

L'analisi

L'ombra della Cina preoccupa la Fed

di MARCELLO MINENNA

I tassi dei Fed Funds statunitensi, dopo che la banca centrale americana li ha recentemente lasciati invariati, non saliranno nel breve periodo. Probabilmente accadrà a dicembre. Ma lo faranno più in fretta. Anche a causa della Cina.

A PAGINA 7



L'analisi

Quell'ombra cinese che spaventa la Fed

I tassi non saliranno subito ma lo faranno più in fretta. E i mercati lo sanno...

Il 17 settembre la Fed, la Banca centrale Usa, ha deciso di rinviare quel rialzo dei tassi di interesse verso livelli «normali», più volte annunciato dopo 8 anni di politica monetaria espansiva. In primis il governo cinese, ma anche il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale hanno premuto su Janet Yellen e il board dei governatori delle Banche centrali Usa con un'intensità tale da non poter essere ignorata.

Aspettative

I mercati non hanno reagito bene alla notizia, sebbene si temesse molto peggio: se il rialzo fosse realmente avvenuto per via del rallentamento delle economie dei Paesi emergenti e della sempre incerta ripresa europea. C'è chi ha ipotizzato una sorta di «delusione» degli operatori di mercato a fronte di una perdita di credibilità da parte della

Fed, molto attiva negli annunci, ma poi ingessata nelle reali prese di posizione. Questa visione dei fatti non è supportata dai dati: in realtà i mercati si aspettavano da settimane che la Fed lasciasse invariati i tassi.

Cerchiamo di capire meglio. Gli operatori finanziari analizzano l'andamento di derivati finanziari (*futures*) sui *Federal Funds rate*, cioè sui tassi fissati dalla Fed per i prestiti interbancari a un giorno (*overnight*), per prevedere l'andamento futuro dei tassi di interesse e in particolare la probabilità che la banca centrale Usa intervenga per alzarli; informazione assai utile per impostare adeguate strategie di negoziazione. La stessa Fed è consapevole di queste aspettative di mercato e le considera nel proprio processo decisionale.

Ad agosto 2015, il mercato stimava una scarsa probabili-

tà di rialzo dei tassi (il 20%). Ex-post è possibile capire il perché. Dopo la *débauche* dei mercati finanziari a seguito del disancoraggio dello yuan dal dollaro infatti si era osser-

vata una pericolosa riduzione delle riserve valutarie della Banca popolare cinese, che tentava di difendere il cambio vendendo attività finanziarie in biglietti verdi, euro e yen sui

mercati internazionali e comprando yuan. Questo processo ha portato alla liquidazione di quasi 150 miliardi di dollari di cui parrebbe 100 fossero titoli di Stato americani (*Treasuries*).

Se si pensa che il *Quantitative Easing* (QE) è un acquisto di titoli di Stato da parte di una banca centrale, questa liquidazione rappresenta un vero e proprio «QE al contrario» (*Quantitative Tightening*), cioè una riduzione di liquidità in circolazione che minaccia l'economia reale.

Liquidità

Ora, il rialzo dei tassi da parte della Fed già impone nei fatti una riduzione della liquidità: si attirano capitali in banca centrale per rallentare i prestiti all'economia reale e ridurre le minacce di inflazione. È una manovra che si possono permettere solo le economie in salute, come quella Usa anche se comunque l'inflazione



di MARCELLO MINENNA

bilità di ritocco dei tassi di interesse ancora più bassa, intorno al 13%.

Previsioni

Perché dunque i mercati stanno muovendosi sottotono? Per rispondere, occorre guardare più sul lungo termine. Sono aumentate le probabilità che la Fed effettui il rialzo a dicembre. Del resto, giovedì scorso, la stessa Yellen ha ribadito che la stretta monetaria è stata solo rinviata di qualche mese. E i mercati reagiscono coerentemente. Dal grafico infatti si vede che in un solo mese da agosto a settembre la probabilità che a luglio 2016 il tasso Fed sia a 0,25% o a 0,50% sono scese mentre salgono le chance di un doppio rialzo a 0,75% (dallo 0,25% attuale) se non uno triplo all'1%. Insomma la Fed ha potuto solo posticipare il ciclo di normalizzazione dei tassi, ma potrebbe essere costretta ad accelerarlo tra non molto, magari quando l'economia globale sarà in rallentamento. Non proprio un volano per i mercati azionari ed ecco spiegato il «pessimismo» degli operatori.

