo brutalmente dall'assalto mordace degli Hedge Fund, che finalmente potevano scommettere su un loro ribasso tramite l'indice. In pratica, prendendo posizione, dichiaravano che quei titoli valevano mooolto meno di quanto asserito. E che qualcuno venisse a dimostrare il contrario.

I subprime, denudati e sotto stress, hanno cominciato a tremare. Dopo un po', anche i più ottimisti e serafici (o ottusi), hanno notato questo tremore con oscillazioni all'ingiù e si son chiesti se forse quei giovani ben vestiti di Goldman Sachs che gli avevano suggerito quel bond per il Fondo Pensione, assicurandogli che non c'erano rischi... beh, si son chiesti se forse forse non era il caso di vendere, che a quanto gli risultava quei bond valevano ancora 95. Strano però: a quel prezzo nessuno li voleva. Oh, neanche a 90... Ci dev'essere un errore: la prima offerta d'acquisto è a 40. E così via.

Tutto questo per dire che la creazione dell'indice ha, in pratica, consentito ai pescecani di azzannare una preda già sanguinante.

Quindi, forse, non è da sottovalutare il fatto che la stessa società (Markit) abbia appena creato un indice sui mutui Prime: l'Abx Prime. Con questo nuovo strumento gli speculatori potranno scommettere sul fatto che anche i mutui Prime (cioè quelli considerati di primaria solidità) passeranno dei brutti momenti. Forse hanno fiutato il sangue. Mi cito dal 24 novembre (pag. 6):

“Quel che è peggio è che stanno aumentando le insolvenze nei mutui considerati più sicuri (Prime, cioè di prima qualità): il 33% dei pignoramenti deriva dai mutui “sicuri”. E questo non è bello, perché ci sono 4,5 trillions di Prime Mortgage in giro (più del triplo dei Subprime)...”

Mutui? Ma guarda, anche in Europa c'è qualche scricchiolio:

14 dic.

Lo stato austriaco ha salvato dal fallimento la sesta banca del Paese, la Hypo Group Alpe Adria (HGAA): l'istituto, presente soprattutto nei Balcani, è stato nazionalizzato al 100%.

Lo stato austriaco ha salvato dal fallimento la sesta banca del Paese, la Hypo Group Alpe Adria (HGAA): l'istituto, presente soprattutto nei Balcani, è stato nazionalizzato al 100%. L'annuncio del ministro delle Finanze, Josef Proell, parla di una "situazione molto difficile per il settore bancario" e della necessità per la banca di trovare immediatamente 1,5 miliardi di euro per far fronte alle sue obbligazioni. Un ipotetico fallimento della HGAA, che aveva annunciato perdite superiori al miliardo di euro per il 2009, avrebbe provocato un'onda d'urto devastante per i Balcani, dove la banca detiene fino al 35% del mercato. I tre azionisti della HGAA, la banca bavarese BayernLB (67,08%), l'austriaca Grazer Wechselfeitige (20,48%) e la provincia della Carinzia (12,42%), hanno ottenuto un euro simbolico da parte dello stato austriaco

Dedicato a quelli che dicevano che l'indebitamento verso l'est Europa era un falso problema da catastrofisti.

Tornando in America, in questi giorni hanno sparacchiato qualche dato che indicherebbe un aumento delle vendite al dettaglio (la ripresa dei consumi! Champagne!). Il problema è che *contemporaneamente* sono diminuite (precipitate) le entrate fiscali relative alle vendite (sales taxes). Esempio:

Texas sales tax receipts plunged in October

Posted Thursday, Dec. 10, 2009

Texas sales tax collections plunged in October over the same month in 2008, the state comptroller said.

Fort Worth's collections were off 17.3 percent, Arlington's 4.7 percent, Hurst's 11.8 percent and Southlake's 13.9 percent. Sales tax receipts are a major source of income for municipal budgets, and cities have already cut deeply.

Qualcosa non quadra, come al solito. Un po' come in Cina, che dichiarano aumenti stratosferici di vendite di auto. MA poi NON aumenta il consumo di benzina. Forse comprano la macchina e poi la tengono in garage.

