

Banche centrali, tutti gli strumenti in campo

Costi e benefici di misure non convenzionali potenzialmente illimitate

PRO E CONTRO

La cassetta degli attrezzi del banchiere centrale

Il dibattito

Sotto scrutinio i pro e i contro di politiche straordinarie per riportare l'inflazione al 2%

Effetto delle iniezioni di liquidità

Il bilancio dei principali istituti centrali ha asset per 18mila miliardi di dollari

GLI ACQUISTI DI BOND

Continuando con questo ritmo la BoJ (che ora ha il 40%) deterrà nel 2023 il 100% dei titoli di Stato giapponesi

di **Isabella Bufacchi**

«Non esistono limiti alla politica monetaria accomodante e ai suoi strumenti non convenzionali: il solo steccato è il divieto dettato dalla legge, che proibisce la monetizzazione dei deficit fiscali e il finanziamento diretto degli Stati».

La pensa così Haruhiko Kuroda - gli piace sorprenderci i mercati - governatore della BoJ, la banca centrale giapponese che più di ogni altra sperimenta innovazioni sul QQE (quantitative e qualitative easing) abbinato ai tassi negativi dal gennaio di quest'anno. Kuroda riconosce però che sta al banchiere centrale autolimitarsi, nel valutare i costi e benefici di ogni strumento e intervento.

E infatti i banchieri centrali da un lato e sempre più i mercati dall'altro lato, tutti si stanno interrogando sull'efficacia delle misure non convenzionali. Sotto scrutinio i pro e i contro di politiche straordinarie mirate a riportare l'inflazione attorno al 2%, un target non ancora raggiunto dopo svariati anni di interventi e con iniezioni di liquidità che hanno portato il bilancio delle principali banche centrali a quota 18mila miliardi di dollari di assets. Che il campo di azione delle banche centrali sia illimitato lo si capiva ieri sera: le aspettative sulle mosse oggi della Federal Reserve e soprattutto della Banca del Giappone spaziavano dal nulla di fatto, a più QE, al tapering.

Il solo acquisto di titoli di Stato,

la forma più scontata di QE, ha molte sfumature. L'impatto sulla curva dei rendimenti cambia, e molto, in base alla vita media dei titoli acquistati: dai 2 ai 30 anni per la Bce (se decidesse di andare oltre i 30 anni farebbe decollare i titoli di Stato a 50 anni e più), dai 7 ai 12 per la BoJ. Basta modificare queste durate per dare più o meno vigore al calo dei rendimenti lungo la curva: il taglio al costo del rifinanziamento del debito pubblico può però portare a un effetto indesiderato, l'allentamento eccessivo del rigore fiscale, come sta accadendo in Giappone dove la piena occupazione è abbinate alla bassa crescita.

Anche l'importo dei titoli acquistati è una leva che va manovrata con cura, perché i mercati fanno calcoli e proiezioni: continuando al passo di 80.000 miliardi di yen l'anno di acquisti (pari al doppio del deficit), la BoJ che ora possiede il 40% dei titoli di Stato giapponesi, per il 2023 ne potrebbe detenere il 100%. Anche la Bce ha problemi con la scarsità dei titoli di Stato tedeschi. Il mercato questo lo sa, lo prevede, e specula spingendo al rialzo i prezzi e al ribasso i rendimenti e contando sugli acquisti certi e a qualsiasi prezzo della banca centrale. La Bce, per allentare questo tipo di tensioni, non acquista i titoli con rendimento sotto le deposit facilities (-0,40%) mentre la BoJ questo limite non se l'è posto (almeno fino a ieri) pur avendo un tasso negativo a meno 0,10%. La Banca centrale giapponese può almeno introdurre una forchetta sull'importo acquistato annualmente, per esempio passare da 80 a 70-90 o 60-100 mila miliardi di yen, secondo BNP Paribas. Un'altra opzione è il twist made-in-Usa:

vendite di titoli a breve termine e acquisto di bond a lungo.

I tassi negativi hanno una lunga lista di pro e di contro: accelerano la riduzione del costo del denaro per imprese e famiglie ma restringono i margini e quindi i profitti all'attività bancaria tradizionale, con il pericolo di ridurre e non aumentare il credito all'economia. Inoltre il risparmio è poco remunerato, dunque peggiora il sentiment del consumatore. Stando agli economisti del Crédit Agricole, il crollo anormale dei rendimenti è addirittura deflattivo in Paesi dove dominano i pensionati e dunque l'invecchiamento della popolazione (Giappone ed Europa).

Altre misure non convenzionali della BoJ si sono spinte fino agli acquisti di Etf e Reits, con il rischio di avere un impatto distorsivo sui prezzi del mercato azionario e immobiliare. In quanto all'acquisto di corporate bond, così si agisce direttamente sul costo della raccolta delle aziende: ma il mercato delle obbligazioni societarie (come le cartolarizzazioni e i covered bond) non ha la massa dei titoli di Stato: quello giapponese ammonta a circa 60 mila miliardi.


