

La via tracciata della Fed, il carpe diem della Bce

I mercati aspettano il rialzo dei tassi Usa e non verranno delusi. Mentre in Europa...

di MARCELLO MINENNA

Apochi giorni dal primo meeting della Fed dell'era Trump, gli indicatori di mercato sembrano allineati su nuove prospettive: la Banca centrale Usa romperà gli indugi e avvierà il ciclo di rialzo dei tassi di interesse. Il mercato quota quasi al 100% la probabilità che il 14 dicembre la Yellen ritoccherà i Fed Funds Rate da 0,25% a 0,5%; gli operatori ritengono probabile (al 61,6%) anche un ulteriore ritocco nei primi 6 mesi del 2017. Un bel cambio di prospettiva rispetto al dopo-Brexit, quando i mercati escludevano che i tassi potessero tornare a salire.

Nuova stagione

Ci sono valide ragioni per il cambio di visione della Fed: innanzitutto c'è un problema di credibilità da ripristinare; non si possono sorprendere le piazze finanziarie screditando il principio della «forward guidance», tale per cui c'è il tacito consenso che ogni cambiamento della politica monetaria deve essere comunicato gradualmente e con largo anticipo al mercato.

Inoltre il quadro macroeconomico sembra solido, nonostante le ombre che aleggiano sull'economia globale. La crescita economica si rafforza (+3,2% nel terzo trimestre 2016), il tasso di disoccupazio-

zione è quello frizionale (4,9%) mentre il tasso di inflazione è in risalita moderata all'1,6%.

È invece assai meno probabile un terzo aumento entro giugno; il mercato assegna solo il 15% di probabilità. Si rischierebbe infatti di rafforzare troppo il dollaro e questo non sarebbe in linea con la Trump-economics che sembrerebbe puntare al rilancio della manifattura.

Anche il rialzo del prezzo del petrolio che potrebbe tornare verso quota 60 dollari dopo l'accordo Opec sul congelamento della produzione avrà tutt'al più un effetto neutro sull'economia Usa; se da una parte infatti le importazioni dal Medio Oriente diverranno relativamente più costose, il rialzo rimetterà in pista l'industria dello shale oil con aumento della produzione domestica.

Nell'Eurozona la Bce è invece quanto mai lontana dalla definizione di una strategia di lungo termine, ma si muove prendendo posizioni tattiche di breve periodo. È probabile che di fronte alla sovrapposizione dei cicli elettorali nei principali Paesi dell'Unione (Italia, Germania e Francia) Draghi decida di rimanere alla finestra. I mercati sembrano riflettere questa posizione di «immobilismo» quotando una

probabilità di movimento dei tassi di interesse nei prossimi mesi oramai pari a 0%.

Il principale problema della Bce è il Quantitative Easing. Per stessa ammissione di Draghi non può essere sospeso a breve: l'inflazione europea resta troppo bassa (anche se in debole ripresa) e la piccola crescita che c'è è dipendente dalla prosecuzione dello sti-

molo monetario. Il rialzo del prezzo del petrolio inoltre in Europa potrebbe avere solo effetti negativi, facendo aumentare i costi di trasporto e della manifattura. L'effetto finale sarebbe quello di rendere le esportazioni meno competitive sul mercato globale. Soprattutto, dato lo stato di salute malandato del sistema bancario e i grandi debiti pubblici dei Paesi periferici in bilico, i tassi di interesse non possono salire più di tanto.

Navigazione a vista

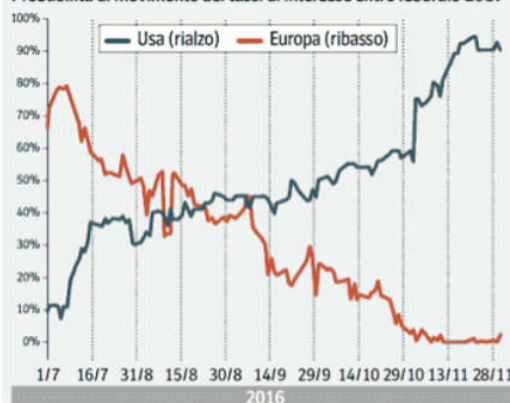
Difficilmente però il QE potrà proseguire al ritmo di 80 miliardi di euro al mese senza modifiche importanti. I titoli governativi tedeschi (che la Bce rastrella al ritmo di 12 miliardi al mese) sul mercato sono sempre meno e le recenti tensioni sui mercati che hanno spinto gli investitori verso i «safe haven» (i «porti sicuri» rappresentati dai Bund) ne

hanno reso la metà ineligitabile, cioè non acquistabili dalla Bce per via del rendimento troppo basso, inferiore al tasso ufficiale di deposito dello -0,4%. I mercati sono ragionevolmente sicuri che l'8 dicembre la Bce si prenda altri sei mesi di tempo, ma c'è curiosità su quale esca-motage tecnico Draghi userà per provare a by-passare il problema della scarsità di Bund in circolazione. Si potrebbero acquistare più titoli della Periferia, che sono in abbondanza, ma questo violerebbe il principio della «capital key» secondo cui nell'ambito del Qe i titoli vanno acquistati proporzionalmente al capitale Bce sottoscritto da ogni banca centrale. La decisione di comprare più titoli italiani o spagnoli è politicamente delicata e dovrebbe passare attraverso il vaglio del board Bce; improbabile che la Bundesbank possa avallare.

Di conseguenza Francoforte naviga a vista, in attesa di sviluppi. L'Eurozona il lusso di poter pianificare strategie a lungo termine come la Federal Reserve purtroppo non c'è l'ha.

Chi si muove e chi no...

Probabilità di movimento dei tassi di interesse entro febbraio 2017



Fonte Bloomberg

CENTIMETRI