Da notare poi che le sales tax sono una delle fonti primarie di finanziamento degli Stati e delle municipalità. Il che apre uno scenario che potrebbe scalfire il sentiment ottimista quando andremo a parlare, prossimamente, dei Muni Bond, i Bond emessi dai Comuni.

Comunque, un trend certamente solido e al rialzo in Usa (oltre a quello delle Borse) è quello dei Food Stamps (le tesserine con i bollini che il Servizio Sociale rilascia ai poveri per comprare il cibo):

Dec. 8 (Bloomberg) — A record 37.2 million people, or about one out of every eight Americans, received food stamps in September, as the recession drove a surging jobless rate, according to a government report.

Recipients of the subsidy for retail-food purchases climbed 18 percent from a year earlier, according to a statement posted today on the U.S. Department of Agriculture's Web site. Participation has set records for 10 straight months...

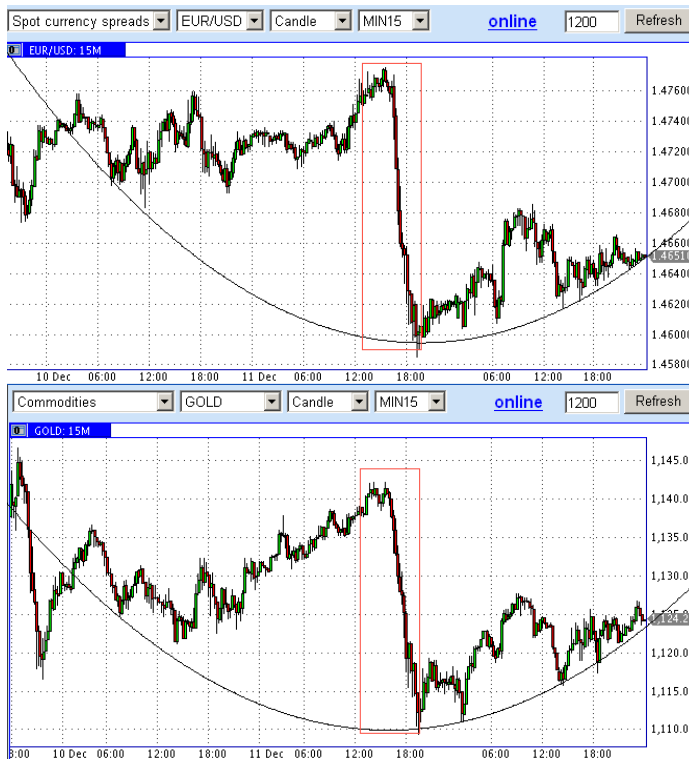
Nevada had the biggest increase in food-stamp participation rates from a year earlier, surging 54 percent, followed by a 46.5 percent jump in Utah, according to the USDA. Texas had the most recipients at 3.1 million, followed by California with 2.9 million and New York with 2.6 million.

Oggi hanno bisogno dei Food Stamps 37,2 milioni di persone, cioè un americano ogni 8. I fruitori dell'assistenza sono aumentati del 18% rispetto all'anno scorso, e ogni mese c'è un record di richieste...

Magari Markit ci fa un indice (Abx Food Stamps) per farci investire gli Hedge Fund.

IL VERDE E IL GIALLO

Uno sopra l'altro, dollaro e oro:



Si conferma la relazione. Il dollaro guadagna causa rimbalzo tecnico (in molti, forse moltissimi, Governi & co., non hanno interesse a che scenda ulteriormente, almeno nel breve) e l'oro scende (e respira un po', dopo una salita sfrenata). Anche perché evidentemente qualcuno aveva fatto carry trade su oro: si indebitavano in dollari per comprare oro; poi venduto l'oro per comprare dollari.

Niente da dire in particolare: l'oro continuerà la sua marcia. Come l'argento. Certo, qualcuno potrebbe obiettare che qualche giorno fa, a 1200 dollari l'oncia si poteva vendere, perché "si vedeva che sarebbe sceso". Poi, magari si ricomprava. Forte.

