

Preparatevi, il quantitative easing non è infinito

Indiscrezioni e smentite scatenano il panico sui mercati. Il conto alla rovescia è partito



Nel pomeriggio del 4 ottobre un mini-tsunami si abbatte senza preavviso sui mercati finanziari. Voci di corridoio dalla Bce indicano che il board sarebbe d'accordo «a larga maggioranza» ad avviare quanto prima la graduale interruzione del Quantitative Easing (l'acquisto di titoli di Stati e bond). La notizia è troppo clamorosa per essere vera, e sui mercati si attende la smentita ufficiale. Che arriva puntualmente entro poche ore: la Bce non ha mai discusso un'eventuale implementazione del cosiddetto «tapering» (traducibile come «assottigliamento») del Qe. Tuttavia, sui mercati si è scatenato il panico mentre fioccano le vendite di titoli governativi dei Paesi periferici. Il rendimento del decennale italiano passa dall'1,25% all'1,4% in poche ore. Mentre gli analisti si affrettano a dipingere gli scenari del «dopo-Qe», deve scendere in campo

addirittura la Bundesbank per negare tutto. Ma oramai il genio è fuori dalla bottiglia.

Intendiamoci: nessuno ha mai creduto che la voce potesse essere vera anche solo per un attimo. Tra l'altro, anche se il Qe terminasse subito a marzo 2017, il bilancio della Bce non inizierebbe a contrarsi prima del 2020 visto che Draghi si è impegnato nel reinvestimento dei titoli in scadenza.

Il fronte tedesco

Tuttavia questi rumor non compaiono mai a caso e tra gli operatori c'è il fondato sospetto che dalla Bce abbiano fatto trapelare la notizia soltanto per poter avere il privilegio di smentirla. E lanciare un primo segnale al mercato: anche il Qe è destinato a finire. Ci sono dei precedenti illustri. A partire dal giugno 2012 sui mercati Usa iniziano a filtrare a periodi alterni pettegozzi su una possibile interruzione

del Qe della Fed. In un crescendo rossiniano, in pochi mesi i rumor si fanno più insistenti, mentre le banche «well-informed» si riposizionano sul mercato dismettendo titoli di Stato Usa e facendo salire inesorabilmente i tassi di rendimento di oltre 100 punti base. Si tratta del famigerato «taper-tantrum», la maledizione del mercato, che si auto-avvera nel maggio 2013 quando il presidente Ben Bernanke dichiara che entro 6 mesi la Fed inizierà a ridurre il ritmo di acquisto dei titoli. Tempo di attesa tra le prime voci e la dichiarazione ufficiale: 12 mesi. C'è da pensare che il countdown per l'Eurozona sia iniziato.

Alcune coincidenze sono oltremodo sospette: nell'autunno 2017 ci saranno le elezioni in Germania. Secondo l'analisi del ministro delle Finanze Wolfgang Schäuble, l'impatto dei tassi negativi sul ceto medio è la princi-

pale causa della disfatta della compagine governativa. È evidente che per il governo tedesco 2 anni e mezzo di Qe sono abbastanza. Inoltre un rialzo dei tassi darebbe ossigeno alle banche

che vedono la propria profittabilità stritolata dalla scomparsa del margine di interesse. Infatti, mentre i tassi sui prestiti alle imprese e famiglie continuano a scendere, i depositi sono blocca-

ti al limite irvalicabile dello 0%. Non a caso, nei giorni successivi alla diffusione della notizia, i titoli di Stato precipitavano, ma i titoli bancari sono andati in controtendenza con rialzi medi superiori al 5%. Insomma non sono solo i «falchi» della Bundesbank a vedere di buon occhio un ridimensionamento del Qe ma anche quel cartello di banche che è maggiormente penalizzato dai tassi negativi. Sarà un caso, ma Francia (1,5%) e Germania (1,3%) sono i Paesi dove i margini netti di interesse del sistema bancario sono più bassi, contro l'1,7% della Spagna e l'1,8% dell'Italia.

