

## Mercati, 700 miliardi gonfiano la «bolla»

Tanto è cresciuta la capitalizzazione dei listini europei nell'ultimo mese - Boom di liquidità nei fondi

**Andrea Franceschi**

Oltre 700 miliardi di euro in un mese. Di tanto è cresciuta la capitalizzazione delle Borse europee tra la fine del 2013 e le prime settimane del nuovo anno stante alla banca dati S&P Capital IQ. Negli ultimi 30 giorni l'indice Stoxx 600 ha guadagnato il 5,31% con una performance decisamente migliore rispetto alla media dei listini mondiali (l'indice Msci World ha guadagnato il 3,44%). Nello stesso lasso di tempo anche i bond del Vecchio Continente hanno messo a segno performance notevoli come dimostra il calo dello spread Bund-BTP, sceso sotto la soglia dei 200 punti nella prima settimana del nuovo anno o il crollo dei rendimenti sui Bonos spagnoli scesi ai livelli del 2006.

### Il fattore liquidità

La scommessa sulla ripresa economica nel Vecchio Continente è il pretesto che ha scatenato questo rally. Ma la benzina che lo ha alimentato è l'enorme liquidità in circolazione a caccia di rendimento che, secondo il principio dei vasi comunicanti, continua a fuoriuscire da asset class un tempo di moda come commodities o i mercati emergenti, per riversarsi in Europa.

Gli ultimi dati Epfr Global sulla raccolta dei fondi ci dicono che nella prima settimana del nuovo anno gli obbligazionari europei hanno registrato il maggior flusso netto da maggio dell'anno scorso mentre gli azionari hanno proseguito nel-

la loro striscia positiva che dura ormai da 28 settimane consecutive, con performance particolarmente brillanti soprattutto nel caso dei fondi azionari italiani (miglior settimana da tre mesi a questa parte). Tutto questo a fronte dell'ennesimo saldo negativo dei fondi azionari dedicati ai Paesi emergenti la cui striscia negativa dura ininterrottamente da due mesi e mezzo a questa parte (nell'ultimo trimestre del 2013 il saldo è negativo per 11,8 miliardi di euro). In lieve ripresa invece i fon-

### IL PARADOSSO IRLANDA

L'euforia sui mercati europei non è esente da distorsioni come dimostra il recente aggancio dei tassi irlandesi ai gilt britannici

di bond sugli emergenti, anch'essi tuttavia riduci da un bagno di sangue da 13,9 miliardi di dollari nell'ultimo trimestre dello scorso anno.

### La grande rotazione

Liquidità è la parola chiave per capire come sono andati i mercati e dove andranno nei prossimi mesi. Gli investitori ne hanno in abbondanza, foraggiati dalle operazioni ultraespansive delle banche centrali (Fed in primis), ma si stanno preparando ad un futuro, non è chiaro ancora quanto prossimo, in cui gli stimoli non ci saranno più. Dal nuovo anno in poi la Fed porterà gli acquisti mensili di bond

(operazioni con cui, di fatto, stampa moneta) da 85 a 75 miliardi di dollari. Un cambio di passo a cui i mercati si stanno preparando da mesi (il "tapering" è stato ventilato per la prima volta a maggio 2013) mettendo in atto quella che è stata chiamata «la grande rotazione». Un consistente spostamento di capitali che, oltre ai Paesi emergenti (59 miliardi di dollari il rosso 2013 di fondi bond e azioni) ha penalizzato in particolare il reddito fisso Usa (71,8 miliardi di dollari di deflusso) e le commodities (43,3 miliardi il rosso di cui 38,9 solo dei fondi sull'oro). L'Europa, i cui fondi, tra azioni e obbligazioni hanno raccolto nel 2013 flussi netti per 65,8 miliardi di dollari, si è trasformata quindi nella nuova "terra promessa".

### Il rischio bolla

Tutta questa euforia non è ovviamente esente da possibili effetti collaterali. La caccia esasperata al rendimento rischia infatti di gonfiare eccessivamente le quotazioni di asset di qualità non proprio eccelsa. Proprio questa settimana il tasso del titolo a 5 anni dell'Irlanda è arrivato ad agganciare quello del gilt britannico di uguale scadenza. Un paradosso se si pensa che a Dublino, che ha dovuto ricorrere al salvataggio Ue, ha un rating quasi spazzatura (BBB-) mentre Londra può vantare, almeno da Standard & Poor's, ancora una tripla A, giudizio di massima affidabilità creditizia.

**O**rmai vanno a ruba anche i Cdo, quelle obbligazioni "salsiccia" che fino a pochi anni fa tutti chiamavano titoli «tossici»: negli Stati Uniti nell'ultimo anno i loro prezzi sono infatti raddoppiati, arrivando al 40% del valore nominale. Insomma: gli investitori danno l'impressione di raschiare il fondo del barile. Per un motivo banale: hanno troppi soldi, ma non sanno più dove investirli per garantirsi guadagni accettabili.

Il motivo è noto: la liquidità sui mercati è iper-abbondante. Solo nel 2013 le banche centrali di Stati Uniti, Gran Bretagna e Giappone hanno iniettato sui mercati finanziari 1.700 miliardi di dollari nuovi di zecca. Nel 2012 ne avevano immessi mille miliardi. Dalla fine del 2006 ad oggi – secondo i dati Bloomberg – le principali banche centrali del mondo hanno aumentato la quantità di moneta in circolazione di 27mila miliardi di dollari: l'aggregato M2 è praticamente raddoppiato in sette anni. Questo ha avuto l'effetto di ridurre oltremodo i rendimenti su tanti (non più tutti in realtà) mercati obbligazionari. Quelli dei titoli di Stato dei Paesi più sicuri negli ultimi mesi sono risaliti un po', come quelli dei Paesi emergenti. Ma in generale i tassi d'interesse restano bassissimi.

Questo mette nei guai gli investitori: perché hanno tanti soldi, ma non riescono a farli fruttare. Ad alcuni di loro può importare meno, perché il calo dell'inflazione – per esempio in Europa – potrebbe mantenere a galla i rendimenti reali dei bond. Per la maggior parte degli investitori il problema è gigantesco. Per esempio per le assicurazioni: negli anni passati hanno infatti emesso polizze-vita (con durate lunghissime) garantendo rendimenti oggi introvabili sui mercati. Quelle tedesche – secondo i dati McKinsey – mediamente garantiscono nelle polizze rendimenti del 3,19%: come possono pagare interessi così elevati, in un mondo di tassi ultra-bassi? A lungo andare questo può minare le loro stesse fondamenta. Prima o poi saranno forse costrette a ristrutturare le polizze. Problemi simili li hanno i fondi pensione. Anche per le banche le difficoltà non mancano: i tassi bassi hanno infatti ridotto i loro margini.

Morale: tanti investitori sono costretti ad aumentare i rischi per mantenere guadagni accettabili. E dato che un po' tutti si comportano così, in tutto il mondo, i rendimenti dei titoli ad alto rischio continuano a scendere. Morale: come dice Warren Buffet, ormai si comprano «rischi senza rendimenti». Tutti lo sanno, ma nessuno può farne a meno.

*m.longo@ilsole24ore.com*