Ma la posizione in oro non è per il trading. Salirà. Ci vuole un po' di pazienza. I Governi e le Banche centrali sono dalla nostra parte: finché emettono debito e stampano xiloni di carta, teniamo l'oro.

"Si vedeva che sarebbe sceso" mi fa tornare in mente un episodio.

Una decina di anni fa io e il mio socio (un genio incontenibile) ci alambiccavamo il cervello 24 ore al giorno per scoprire il segreto del guadagno perpetuo in Borsa. Riempivamo di dati i computer per convincerli a sfornare sistemi infallibili di trading su futures. Non era una cosa agevole: la finanza via internet era appena agli albori. Per trovare le serie storiche dei prezzi di Borsa dovevamo andare in biblioteca, consultare i giornali e trascrivere tutto a mano. Per avere i dati delle Borse in tempo reale (e alimentare i computer) avevamo installato un parabola sul tetto dell'ufficio (una mansarda per Puffi) che riceveva il segnale del satellite trasmesso da un'azienda norvegese, praticamente l'unica che offriva quel servizio. Solo che quando laggiù nevicava troppo (quasi sempre), il ripetitore norvegese collassava e ci lasciava al buio: investimenti in corso, computer bloccati e noi incollati al Televideo Rai con i caratteri color verde pisello, per cercar di capire che fine avremmo fatto.

Una sera d'estate (i computer funzionavano) arrivarono due signori, mandati da un comune conoscente. Erano i fratelli Boscoli, imprenditori del tessile (o del cuoio, non ricordo). Di quelli che si son fatti da soli, col conto in Andorra e la Porsche intestata alla bisnonna Isolina per non pagare tasse. Avevano sentito parlare di noi; avevano sentito parlare delle Borse che salivano, e volevano fare degli investimenti. Molto simili, forse gemelli, stempiati ma con riporto laccato, indossavano camice in stile Tony Manero (di Saturday Night Fever), col collettone che si adagia sulle spalle; aperte sul petto villosi con catenone d'oro.

Ci sedemmo al tavolo; alle nostre spalle la fila di monitor con grafici, sempre più luminescenti, mentre fuori tramontava. Il mio socio spiegò per filo e per segno la filosofia

del trading, i dettagli tecnici, i rischi... Loro annuivano, ma sembravano ipnotizzati dai grafici sui monitor. Dopo una mezz'ora di ascolto silente, parlarono:

“Va bene, siamo d'accordo”, disse uno.

“Sì, noi allora si vorrebbe fare degli investimenti” disse l'altro.

“Ah, bene”, rispose il mio socio, “ma quali in particolare?”

“Investimenti. Di quelli che salgono”, dissero praticamente in coro.

Rimanemmo un attimo senza parole. “Scusate, in che senso?”

“Semplice: comprate solo quando si vede che poi sale”, disse uno ammiccando all'altro con sorriso d'approvazione.

“Vedete”, si alzò l'altro, andò al monitor e indicò un punto del grafico in mezzo (era l'indice S&P 500, in un punto di due mesi prima dal quale poi era partita una risalita violenta)... “Vedete: qui...” e toccò lo schermo lasciando un'impronta “Qui *si vedeva chiaramente* che poi sarebbe salito”. E seguì tutta la salita col dito.

“Quando sale *si vede*”, disse il primo, convintissimo. “Basta che voi comprate quando vedete che poi sale. Se scende... no, non dovete comprare. Oppure vendete prima.”

“Ah, certo”, fu l'unica cosa che riuscimmo a dire.

Se ne andarono poco dopo, con l'aria soddisfatta. Noi restammo a lungo a guardarci nella penombra. Storditi dalla scoperta delle previsioni fatte col senno di poi.

DOPO I DISCORSI: ORA CHE SI FA?

Può darsi che l'euro vada un po' sotto stress. Eh si, può essere. Allora compriamo bond (principalmente titoli di stato) in valute diverse, anche asiatiche. Comunque, titoli *investment grade*. Potremmo avere qualche bella sorpresa. In questo caso usiamo un fondo: l'unico modo per diversificare fra Won coreano, Rupia indonesiana e Real brasiliano...

