

Paradossi della crisi: stretta sulle imprese e boom di liquidità

Gli interventi delle banche centrali hanno aiutato soprattutto i listini

Morya Longo

Le Borse hanno guadagnato il 54% in Europa e il 52% in America dai minimi toccati a marzo, perché - sostengono tanti economisti - gli investitori sono convinti che l'economia mondiale sarà presto fuori dal tunnel della recessione. Eppure anche i titoli di Stato mantengono un forte appeal, inclusi i BoT che rendono quasi zero: cosa che solitamente accade quando invece le prospettive economiche sono nere. Delle due l'una: o l'economia migliora e allora è giusto investire in Borsa, oppure non migliora e allora è meglio puntare su titoli di Stato. Entrambe le cose messe insieme non ci possono stare.

Suona altrettanto stridente il boom di obbligazioni aziendali: le agenzie di rating si attendono i casi di default aziendali in aumento esponenziale, fino al 12%, eppure i corporate bond vanno a ruba tra gli investitori. Per non parlare di alcune materie prime e - udite, udite - persino di alcuni titoli che fino a pochi mesi fa venivano definiti "tossici": vanno a ruba anche loro.

Siamo ormai ai confini della realtà. Come una roulette in cui a ogni mano escono tutti i 36 numeri, il mercato finanziario sta vivendo un momento quasi surreale: vince chi punta sulle azioni, vince chi punta sui bond, vince chi punta sulle cartolarizzazioni. Vincono tutti. Perché i prezzi salgono ovunque. Il motivo, si può dire, è che erano scesi troppo durante la crisi. Vero. Ma questa non è l'unica ragione: la verità è che le Banche centrali

e i governi hanno iniettato talmente tanta liquidità sul mercato, che tutti questi soldi stanno pompando le quotazioni di qualunque mercato. Invece di finire sull'economia reale (sotto forma di crediti a imprese e famiglie) i denari finiscono su azioni, su titoli di Stato, su corporate bond, su materie prime.

Il circolo della liquidità

Per capire il rally di tutti i mercati, bisogna dunque seguire il viaggio del denaro. Guardando il bilancio della Federal Reserve

Usa, si scopre che la liquidità immessa attualmente sul mercato è di oltre mille miliardi di dollari superiore a quella immessa nell'estate 2007. Tanto che la base monetaria in America, cioè la quantità di contanti in circolazione sommata alle riserve delle banche, è aumentata nell'ultimo anno del 99%. Negli ultimi 20 anni non era mai accaduto un incremento così esponenziale. E la Banca centrale europea ha fatto più o meno lo stesso. Se a questo si sommano i miliardi spesi anche dai governi per soccorrere la finanza, si capisce come il sistema bancario sia stato inondato di soldi. A tassi bassi.

Le banche cosa stanno facendo di tutti questi denari? Finanziano le imprese? No, ancora poco. Se si guardano i dati aggiornati a venerdì, forniti da Dealogic, si scopre infatti che a livello mondiale i prestiti sindacati concessi dalle banche alle aziende nel 2009 ammontano ad appena 1.073 miliardi di dollari: un terzo dei quasi 3 mila miliardi concessi nel 2008 e un quinto

dei 4.900 miliardi erogati nel 2007. Anche il mercato interbancario, a dispetto di tassi bassissimi, è ancora ingessato: dunque le banche non finanziano neppure le altre banche. Allora in qua-

le mare sbocca questo fiume di liquidità? La risposta è semplice: sui mercati finanziari. La conferma arriva dai bilanci stessi delle grandi banche. L'esempio di Goldman Sachs, che ha recentemente diramato la semestrale, è lampante: i ricavi del gruppo sono stati in gran parte realizzati grazie al trading (+93%), grazie al mercato delle valute e dei capitali (la semestrale parla di aumento significativo) e grazie alle azioni (+28%). E tante altre banche mostrano conti simili. La liquidità sta andando tutta lì: sui mercati.

Soldi sui mercati

Ecco perché mentre Wall Street guadagna il 54%, i rendimenti dei titoli di Stato - pur in rialzo dai minimi di marzo - restano bassi. Da giugno i titoli Usa con scadenza biennale hanno registrato rendimenti in calo di circa 40 centesimi e i decennali di oltre mezzo punto percentuale. Questo significa che i prezzi sono saliti. Insomma, che ci sono stati acquisti. Anche sui corporate bond c'è una domanda fortissima: quest'anno le emissioni - calcola Dealogic - hanno raggiunto i 1.123 miliardi di dollari a livello globale, surclassando di gran lunga i volumi di tutti gli anni precedenti. Forte - osserva Luca Peviani di P&G - è anche la domanda sulle cartolarizzazioni.

