

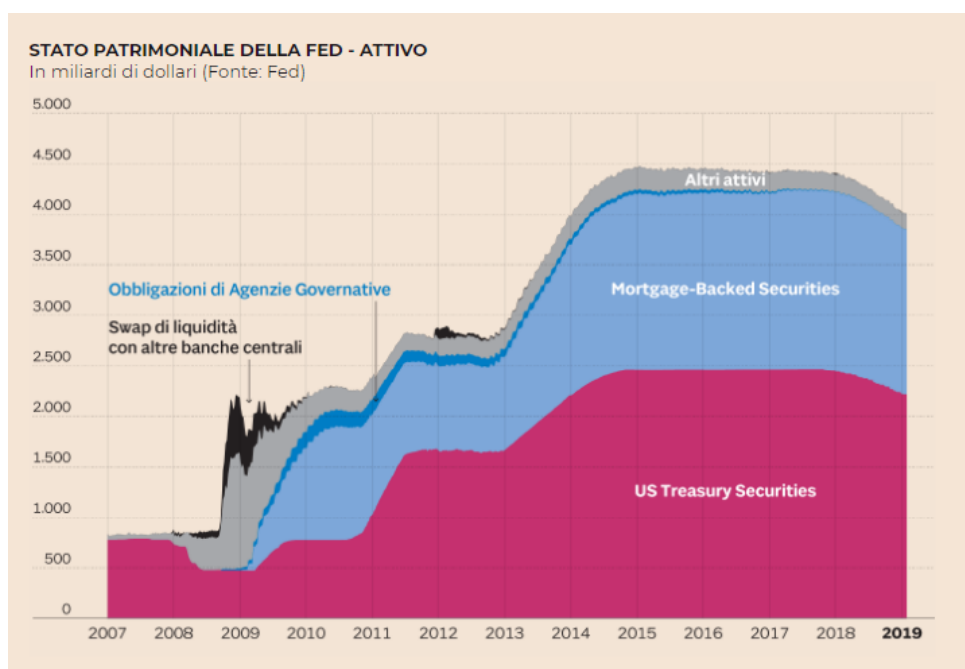
BANCHE CENTRALI

Il tentativo della Fed di smontare il Qe potrebbe essere già finito

—di **Marcello Minenna** | 04 febbraio 2019

I bilanci enormemente gonfiati delle banche centrali sono rimasti come ultima eredità della grande crisi, una sorta di “cicatrice” finanziaria per l'economia mondiale. Approfittando della fase positiva del ciclo economico, dal 2017 tutte le maggiori istituzioni monetarie hanno cercato di avviare una exit strategy dai propri Quantitative Easing. La Federal Reserve rimane l'apripista nel tentativo di riportare alla “normalità” il proprio bilancio; già nel 2013 infatti la Fed aveva avviato una strategia di tapering degli acquisti di titoli, terminati poi nell'ottobre 2014. Un'interruzione che la Bce ha reso operativa solo da gennaio 2019.

L'attivo patrimoniale della Fed è passato dai circa 880 miliardi di \$ del 2008 ai 4500 miliardi di gennaio 2015, espandendosi in corrispondenza degli interventi straordinari di politica monetaria messi in atto a partire da settembre 2008 dopo il default di Lehman Brothers ed il collasso del mercato interbancario globale. Dopo una prima fase in cui hanno prevalso prestiti di emergenza ed altre operazioni di erogazione di liquidità al settore finanziario, l'espansione è stata determinata dai 3 Quantitative Easing: acquisto massiccio non solo di titoli governativi ma anche di titoli strutturati “tossici” che impacchettavano mutui residenziali (i famigerati Mortgage Backed Securities, MBS).



Al termine del QE3 a fine 2014 la Fed aveva accumulato 1.736 miliardi di titoli tossici e 2.460 miliardi di titoli di Stato, che sono stati reinvestiti regolarmente lasciando l'ammontare totale in bilancio invariato fino ad ottobre 2017, quando è stato avviato un processo di normalizzazione (denominato poi Quantitative

Tightening - QT). All'annuncio il QT è apparso un provvedimento minore: la Fed si limitava infatti a non reinvestire mese per mese una piccola parte dei titoli detenuti nel proprio bilancio che andavano in scadenza. Nel primo mese 6 miliardi di \$ di titoli di Stato e 4 miliardi di MBS, quantità irrisorie. Lo stesso Powell, nel suo discorso di insediamento a novembre, dichiarava che il processo di convergenza verso un nuovo livello (il new normal) per l'attivo patrimoniale della Fed sarebbe durato circa 3-4 anni, con impatti trascurabili sulla liquidità complessiva del sistema finanziario.

Ovviamente era chiaro che il new normal avrebbe previsto in via permanente una dimensione maggiore per il bilancio Fed rispetto ai valori pre-crisi, considerata la crescita dell'economia Usa nell'ultimo decennio e l'aumento dei dollari in circolazione (1.700 miliardi a dicembre 2018), un valore che rappresenta il limite inferiore teorico per il passivo della banca centrale. La forchetta di stima degli analisti era dunque ampia, tra 1.700 e 3.000 miliardi, mentre la Fed all'avvio stimava di raggiungere il livello di 2.500 miliardi.