Compriamo il **Templeton Global Bond** (codice isin: LU0152980495), un fondo molto ben gestito (una fatto quasi incredibile), con lo stesso gestore da molti anni. E che non costa molto: 1% annuo di commissioni di gestione. Certo, ha un volatilità piuttosto elevata (9%), ma i risultati sono interessanti.

Una panoramica (dati relativi a novembre):

PRINCIPALI TITOLI

Government of Sweden, 5.25%, 3/15/11
Korea Treasury Bond, 0400-1206, 4.00%, 6/10/12
Korea Treasury Bond, 0475-1112, 4.75%, 12/10/11
Government of Mexico, M 20, 10.00%, 12/05/24 3,86
Government of Russia, senior bond, Reg S, 7.50%, 3/31/30
Government of the Netherlands, 4.50%, 7/15/17 2,61
Government of Poland, 4.75%, 4/25/12 2,58
Government of Malaysia, 3.756%, 4/28/11 2,45
Government of Norway, 6.00%, 5/16/11 2,27
Government of Argentina, senior bond, FRN, .943%, 8/03/12

PRINCIPALI PAESI (peso percentuale)

Corea del Sud 18,57
Svezia 9,10
Indonesia 7,65
Polonia 7,24
Messico 7,01
Brasile 5,79
Malesia 4,81
Russia 3,56
Sovranazionale 3,54
Australia 3,23

PRINCIPALI VALUTE (in percentuale)

Dollari USA 27,91
Won Sud Coreano 17,36
Corona Svedese 12,39
Ringit Malaisiano 10,60
Zloty Polacco 7,44
Rupia Indonesiana 7,19
Corona Norvegese 6,89
Real Brasiliano 6,81

Rupia Indiana 6,55
Yuan Cinese 6,21

CARATTERISTICHE DEL FONDO

Cedola Media 4,29%
Duration Media Ponderata 4,63 anni
Rendimento Medio alla Scadenza 5,12%
Scadenza Media Ponderata 6,96 anni
Rating Medio dei Titoli in Portafoglio: A

	Rendimenti Totali
1-Giorno	-0,01
1-Settimana	0,81
1-Mese	1,32
3-Mesi	4,23
6-Mesi	5,43
YTD	12,33
1-Anno	10,69
3-Anni Ann.ti	8,29
5-Anni Ann.ti	7,26
10-Anni Ann.ti	6,11

	30/11/2009			
Rendimenti Trimestrali	Trim. 1	Trim. 2	Trim. 3	Trim. 4
2009	4,56	2,16	3,01	-
2008	-1,46	-4,68	12,85	6,52
2007	0,99	1,78	-1,30	-1,40
2006	0,56	-3,36	2,99	1,05
2005	2,39	5,47	0,22	2,48
2004	4,69	-2,36	2,70	0,53

IL PORTAFOGLIO

Riepilogando (e senza contare ancora il nuovo fondo, che metteremo al prezzo di domani):

abbiamo comprato dollari a 1,49 su euro; oro a 1.045 Usd l'oncia; argento a 18,4 Usd l'oncia; siamo short di Standard & Poor 500 da 1.110 punti; e short di FtseMib da 22.750 punti. Usando, per ora, Etf. Così:

<u>TITOLO</u>	<u>Data acq.</u>	<u>Prezzo acq.</u>	<u>Prezzo 15/12</u>	<u>Var. %</u>
Db X-Trackers Ii Fed Funds	23/10/09	115,50	117,64	+1,85
Etf Physical Gold	23/10/09	69,2	76,22	+10,15
Etf Physical Silver	19/11/09	12,14	11,77	-3,04
Db X-Trackers S&P 500 Inverse	25/11/09	36,33	37,33	+2,7
Lyxor Etf Bear Ftse Mib	25/11/09	42,13	42,26	+0,3

Ora chiudo, qui da ground zero, dal piano terra della finanza.

A presto.

Beppe