

**L'ANALISI****I timori  
del mercato  
e i tempi  
del Qe****TITOLI DI STATO****I tempi del Qe  
e i mercati**di **Isabella Bufacchi**

**U**n mercato isterico? Forse. Oppure si tratta soltanto di una correzione, piuttosto lieve e più che benvenuta da chi non sopporta più la vista dei rendimenti negativi?

**L**e aste dei titoli di Stato italiani, e non solo quelle, si sono chiuse con rendimenti in leggero rialzo. Dopo una serie che sembrava infinita di tassi di assegnazione ai minimi storici, i BoT e poi i BTp hanno pagato qualche «bip» (basis point) in più. Cosa è accaduto? Molto semplicemente, il mercato ha voluto credere - per qualche ora in verità - che la Federal Reserve fosse pronta ad alzare i tassi già dalla prossima settimana per dare quel segnale di necessaria normalizzazione più volte rinviato quest'anno per questo o quel motivo. E se la Fed alza, allora anche il rendimento dei Bund deve almeno accennare un adeguamento in quella direzione: e così è accaduto, alimentando l'avversione al rischio e il risk off si è riversato sull'Eurozona periferica, sui titoli italiani e spagnoli in primis. Il mercato ha poi iniziato a speculare sul mancato annuncio di novità per il programma di acquisti PSPP alla conferenza stampa del presidente della Bce Mario Draghi. È sembrata a molti una mossa a tenaglia delle

due banche centrali più importanti al mondo per dare un colpo di freno al QE, un'arma che sembra perdere efficacia nel riportare l'inflazione attorno al 2% e sostenere una crescita deludente.

«Non è il primo rialzo che conta, ma il secondo e poi il terzo», commentava nei giorni scorsi un trader in Treasuries. Insomma, non sarà certamente un quarto di punto percentuale a ribaltare le sorti del mondo: ma se fosse il primo di tanti, lo scenario cambierebbe in maniera forte. In quanto alla Bce, la pausa di riflessione che si sono concessi apertamente nell'Eurotower per riesaminare le regole e i vincoli sui quali è costruito il PSPP può essere interpretata come un modo per nascondere un tentennamento sulla volontà di portare avanti, ora o in futuro, il potenziamento degli acquisti. E anche in questo caso, la risposta può essere soltanto un rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato, scesi repentinamente senza tener conto del rischio sovrano sottostante.

Ma la fine del QE, l'inizio del tapering, il ritorno a politiche monetarie restrittive possono apparire in questo momento premature, o per lo meno fuori contesto. Il contesto è quello del «mood» che cambia in peggio e non in meglio richiamato ieri dal ministro dell'Economia Padoa-Schioppa, della prospettiva di una crescita

inferiore al previsto, delle grandi incertezze rimarcate dalla responsabile del debito pubblico Maria Cannata. Brexit è una storia irrisolta e dagli esiti imprevedibili. Le elezioni americane sembrano sempre più un lancio di dadi. E mentre inizia l'ultimo quadrimestre del 2016, il 2017 già incombe con gli interrogativi sulle elezioni in Francia e Germania. Non da ultimo l'Italia: all'ombra di un debito/Pil al 132% da brivido, il referendum sta rimettendo in discussione la stabilità politica che ha ammaliato i mercati nell'ultimo anno e mezzo. La stabilità politica funziona meglio del QE nello sforzo di rafforzare la crescita, perché solo chi governa per un periodo medio-lungo con una solida maggioranza può implementare la politica fiscale e le riforme strutturali indispensabili alleate della politica monetaria accomodante delle banche centrali. Senza stabilità politica, il QE e i tassi bassi non si possono abbandonare fino a quando la politica chiede più tempo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