Nel corso del 2018 il ritmo di contrazione degli attivi è gradualmente accelerato: negli ultimi mesi la Fed ha lasciato scadere titoli per 36 miliardi al mese (il limite massimo ammesso è 50 miliardi) fino a raggiungere la soglia dei 4.000 miliardi. La riduzione degli stock è variabile perché dipende dalla vita residua dei titoli di Stato in portafoglio e dai flussi molto aleatori degli MBS. Il rapporto tra titoli di Stato e MBS è rimasto grossomodo invariato, ma è plausibile che la Fed voglia ridurre il più possibile la quota di titoli strutturati ed il suo ruolo scomodo di bad bank.

Il recente rallentamento globale della crescita e le turbolenze sui mercati hanno portato la Fed a una revisione sostanziale dei progetti iniziali. La riduzione programmata dell'attivo potrebbe trovare infatti dei limiti obiettivi per via dell'incomprimibilità di alcune poste nel lato passivo dello stato patrimoniale della banca centrale. Il dibattito interno alla Fed si è concentrato recentemente sul livello appropriato di riserve bancarie necessario per tenere al minimo la volatilità sui mercati del credito a breve termine. Questo livello di equilibrio è indeterminato, ma la Fed ritiene debba essere "ampio".

Le riserve in eccesso delle banche Usa insieme alla moneta in circolazione rappresentano oltre l'80% del passivo della banca centrale; dal 2007 le riserve si sono mosse in sincrono con la crescita dell'attivo patrimoniale della Fed, da 10 miliardi circa fino al picco di oltre 2.600 miliardi del 2015. Il meccanismo è intuitivo: le banche cedono titoli governativi e MBS alla banca centrale e ricevono liquidità in conti di deposito remunerati con interessi. In maniera speculare, dal 2017 le riserve in eccesso stanno calando insieme agli assets detenuti dalla Fed, per via del drenaggio della liquidità dal sistema finanziario intermediato dal Tesoro Usa e dalle agenzie governative Fannie Mae e Freddie Mac che avevano emesso gli MBS. In altri termini il Tesoro Usa e le agenzie rimborsano la Fed utilizzando fondi ottenuti dal mercato attraverso l'emissione di nuovo debito ed il rimborso progressivo dei mutui immobiliari. Attualmente le banche Usa detengono 1.600 miliardi di riserve in eccesso.

Le stime sul livello di equilibrio delle riserve bancarie sono molto variabili, e vanno da un minimo di 100 miliardi fino ad un massimo di 1.000. Il fattore principale che rende questa stima così ballerina è la forte concentrazione delle riserve: circa il 60% è detenuto dalle prime dieci banche per dimensione. Dunque anche un valore aggregato all'apparenza ampio può implicare che banche marginali possano avere problemi di liquidità.

Ci sono però dei campanelli di allarme per la Fed. Le riserve in eccesso sono utilizzate ai fini del calcolo dei requisiti di capitale e liquidità previsti dalla normativa. In caso di problemi temporanei di gestione della liquidità una banca ricorre usualmente al mercato dei prestiti interbancari overnight (i c.d. Fed Funds); nel caso in cui la banca debba ripristinare il livello dei coefficienti patrimoniali a fronte di riserve in calo è spinta ad acquistare attivi altrettanto liquidi, come i titoli di Stato.

Se il livello aggregato di riserve bancarie si sta abbassando troppo, i volumi di negoziazione dei Fed Funds tenderanno a salire per via del crescente numero di banche in cerca di risorse che si rivolgono al mercato interbancario. La maggiore domanda di fondi farà aumentare anche il tasso di interesse sui Fed Funds, fino a fargli superare stabilmente il tasso di remunerazione delle riserve in eccesso (ora al 2,4%). Inoltre la riduzione dei coefficienti patrimoniali provocata dall'eccessivo calo delle riserve favorirà una crescita significativa degli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche.

Attualmente nessuno di questi indicatori segnala particolari tensioni, ma alcuni analisti ritengono che nell'arco di 12-18 mesi la Fed potrebbe essere costretta a interrompere il processo di normalizzazione dell'attivo patrimoniale al livello di circa 3.200 miliardi. Un valore 4 volte superiore ai livelli pre-crisi e comunque almeno 700 miliardi più elevato della stima preliminare della Fed.

Questi sviluppi inattesi dovrebbero essere seguiti attentamente da chi in Europa scalpita per una normalizzazione rapida della politica monetaria della Bce (il Presidente della Bundesbank Weidmann in primis).

Nell'ultimo comunicato che è seguito al meeting di mercoledì scorso la Fed si è dichiarata "pronta" a modificare dimensione composizione degli attivi nel caso le condizioni economiche richiedano una politica monetaria più accomodante.

Insomma la normalizzazione traballa, mentre la Fed è già pronta a un eventuale QE4.

@MarcelloMinenna