

## Che cosa unisce e divide le banche centrali. Per la Bce un futuro giapponese?

—di Vito Lops | 09 marzo 2018



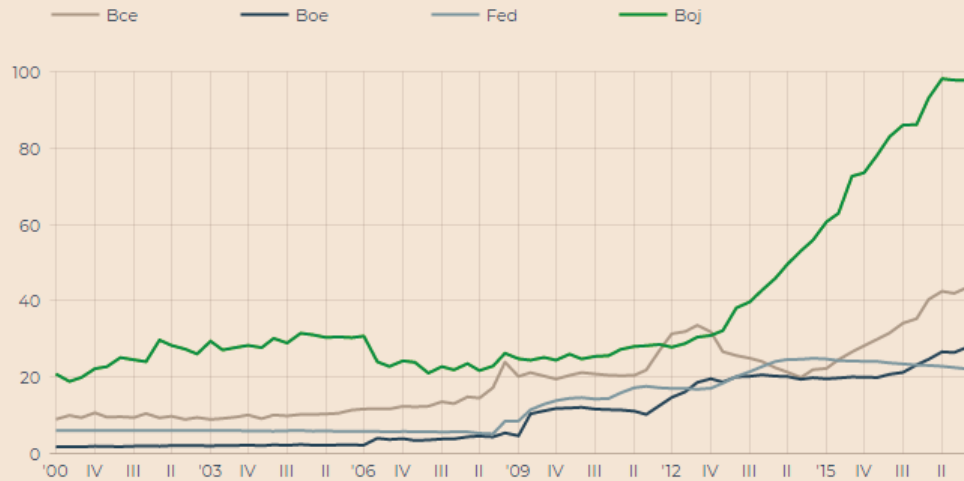
**L**a Banca centrale europea ha cambiato rotta. Ha annunciato ieri che non aumenterà più l'importo degli acquisti mensili, fissato attualmente a 30 miliardi di euro, anche qualora dovesse prolungare (scenario tuttavia meno probabile) il programma di quantitative easing avviato a marzo del 2015 e per il quale finora ha stanziato oltre 2mila miliardi di euro portando gli asset in bilancio oltre la soglia record di 4.500 miliardi.

Si tratta di un primo passo, dicono gli esperti, verso l'uscita dal piano di stimoli. La Bce invece continuerà a ricomprare i titoli che detiene in portafoglio man mano che andranno in scadenza al ritmo di circa 15 miliardi al mese. Ciò vuol dire che difatti a partire da ottobre termineranno i nuovi flussi ma la Bce non abbandonerà al "mercato" quanto finora ha comprato.

L'exit strategy della Federal Reserve è invece già partita. Da fine 2015 la Banca centrale degli Stati Uniti non compra più nuovi titoli sui mercati aperti. In più quest'anno ha iniziato a ridurre i reinvestimenti di quelli in scadenza. In questo caso - a differenza della Bce - la Fed ha già avviato la riduzione degli stimoli netti all'economia riducendo difatti la base monetaria, il primo pilastro (seguito a ruota del denaro prestato dalle banche a famiglie e imprese) su cui poggia l'offerta di liquidità.

## IL PESO DELLE BANCHE CENTRALI

Asset in bilancio in % sul Pil



Quest'anno è stimato che la Fed ridurrà il proprio bilancio per oltre 400 miliardi di dollari mentre la Bce lo amplierà di altri 100 miliardi. Nel complesso l'offerta netta delle quattro principali banche centrali (Bce, Fed, Bank of Japan e Bank of England) nel 2018 sarà positiva per 121 miliardi mentre nel 2019 e 2020 scivolerà in rosso per oltre 200 miliardi per ciascun anno, soprattutto ad opera della Fed.

### Banche centrali in ritirata

La riduzione in programma delle politiche espansive. Asset in bilancio in miliardi di dollari. (Fonte:JP Morgan, Fed, ECB, BoJ, BoE, J.P. Morgan, CSFB)

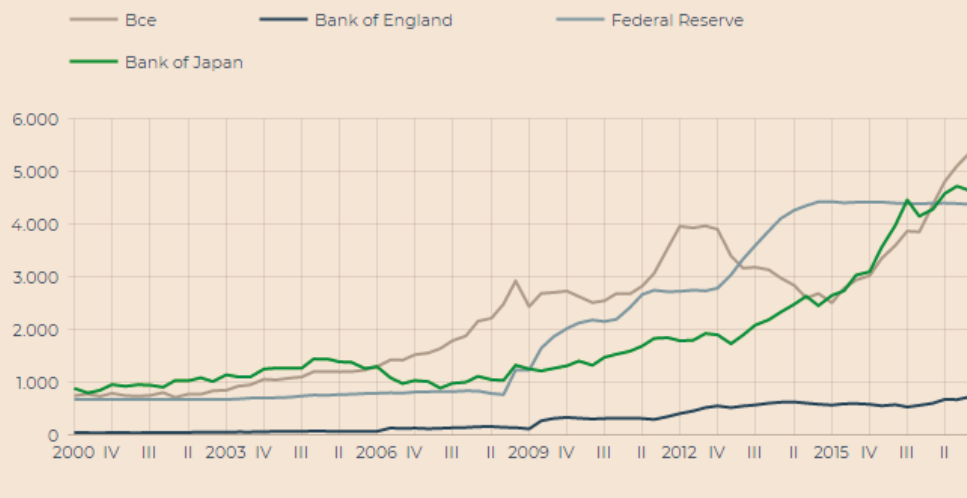
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Fed</b>	-11	-28	-33	-416	-494	-381
<b>Bce</b>	298	845	1212	107	-101	-79
<b>BoJ</b>	635	958	660	416	347	213
<b>BoE</b>	23	116	44	14	15	15
<b>Totale</b>	<b>945</b>	<b>1891</b>	<b>1883</b>	<b>121</b>	<b>-233</b>	<b>-231</b>

