

# L'uscita dal Qe? Non sarà indolore

I mercati sottovalutano i rischi. Dal 2009 bond e azioni hanno reso più di sempre, ma con crescite minime del Pil

di **Walter Riolfi**

**L'**uscita dal Quantitative easing sarà lenta e graduale, ha detto Janet Yellen: sarà come «osservare la pittura che si asciuga», ha precisato, per meglio rendere il trascorrere del tempo. Ma, ai ritmi con cui la Fed liquiderà i 3.500 miliardi di titoli acquistati (10 miliardi al mese, che si incrementeranno fino a 50 a ottobre 2018), ci vorranno oltre 6 anni per tornare alla situazione precedente la crisi del 2008. Ci son voluti meno di 5 anni per gonfiare l'attivo della banca centrale con titoli di Stato e bond costruiti sui mutui e si dovrebbe tornare alla «normalità» solo verso il 2023. Più che uno strato di pittura, è come se gli «imbianchini» della Fed procedessero con ripetute mani di vernice semitrasparente. In questo modo l'uscita dal Qe dovrebbe rivelarsi pressoché indolore.

## Reazioni

Così almeno pensa il mercato che, a giudicare dalle dichiarazioni degli operatori, si direbbe aver già scontato l'evento. In realtà i mercati si ostinano a credere che la politica monetaria della Fed sarà molto meno aggressiva di quanto suggerirebbero le parole e le previsioni dei suoi banchieri; di contro, gli investitori s'aspettano una Bce più determinata nel processo di normalizzazione monetaria di quanto lascerebbero invece intendere le dichiarazioni di Mario Draghi. Per questa ragione le reazioni al Fomc, l'organo direttivo della Fed, di mercoledì scorso sono state alquanto modeste: il dollaro s'è rafforzato di un'inezia e il rendimento del Treasury a 10 anni è salito di 4 trascurabili centesimi al 2,28%, mentre quello del titolo a due anni ha sfiorato quota 1,45%, un livello più consona con il promesso ulteriore rialzo dei tassi Fed a dicembre. Una curva dei rendimenti sempre meno inclinata riflette la convinzione che ci saranno al massimo due rialzi dei tassi Fed entro il 2018, quando la banca centrale ne proietta invece quattro. L'ostinata scommessa dei mercati poggia su un'unica ragione: l'inflazione re-

sterà ben sotto il 2%.

Può darsi che sia così, benché una piccola ripresa nei prezzi delle materie prime, dei beni importati e nei prezzi alla produzione indichi che ci sia spazio per una risalita di qualche decimale. In ogni caso il mercato sottostima due cose: che la Fed si è assunta ufficiosamente un terzo mandato (la stabilità dei prezzi delle attività finanziarie) e che l'uscita dal Qe non potrà essere così indolore come si crede.

## Bolle

Dai minimi del marzo 2009 ad oggi, Wall Street è cresciuta del 270%, ma quel che più conta è che dal 2009 i bond ad alto rendimento hanno reso quasi il 200% negli Stati Uniti (e quasi il 250% in Europa) come mai s'era visto per titoli obbligazionari. Se i risultati delle borse sono in buona parte giustificati dalla crescita degli utili, quelli dei bond si spiegano quasi solo con le inusitate condizioni espansive assicurate dalle banche centrali: con i tassi negativi e il quantitative easing. Se dal 2009 l'inflazione al consumo è aumentata negli Usa meno dell'1,5% all'anno, il rendimento dei bond high-yield si misura in uno straordinario 17% (oltre l'8% per le obbligazioni a miglior rating).

Gli analisti stimano che i soli acquisti di titoli abbiano contribuito a comprimere di oltre l'1% i rendimenti dei titoli di Stato americani. Ma è un calcolo teorico che non tiene conto dell'enorme liquidità immessa sui mercati, finita in prevalenza a sostenere le attività speculative delle società finanziarie e a far lievitare gli utili delle imprese (specie se quotate): e, in ultima istanza ha contribuito, riducendo la percezione dei rischi, pure a modificare la psicologia degli investitori. Il risultato è che in quasi 9 anni i mercati azionari e obbligazionari hanno prodotto ritorni superiori a quelli dei precedenti cicli economici, pur con crescite del pil quasi dimezzate rispetto al passato.

Siamo così sicuri che la «restituzione» di quei 3.500 miliardi elargiti dalla Fed (o dei 2.300 dalla Bce), per quanto graduale possa essere, sarà davvero indolore?

## Il barometro

I principali indicatori di mercato

|                      | Valore<br>21/09/2017                  | Var. %<br>da inizio anno               |
|----------------------|---------------------------------------|--|
| S&P 500              | 2.501                                 | 11,7%                                  |
| STOXX 600            | 382,9                                 | 5,9%                                   |
| FtseMib              | 22.492                                | 16,9%                                  |
| EURO/DOLLARO         | 1,194                                 | 13,5%                                  |
| PETROLIO (Brent) \$  | 56,45                                 | -2,7%                                  |
|                      | Rendimento<br>% attuale<br>21/09/2017 | Var.<br>da inizio anno<br>in centesimi |
| Treasury Usa 10 anni | 2,28                                  | -11                                    |
| Btp 10 anni          | 2,16                                  | 34                                     |
| Spread Btp-Bund      | 1,71                                  | 10                                     |

centimetri

© RIPRODUZIONE RISERVATA