Un altro limite che le banche centrali alle prese con un'inflazione lontana dal target del 2% non intendono porsi, ma che invece il mercato reclama, è dato dalla via di uscita dal QE. La BoJ avrebbe perdite colossali in bilancio nel momento in cui decidesse di alzare i tassi d'interesse (percorso avviato in punta di piedi dalla Fed), e questo perché ha acquistato dalle banche un volume enorme di titoli di Stato a prezzi molto elevati. Nel caso di rialzo dei tassi guida, la BoJ non potrebbe neppure rivendere i



titoli in portafoglio: quel tipo di tapering, stando al mercato, è già a costi proibitivi.

Il tapering può allora prendere un'altra forma: modificare il target dell'inflazione. La Bce su questo fronte si tiene sul vago, un obiettivo di inflazione vicina ma sotto il 2% senza stabilire con esattezza in quanto tempo questo traguardo va raggiunto. Nell'aprile 2013 Kuroda invece ha iniziato il QQE prefissando come target un'inflazione al 2% entro due anni tramite il raddoppio del bilancio della BoJ: sono trascorsi più di tre anni e nonostante il bilancio sia aumentato di 2,7 volte l'inflazione è negativa (il mercato vede il Giappone ancora in deflazione mentre Kuroda sostiene diversamente citando l'indice positivo dei prezzi esclusi i beni alimentari ed energetici). Una forma di tapering per la BoJ potrebbe essere un target dell'inflazione ridotto dal 2% all'1%, oppure più tempo per tornare al 2%.

Per velocizzare e potenziare l'arsenale degli strumenti a disposizione, i banchieri centrali potrebbero usare come strumento di vera ultima istanza il cosiddetto "helicopter money", che mette le banconote direttamente nelle tasche dei cittadini o nelle casse dello Stato. Ma per la BoJ il limite è dato dalla legge che espressamente vieta alla banca centrale di finanziare direttamente lo Stato. La BoJ comunque detiene circa il 40% dei titoli di Stato in circolazione, e annualmente ha sottoscritto il doppio dei bond emessi dallo Stato per finanziare il deficit (quest'ultimo a 40 mila miliardi di yen). Per Chen Zhao, chief economist di Legg Mason, la BoJ può fare quel che vuole ma non riuscirà a riportare l'inflazione al 2% su una base sostenibile, perché "lo stato naturale dell'economia in Giappone è quello di una mite deflazione".

 @isa_bufacchi

isabella.bufacchi@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA CASSETTA DEGLI ATTREZZI DEI BANCHIERI CENTRALI

Le possibili misure non convenzionali da adottare e i loro effetti



Acquisto obbligazioni societarie

-  Canale diretto per abbattimento costo del denaro per imprese
-  Effetto distortivo sui prezzi per scarsità dei titoli in circolazione

Tassi negativi su depositi e riserve in eccesso presso la Banca

-  Calo tassi prestiti a imprese, al consumo e per acquisto abitazioni, pro-edilizia
-  Riduzione profitti e aumento del costo capitale per le banche, risparmio poco remunerato

Acquisto cartolarizzazioni, covered bond

-  Sostiene strumenti di finanza strutturata utili al sistema creditizio
-  Scarsità di emissioni

Prestiti alle banche a tassi negativi

-  Potenzia cinghia di trasmissione della politica monetaria
-  L'aumento dei rischi negli impieghi aumenta comunque gli accantonamenti di capitale

Acquisto titoli di stato

- Misura
-  **Pro** Calo rendimenti a medio-lungo termine, deprezzamento valuta
 -  **Contro** Allentamento rigore politiche fiscali per calo costo del rifinanziamento del debito

Acquisto obbligazioni bancarie

-  Canale diretto per ridurre il costo del finanziamento a medio-lungo delle banche
-  Conflitto d'interessi quando la banca centrale è anche organo di vigilanza bancaria

Operazione twist - vendita titoli a breve acquisto a lungo

-  Incide in maniera chirurgica sulla curva dei rendimenti
-  Spread artificiali

Quantità prefissata acquisto titoli

-  Conferma impegno banca centrale nei suoi obiettivi
-  Alimenta la speculazione per vendita titoli a prezzi più alti, scarsità dei titoli acquistabili

Acquisto azioni, ETF

-  Aumenta la ricchezza, attira il risparmio sul mercato azionario
-  Effetto distortivo sui prezzi e ruolo improprio di banche centrali azioniste

Helicopter money - finanziamento diretto di Stati o cittadini

-  Aumento degli investimenti pubblici, spinta ai consumi
-  Iperinflazione

Ammontare con forchetta minimo massimo su acquisto titoli

-  Più flessibilità per la banca centrale
-  Acquisti meno prevedibili da parte del mercato

Acquisto di REITS

-  Calo costo del denaro nel settore immobiliare
-  Rischio bolla immobiliare

Tapering - via di uscita prestabilita, vendita bond e/o tassi al rialzo

-  Riduce la volatilità e limita i danni per il bilancio della banca centrale
-  Potenziali perdite sul bilancio di banche e investitori nel caso di rialzo dei tassi