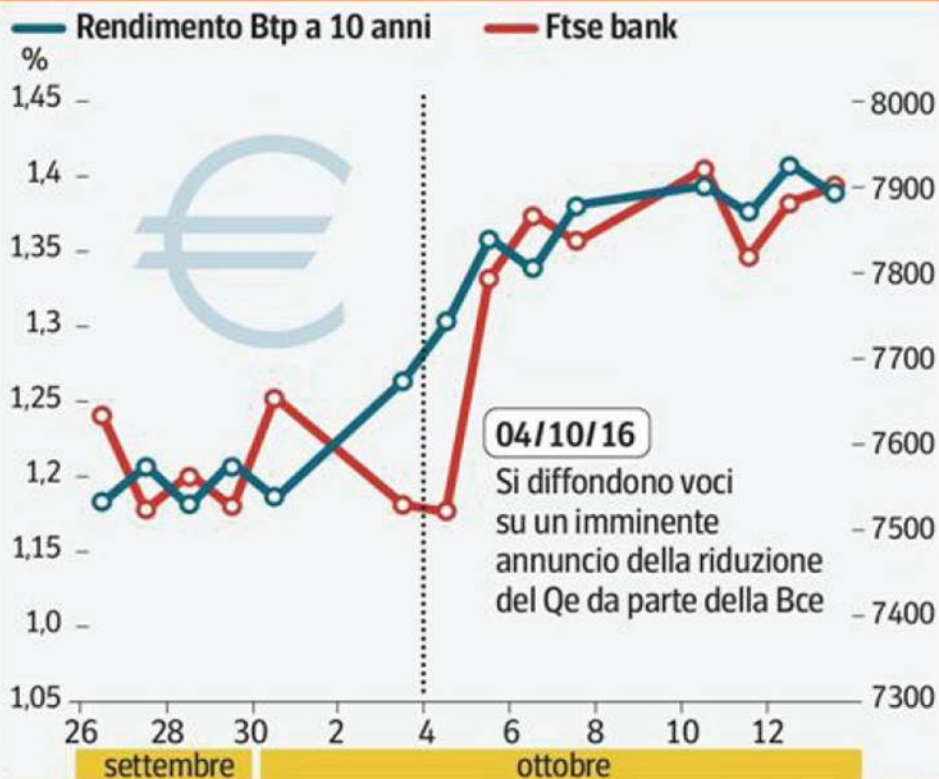
In ogni caso, ritengo ragionevole che a dicembre la Bce si limiti a posporre il Qe di 6 mesi lasciando che le «indiscrezioni» continuino a filtrare. Questo dovrebbe concedere tempo sufficiente agli investitori smart per alleggerire i propri portafogli di titoli governativi e non lasciarsi

sorprendere da un presumibile avvio del tapering a settembre 2017; i tassi di interesse dovrebbero gradualmente salire, in analogia con quanto successe sui mercati Usa nel 2013. In seguito la Bce dovrebbe ridurre gli acquisti di 10 miliardi al mese fino ad un completo stop del programma a maggio 2018.

Effetto scarsità

Tuttavia anche questo scenario interlocutorio presenta delle incognite: 6 mesi di Qe in più richiedono una modifica delle modalità di acquisto dei titoli di Stato. I «bund eligible» per l'acquisto sono troppo scarsi già ora: si stima siano rimasti solo 20 miliardi di titoli acquistabili alle attuali regole di ingaggio e la Bce per rispettare i suoi ritmi ne deve acquistare 12 al mese. 88 miliardi attualmente non sono acquistabili per il rendimento troppo negativo (al di sotto dello -0,4%) o la durata troppo breve (inferiore a 2 anni). In definitiva si apre un periodo delicato per la Bce: sarà un incubo convincere un mercato che agisce con la razionalità di un bambino di 2 anni a rinunciare — prima o poi — al giocattolo Qe.

Nelle mani dei banchieri



Fonte: Bloomberg

centimetri