Questa forte disponibilità di

denaro a basso costo sta riprodotto in auge operazioni che non si vedevano da anni. Per esempio sta rinascendo qualcosa di simile al "carry trade" (prendere a prestito soldi a basso costo e investirli su titoli con rendimenti elevati). Le banche oggi non hanno più la necessità di andare in Giappone per trovare denaro a costo quasi zero: basta stare in Europa. Gli istituti si finanziano presso la Bce (pagando un tasso dell'1%) oppure attraverso un'operazione di pronti contro termine (pagando lo 0,70%), e poi comprano per esempio BTp biennali che rendono l'1,65%: in questo modo guadagnano sul differenziale tra i tassi. «Noi lo facciamo spesso», confessa un trader. Non solo. Ci sono poi altri modi, per le banche e i broker, per trarre profitto da questa situazione surreale. Un addetto ai lavori spiega al Sole-24 Ore che attualmente gli spread denaro/lettera sono molto elevati: questo significa che gli intermediari possono comprare un titolo a prezzi bassi e rivenderlo a prezzi più alti, facen-

do grandi utili. A scapito della trasparenza, però, perché questo avviene fuori dai listini regolamentati. E i mercati salgono.

Le prospettive

Questo rally ha ovviamente varie giustificazioni, non solo speculative. Tanti addetti ai lavori fanno notare che i prezzi erano scesi troppo, per cui un forte rimbalzo era inevitabile. Altri, come l'ufficio studi della Bnl, sottolineano che - nonostante la recessione - gli indicatori economici anticipatori «conti-

nuano a dare segnali di miglioramento». Dunque il rally ha motivazioni economiche. Ma in tanti sono convinti che questa euforia sui mercati sia comunque "drogata" dalla liquidità. E qui nascono i timori: se questo eccesso di liquidità dura troppo, si rischia di creare una bolla peggiore di quella che si voleva sgonfiare; se invece la liquidità verrà presto eliminata dal mercato, si rischia che la ripresa si sgretoli come

un castello di carte.

Per farsi un'idea di questa situazione senza precedenti, basta guardare al passato. Prendiamo i dati della Fed, forniti da Mps Capital Services. Se si osserva il periodo tra la fine degli anni '80 e la prima metà degli anni '90 - come mostra il grafico in pagina - si scopre che la Fed aumentò la liquidità. Se si guarda la base monetaria, che tiene conto della liquidità in circolazione negli Stati Uniti e delle riserve

delle banche, si nota una crescita costante dal 1990 al 1994. E se si calcola anche la liquidità investita in fondi monetari (il cosiddetto aggregato Mzm), si scopre che l'aumento è altrettanto evidente. Contemporaneamente i tassi Fed sono scesi dall'8,25% del 1990 al 3% del 1993-1994. Ebbene: proprio dal 1994 inizia quel rally di Borsa che porta, nel 2000, alla bolla speculativa del Nasdaq. Una situazione simile si registra dopo

il crollo delle Borse e dopo le stragi dell'11 settembre 2001. La liquidità aumenta fino a toccare l'apice nel 2002, mentre i tassi Fed scendono fino all'1% nel 2003-2004: da qui nasce il nuovo rally di Wall Street e la bolla del credito. Oggi la situazione è ancora più esasperata. I tassi sono a zero e la base monetaria è aumentata del 100% rispetto al luglio 2008. Un mare di soldi che ci farà uscire dalla crisi, oppure che creerà una nuova bolla?

m.longo@ilsote24ore.com

LA FLESSIONE

MENO CREDITO

Prestiti sindacati a livello mondiale. **Dati in miliardi di \$**

Anno	Ammontare
1999	1.806,200
2000	2.314,208
2001	1.850,926
2002	1.776,654
2003	1.941,592
2004	2.621,278
2005	3.450,514
2006	4.010,534
2007	4.900,826
2008	2.976,794
2009 *	1.073,965

(* al 27/08/09 Fonte: Dealogic

Imprese, le più punite.

Secondo i dati di Dealogic, nel 2009 i prestiti sindacati a livello mondiale ammontano a 1.073 miliardi di dollari. Cifra che rappresenta un netto calo rispetto agli anni precedenti: 2.976 miliardi nel 2008, 4.900 miliardi di dollari nel 2007, 4.010 miliardi nel 2006. Questo è un indicatore, sebbene parziale, della contrazione del credito.

