

FOCUS. GLI INTERVENTI DAL GENNAIO 2018

# Fed e Bce, ritorno alla normalità su strade diverse

**CHI TAGLIA E CHI RALLENTA**

Entrambe le banche centrali devono ridurre i propri bilanci gradualmente e senza traumatizzare i mercati di **Isabella Bufacchi**

**S**e fosse solo una questione di grandezze, la Federal Reserve e la Bce guarderebbero dentro la stessa cassetta degli attrezzi a Jackson Hole mirando all'obiettivo comune di ridurre, gradualmente e senza traumatizzare i mercati, le dimensioni dei loro bilanci, 4.400 miliardi di dollari la prima, 4.900 miliardi di dollari la seconda a fine luglio. Entrambe hanno problemi con l'inflazione che stenta ad arrivare al target del 2% in maniera sostenibile: tanto da iniziare a domandarsi se i vecchi strumenti convenzionali di politica monetaria siano ancora adeguati in un contesto al lungo termine di inflazione bassa e tassi frenati. Il ritorno alla normalità per Janet Yellen e Mario Draghi, però, si snoderà su percorsi diversi a partire dal gennaio 2018, non solo nella tempistica ma anche nel tipo di interventi da adottare; perché la Bce è un'istituzione unica.

A differenza della Fed che ha già iniziato la stretta sui tassi, la Bce dovrà risalire alla normalità dal tasso negativo -0,40% sulle deposit facilities overnight: la forward guidance di Francoforte ha già preannunciato che i tassi torneranno a salire parecchio dopo la fine del Qe, cioè la fine dell'espansione del bilancio tramite acquisto di asset. Il mercato infatti non si aspetta un aumento dei tassi prima della seconda metà del 2018: l'Euribor a tre mesi settembre 2017 orbita ora attorno a -0,32% mentre l'Euribor settembre 2018 sale a -0,25%.

Altra storia è la dimensione del bilancio, il Qe. La Fed taglia, la Bce rallenta ma continua ad espandere. Il mercato è pronto alla riduzione del bilancio della

Fed a partire dal gennaio 2018: si parte non reinvestendo i titoli di Stato in scadenza per 6 miliardi di dollari al mese e asset-backed securities per 4 miliardi al mese, arrivando, con aumenti di 6 e 4 miliardi al trimestre, all'ammontare massimo di 30 e 20 miliardi non reinvestiti al mese sui due tipi di asset. Il bilancio della Fed dovrebbe ridursi dagli attuali 4,5 miliardi a 2 miliardi oppure 3 miliardi, non è chiaro: il processo durerà dai cinque anni in su. Per contro la Bce è l'unica banca centrale al mondo a dover gestire le distorsioni della "chiave capitale", l'obbligo di acquistare i titoli di Stato dei 19 Paesi aderenti all'euro in base alla quota di partecipazione al capitale Bce delle singole banche centrali nazionali, parametrato al Pil e alla popolazione dei rispettivi Stati (la chiave capitale non si applica ai programmi di acquisti su covered bond, Abse corporate bond).

La Bce non ha annunciato l'entità del rallentamento degli acquisti: difficilmente le modalità del "tapering" verranno rese note prima di settembre o ottobre. Il mercato ha ora almeno una certezza: nel corso del 2018 la Bce non avrà abbastanza titoli di Stato per rispettare alla lettera la capital key, che tra l'altro impone i maggiori acquisti sui bond governativi tedeschi con la Germania che ha emissioni nette negative per via del surplus di bilancio. Per allentare le tensioni sulla scarsità, la Bce è già intervenuta estendendo il pool dei bond acquistabili: introdotti anche quelli con rendimenti sotto il tasso dei depositi overnight e con viteresidua 1-2 anni. Il mercato prevede un aumento dell'acquisto di titoli emessi da enti sovranazionali per compensare la mancanza sui bond, non solo tedeschi.

Anche il reinvestimento dei titoli di Stato scaduti nel Public Sector Purchase Programme potrebbe avvenire in titoli sovranazionali. Gli analisti di BoA, per esempio, tracciano diversi sce-

nari. Due scenari base: con acquisti mensili da 60 miliardi, il Psparr arriverebbe al tetto del 33% del debito pubblico tedesco nel giugno 2018; con acquisti mensili da 40 miliardi il tetto sarebbe raggiunto a fine 2018. Tuttavia, lo scenario peggiore è anticipato al febbraio 2018, senza aggiustamenti alle modalità di acquisto, mentre lo scenario migliore si estende al gennaio 2019 tramite tutti gli ampliamenti possibili su covered bond, Abs, corporate bond, sovranazionali, agenzie ed emissioni degli enti pubblici locali. Secondo il Crédit Agricole Cib, la chiave capitale ha già problemi per 11 Paesi su 19. Oltre alla Germania anche Spagna e Olanda rischiano di toccare il limite per marzo 2018. Solo quattro Paesi, Italia, Francia, Belgio e Austria, possono consentire alla Bce di affrontare il 2018 senza tapering e rispettando la chiave capitale.

La Fed e la Bce comunque guardano anche al contesto mondiale per un coordinamento globale. Il Crédit Agricole calcola che il Qe delle quattro grandi banche centrali (Usa, Eurozona, Regno Unito e Giappone) ha toccato il picco con acquisti di asset netti mensili da 133 miliardi di euro dall'aprile 2016 al marzo 2017: potrebbe calare a quota 46 miliardi al mese per fine 2018, fino a un minimo di 2 miliardi.

I mercati mondiali intanto si preparano al contestuale taglio del bilancio della Fed e tapering della Bce: due processi che si preannunciano molto lunghi e gradualmente e senza prosciugare tutta la liquidità iniettata dal 2007. Basta pensare che la Bce continua a offrire le main refinancing operations settimanali e le long term refinancing operations trimestrali a tasso fisso a importo con pieno accoglimento della domanda, senza limite d'importo: la prima misura straordinaria contro la grande crisi del 2007.

 @isa\_bufacchi  
isabella.bufacchi@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA



### I bilanci delle banche centrali

In migliaia di miliardi di dollari



(\*) Dati riferiti al mese di luglio

Fonte: Haver Analytics