Un altro modo per osservare la politica monetaria espansiva di questi ultimi 10 anni (il primo piano di Qe è stato avviato dalla Fed dal 2009) è rapportare il livello degli asset in bilancio al Pil della rispettiva area di competenza. In questo modo vengono alla luce delle differenze consistenti tra i vari istituti che sovrintendono la politica monetaria delle prime aree del pianeta.

La Federal Reserve, nonostante sia stata la prima ad avviare i piani espansivi e nonostante ne abbia stanziati ben tre per una durata complessiva di 7 anni, ad oggi detiene asset pari al 22% del Pil degli Stati Uniti. Nel 2007 gli asset valevano meno del 6% del Prodotto interno lordo. E questo ci dà la dimensione della robustezza con cui gli Usa abbiano deciso di scendere in campo per arginare gli effetti della più grande crisi finanziaria delle ultime decadi, ovvero quella dei derivati subprime culminata con il fallimento nel 2008 di Lehman Brothers.

#### GLI ASSET DELLE BANCHE CENTRALI

Dati in miliardi di dollari. (Ufficio Studi Il Sole 24 Ore)



In ogni caso la Fed è attualmente al primo posto - o all'ultimo dipende da che punto di vista la si guardi - della classifica di interventismo ponderata per il Pil. La Bce, ad esempio, ha oggi asset per oltre 5,500 miliardi di dollari in bilancio (oltre 4,500 miliardi in euro) che equivalgono al 43% del Pil dell'Eurozona.

Mentre la Bank of England ne ha più di 700 miliardi, che rappresentano il 27% del Pil britannico. Per non parlare del Giappone che fa davvero caso a parte. In questo caso siamo ad asset sostanzialmente allineati al Pil (97%).

Questi dati ci raccontano storie di sovranità e scelte politiche differenti. «C'è chi come il Giappone sta difatti monetizzando il deficit - spiega Alessandro Fugnoli, strategist di Kairos -. E chi invece chi come la Federal Reserve ha deciso per prima e con coraggio di intraprendere il cammino inesplorato di fare marcia indietro dal Qe. Una mossa che dimostra grande forza da parte degli Usa che così facendo vogliono avere la strada spianata per affrontare, con un altro Qe, la prossima recessione che, ovviamente, prima o poi ci sarà».

Il Giappone, invece, una volta espanso il bilancio non si è più fermato e nulla lascia intendere che vorrà o potrà farlo. «A conti fatti il Giappone monetizza il deficit - prosegue Fugnoli -. Tesoreria di Stato e banca centrale lavorano all'unisono. Una scelta che è resa possibile dalla sovranità monetaria e perché l'inflazione è bassa, perfino sotto gli obiettivi della BoJ».

Come è possibile che la BoJ detenga asset pari al Pil nipponico mentre la Fed è "ferma" al 20%? Nello stesso momento la Bce ha superato il 40%? Non sarebbe opportuno anche per questo rapporto, asset/Pil di una banca centrale, porre un limite come oggi la visione ortodossa dell'economia impone su altri parametri, ad esempio come il famoso deficit/Pil al 3% dell'Unione europea? «Ogni banca centrale è libera di espandere il proprio bilancio nei tempi e nei modi che ritiene

consoni al perseguimento della propria politica. Non esiste un limite teorico. L'unico vincolo è l'inflazione - conclude Fugnoli -. Oggi la moneta è fiat, ovvero non è più ancorata a riserve di altri materiali come ad esempio l'oro. Quindi non ci sono vincoli, se non quello dell'inflazione, alla creazione della stessa. Il caso del Giappone che lo monetizza dimostra che il debito, nella sua concezione più estrema ma pratica, altro non è che una misura per stabilire il tasso di interesse di un'area economica».

La Bce prenderà la strada del Giappone? «Non è da escludere. Certo è che nel nuovo mondo, quello nato nel 2009 dopo il primo Qe della Fed, difficilmente rivedremo il rapporto tra asset delle banche centrali e Pil scendere sui livelli di inizio millennio. Così come i Qe sono stati un territorio inesplorato, lo sono anche ora i tentativi da parte di chi vuole tornare alla normalità».

[twitter.com/vitolops](https://twitter.com/vitolops)

© Riproduzione riservata