Tornare ai massimi. In Europa e negli Usa recuperi di oltre il 50% sui valori di marzo

I preferiti. È corsa a titoli di stato, corporate bond e materie prime

DATI CONTRASTANTI

1 Borse e bond

Il primo paradosso, apparente, è quello che lega le Borse ai titoli di Stato. Solitamente quando salgono i listini azionari (perché si sconta un miglioramento economico), scendono i titoli di Stato (perché il miglioramento economico verosimilmente alzerà i tassi d'interesse). Ora, però, i due mercati si stanno muovendo al rialzo insieme: le Borse salgono e anche i titoli di Stato (da giugno) hanno prezzi in crescita e rendimenti in calo

2 I BoT super-richiesti

L'ultima asta dei BoT ha portato i rendimenti lordi vicini allo zero. I Buoni semestrali sono scesi da 0,55% lordo e allo 0,08% netto (incluso le commissioni). La domanda, però, è stata forte: su 10 miliardi di titoli offerti, le richieste sono arrivate a 16 miliardi

3 Boom di corporate bond

Il mercato attende un aumento dei default aziendali: Moody's stima un tasso di insolvenza al 12% per le aziende a basso rating, rispetto allo 0,7% di un anno fa. Nonostante questo, i corporate bond attirano forte domanda. Per questo le emissioni, come si vede nella tabella, hanno registrato il record storico nel 2009

EMISSIONI IN CRESCITA

Emissioni di bond aziendali. **Dati in miliardi di dollari**

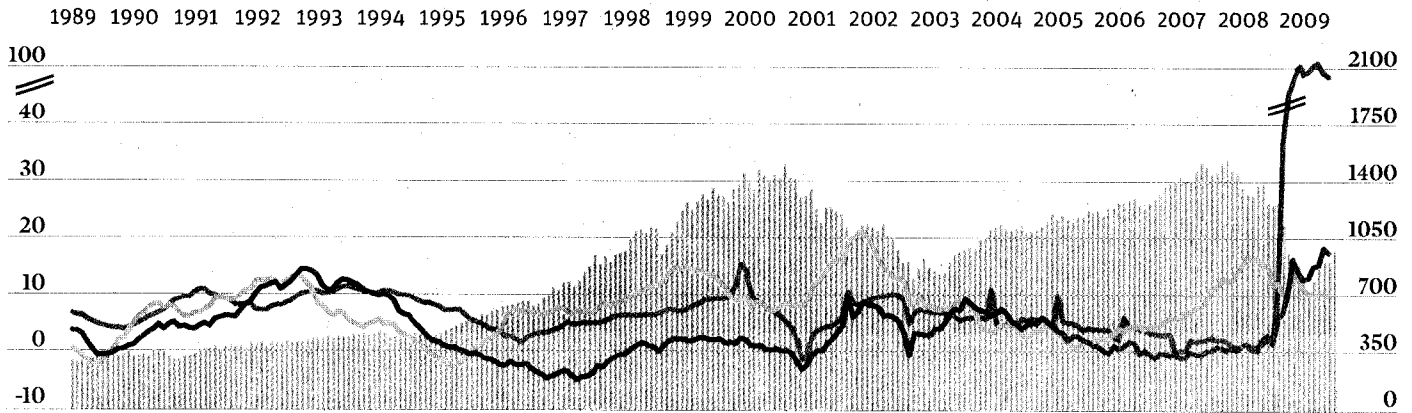
Anno	Ammontare
1999	570,901
2000	513,592
2001	780,308
2002	565,864
2003	704,777
2004	601,522
2005	608,768
2006	807,525
2007	895,589
2008	892,340
2009 *	1.123,548

(* al 27/08/09 Fonte: Dealogic



L'ondata di liquidità

Andamento degli aggregati monetari in relazione a Wall Street



— **Base monetaria**
 circolante + riserva
 obbligatoria + riserva
 in eccesso (scala sinistra)

— **M1**
 moneta circolante
 (scala sinistra)

— **MZM**
 Zero maturity supply,
 pari alla somma di M2
 + i dati dei fondi
 monetari (scala sinistra)

■ **S&P 500**
 (scala destra)

SENZA PRECEDENTI

La disponibilità
 di denaro a basso costo,
 può condizionare
 la valutazione di titoli
 che si erano molto deprezzati

Fonte: Federal Reserve