

QUANTITATIVE EASING

LA POSSIBILE
SVOLTA
DELLA FEDdi **Marcello Minenna**

bilanci enormemente gonfiati delle banche centrali sono rimasti l'ultima eredità della grande crisi. Dal 2017 le banche centrali hanno avviato una *exit strategy* dai propri *Quantitative Easing*. La Federal Reserve rimane l'apripista: già nel 2013 infatti aveva avviato una riduzione degli acquisti di titoli, terminati poi nell'ottobre 2014.

L'attivo patrimoniale della Fed è passato da circa 880 miliardi di dollari del 2008 ai 4.500 miliardi di gennaio 2015, espandendosi in corrispondenza dei prestiti di emergenza al settore finanziario post Lehman Brothers e dei tre *Quantitative Easing*: acquisto

massiccio di titoli governativi e titoli strutturati che impacchettavano mutui residenziali (*Mortgage Backed Securities*, MBS). Al termine del QE3 la Fed aveva accumulato 1.736 miliardi di MBS e 2.460 miliardi di titoli di Stato, che sono stati reinvestiti fino a ottobre 2017, quando è stata avviata la normalizzazione verso un livello, il "new normal", più alto di quello pre-crisi.

— Continua a pagina 8

POLITICA MONETARIA

LA FED È PRONTA PER UN NUOVO QUANTITATIVE EASING

di **Marcello Minenna**

— Continua da pagina 1

La stima preliminare Fed era di 2.500 miliardi anche considerato che i 1.700 miliardi di valuta in circolazione a fine 2018 rappresentano il limite inferiore teorico per il passivo.

Nel 2018 la Fed ha lasciato scadere titoli per 36 miliardi al mese fino a raggiungere i 4.000 miliardi. È plausibile che la Fed voglia ridurre il più possibile i titoli strutturati.

La riduzione dell'attivo potrebbe trovare però dei limiti obiettivi per via dell'incomprimibilità delle riserve bancarie, altra posta passiva dello stato patrimoniale. Il livello di equilibrio delle riserve è indeterminato, ma la Fed ritiene debba essere "ampio".

Le riserve in eccesso delle banche insieme alla moneta in circolazione rappresentano oltre l'80% del passivo della Fed; dal 2007 si sono mosse in sincrono con la crescita degli attivi fino al picco di oltre 2.600 miliardi del 2015. Dal 2017 le riserve in eccesso stanno calando insieme agli attivi, per via del drenaggio di

liquidità dal sistema finanziario intermediato dal Tesoro Usa e dalle agenzie governative che avevano emesso gli MBS. Attualmente le banche detengono 1.600 miliardi di riserve in eccesso.

Le stime sul livello di equilibrio delle riserve sono variabili, tra 100 e 1.000 miliardi. Questo si deve alla forte concentrazione: circa il 60% delle riserve è detenuto dalle prime dieci banche. Dunque anche un valore aggregato all'apparenza ampio può implicare problemi per banche al margine.

Ci sono dei campanelli di allarme. Se il livello aggregato di riserve bancarie sta scendendo troppo, i volumi di negoziazione dei prestiti *overnight* (c.d. *Fed Funds*) saliranno 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 spingerà le banche a riposizionarsi su attivi sostitutivi come i titoli di Stato.

Attualmente nessun indicatore segnala tensioni, ma si reputa che in 12-18 mesi la Fed interromperà la riduzione degli attivi a 3.200 miliardi.

Questi sviluppi inattesi dovrebbero essere seguiti attentamente in Europa (specie da chi scalpita per una rapida normalizzazione del bilancio Bce). Nell'ultimo meeting la Fed si è detta pronta a modificare dimensione e composizione degli attivi nel caso le condizioni economiche richiedano una politica monetaria più accomodante.

Insomma la normalizzazione traballa, e la Fed è già pronta a un



eventuale QE4.

@MarcelloMinenna
Economista

< RIPRODUZIONE RISERVATA

Nell'ultimo meeting la Fed si è detta disponibile a modificare dimensione e composizione degli attivi nel caso le condizioni economiche lo richiedano

PAROLA CHIAVE

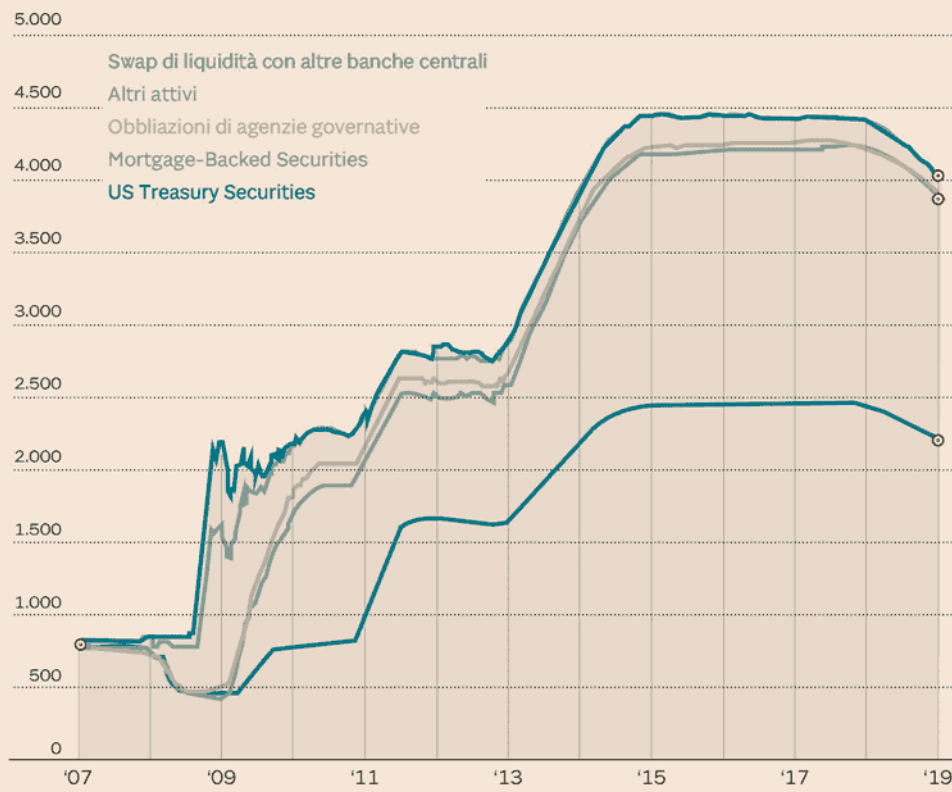
Qe

Quantitative easing

Il Qe o quantitative easing, che significa alleggerimento o allentamento quantitativo, è uno strumento non convenzionale di politica monetaria attraverso il quale una banca centrale aumenta la base monetaria - banconote più depositi alla banca centrale - e, per questa via, l'offerta di moneta, attraverso l'acquisto di prodotti finanziari sul mercato secondario come titoli di Stato, Abs, covered bond, obbligazioni societarie e altro

Federal Reserve

Dato patrimoniale della FED - Attivo



Fonte: FED

