

BANCHE CENTRALI, I RISCHI DELLA NORMALITÀ

La Fed «smonta» il Qe, la Bce frena. Si prevedono tassi più alti e mercati nervosi

di **Marcello Minenna**

Speso i cambiamenti incisivi passano sotto traccia: la decisione dalla Fed di cominciare la dismissione dei titoli acquistati dal 2009 con i Quantitative easing sembra uno di questi casi. La Fed si limiterà a «non reinvestire» mese per mese una piccola parte dei titoli in bilancio che andranno in scadenza. Per ottobre, 6 miliardi di dollari di titoli di Stato e 4 miliardi di temibili Rmbs (Residential Backed Mortgage Securities), cioè i titoli tossici subprime che provocarono la crisi del 2008. Se paragonati ai 4.235 miliardi (2.465 di Treasuries e 1.770 di Rmbs) immobilizzati nel bilancio Fed, si tratta proprio di un intervento minuscolo. E il mercato per ora ha ignorato l'avvio dello «smontaggio».

Gli operatori hanno preferito concentrarsi sulla minaccia di un aumento dei tassi di interesse-chiave che dovrebbe avvenire a dicembre proprio in un momento in cui l'inflazione Usa continua a rallentare ed il presidente Yellen potrebbe non vedersi riconfermato il mandato da Trump.

Eppure, ben presto bisognerà fare i conti con la normalizzazione della politica monetaria Fed: in meno di un anno prenderà abbrivio e dal mercato sparirà una domanda stabile di titoli per 600 miliardi l'anno. Se tutto va liscio, ci vorranno 7 anni per riportare il bilancio Fed alla normalità pre-crisi. Nel frattempo l'offerta di Treasury è destinata

ad aumentare e non di poco, soprattutto se Trump riuscirà a varare la sua controversa riduzione delle tasse, da finanziarsi attraverso la creazione di nuovo debito. Il deficit annuo, già a 440 miliardi potrebbe raddoppiare a 900. In totale quindi ci sarebbero sul mercato 1.000 miliardi di debito Usa in più ogni anno.

Chi lo acquirerà? La risposta non è scontata. Il risparmio Usa a livello aggregato è di nuovo in declino. Resta la domanda estera, con Cina e Giappone che detengono già il 30% dei titoli Usa. Difficile pensare che i possano aumentare gli acquisti senza un incentivo in termini di rendimento. Insomma, i tassi d'interesse sono attesi in salita da tutti; le probabilità quotate sono passate dal 20% al 70%.

Sul *quantum* guarda con morbosa attenzione la Bce, alle prese con il passaggio delicatissimo del *tapering*, l'interruzione degli acquisti di titoli governativi. La Fed è passata attraverso quest'ordalia nel 2013: dopo l'annuncio un mercato in panico fece schizzare in su i tassi di interesse di oltre 120 punti base. Uno scenario assai temuto dalla Bce e dai Paesi ad alto debito, anche se secondo l'ultimo aggiornamento del Def il nostro debito è «al sicuro» da simili choc per via della lunga vita residua (7,3 anni). Allacciamo le cinture.