

## Verso Qexit, istruzioni per l'uso



Per contrastare il decennio di crisi finanziaria ed economica mondiale, le quattro più importanti banche centrali (**Federal Reserve**, **BCE**, **Bank of Japan** e **Bank of England**), hanno inondato i sistemi finanziari di liquidità a basso costo con le diverse versioni di quantitative easing ancora in atto. Nell'**Eurozona**, in particolare, proseguiranno, almeno fino al prossimo dicembre, gli acquisti (in gran parte titoli di Stato) della **BCE**, al ritmo di 60 miliardi al mese.

Presto o tardi le banche centrali dovranno ridurre la liquidità immessa. La **Federal Reserve** per prima ha deciso di tornare progressivamente alla normalità, con aumenti dei tassi e la prossima riduzione degli asset acquistati. La fine del **quantitative easing** solleva molti quesiti.

Un documento di **S&P**, tradotto da **Isabella Bufacchi** per il **Sole 24 Ore** ? che ho riassunto, semplificandolo - risponde ai principali interrogativi che pone questo ?rientro?, che per l'**Eurozona** sembra avvicinarsi. Infatti ? nel quadro degli incontri tra i banchieri centrali a **Jackson Hole** - il Presidente della **Bundesbank**, **Jens Weidmann**, ha dichiarato: ?non c'è più la necessità di estendere il quantitative easing oltre dicembre 2017?.

Nel prosieguo dell'appunto, **B.C.** sono le banche centrali, **QE** è il quantitative easing e **QEXIT** il processo di uscita dal **QE**. **QE** è un allentamento della politica monetaria abbastanza mite e anche **QEXIT** (da realizzare con la vendita degli asset acquistati o non comprandone altri alla scadenza), sarà una stretta monetaria ?morbida?. Ciò in quanto le risorse finanziarie necessarie ai privati per ricomparsi i titoli di Stato venduti alla **B.C.** stanno già nella liquidità del sistema, immessa con il **QE**. Il **QEXIT** e la stretta monetaria conseguente, rappresentano quindi la restituzione dei vari asset ai privati: un processo necessario ma che causerà qualche turbolenza, perché i tassi di interesse saliranno rispetto alla situazione attuale. Senza il **QE**, il premio a rischio che gli Stati dovranno pagare per collocare i loro titoli di debito tornerà a un livello normale. La sfida starà nella capacità del bilancio degli Stati di assorbire i maggiori costi di collocamento dei titoli che emetteranno.

**Cos'è il QE?** Il **QE** è l'insieme degli acquisti di titoli di Stato e di altri asset finanziari che la **B.C.** ha effettuato in questi anni per dare liquidità al sistema, a basso costo.

**Cos'è il QEXIT?** Il contrario del **QE**. Le **B.C.** raggiunti gli obiettivi (crescita stabile e inflazione prossima al 2%) ridurranno progressivamente i loro bilanci, riportandoli a dimensioni normali.

**Qual è la ?dimensione normale? del bilancio di una B.C.?** Il bilancio ?minimo? di una **B.C.** è dato dal debito rappresentato dalle banconote in circolazione (un debito verso i cittadini) e dalla riserva obbligatoria che le banche tengono nella **B.C.** a garanzia dei depositi della clientela.

**Si può parlare di ?exit? per l'uscita dal QE?** Non esattamente, perché l'uscita dal **QE** è un processo e non un evento. Exit in questo caso significa non fare più **QE**. Il **QEXIT** sarà un processo lungo e le **B.C.** impiegheranno anni per tornare alla normalità.

**Perché si parla di QEXIT ora?** Tutto nasce dall'annuncio della **Federal Reserve (FED)** che ha espresso la volontà di ridurre il suo bilancio per riportarlo a dimensioni più normali a partire dal prossimo autunno. La **FED** ha già proceduto ad alcuni rialzi dei tassi di rifinanziamento delle banche. Inoltre, sulla base delle decisioni di inizio anno, la **BCE** ha esteso la durata del **QE** fino a tutto il 2017

e, quindi dovrà presto comunicare al mercato cosa farà a partire dal prossimo gennaio.

**Qual è il modo migliore per capire QEXIT?** Per capire il **QEXIT**, cioè la riduzione del bilancio della **B.C.**, il primo passo è vedere come il suo bilancio è stato ampliato con il **QE**: La **B.C.** lo ha ampliato comprando titoli di Stato e altri asset per dare denaro all'economia. Il bilancio della **B.C.** è come quello di qualsiasi altra società, però la **B.C.** è un'istituzione speciale, il cui compito principale è la gestione del sistema monetario.

**Quali sono le principali componenti dell'attivo di una B.C.?** L'attivo di una **B.C.** si compone solitamente dei titoli di Stato (e altri asset) e dei prestiti alle banche garantiti (da titoli di stato o altro). Sia l'interesse che la **B.C.** applica ai prestiti alle banche sia quello sui depositi delle banche stesse nella **B.C.** hanno un forte impatto su tutti i tassi. In tempi normali, la crescita del bilancio della **B.C.** riflette quella dell'economia. Quando questa cresce, la gente chiede più banconote.

**Allora, cosa è esattamente il QE?** Il **QE** è il processo con cui le **B.C.** acquistano asset per dare liquidità al sistema a tassi più bassi per stimolare la crescita. Un dato importante è che l'enorme iniezione di liquidità non è finora riuscita a portare l'inflazione all'obiettivo desiderato prossimo al 2%, considerato ottimale per sostenere la crescita dell'economia. Nel **QE**, per ogni euro iniettato nel sistema, la **B.C.** drena un euro di titoli di Stato o altri asset dal portafoglio dei privati. La **B.C.** toglie titoli dai privati e li sostituisce con moneta che loro utilizzano come vogliono. Il portafoglio dei privati viene quindi modificato e così anche i rendimenti e il premio a rischio dei vari asset: il prezzo sale e il rendimento scende. L'obiettivo, col calo dei rendimenti, è di spingere i privati a investire in attività di rischio, anche all'estero, o a spendere. Per ottenere un duplice risultato: aumentare la spesa e, nel caso della **BCE**, indebolire l'euro, spingendo l'export.

**Qual è il meccanismo della QEXIT?** Esistono due modi di fare **QEXIT**. La **B.C.** può non reinvestire il ricavo dei titoli quando scadono o venderli prima. La **FED** utilizzerà il primo metodo e venderà asset solo se i titoli in scadenza non raggiungeranno quanto voluto. La **FED** vorrebbe ridurre il suo bilancio di **6 miliardi di \$** al mese di titoli di Stato e di 4 miliardi di cartolarizzazioni di mutui. Questi tetti verranno aumentati ogni trimestre, fino a 50 miliardi al mese. **QEXIT** crea un problema allo Stato nel rifinanziare il debito? NO, perché la liquidità per comprare i titoli di Stato, durante il **QEXIT**, è già nelle tasche dei privati, SI, in quanto lo Stato, senza l'intervento della **B.C.**, pagherà un tasso superiore.

**QEXIT significa che la B.C. distrugge moneta, come QE vuol dire che stampa moneta?** Le **B.C.** non stampano moneta in questo modo. Sono le banche ordinarie, con l'eccesso di erogazione di credito e i governi a farlo finanziando il deficit di bilancio, il che equivale a stampare moneta, coi titoli di Stato. La **B.C.** acquista i titoli di Stato col **QE** e immette liquidità sul mercato. Col **QEXIT**, al contrario, ridurrà la liquidità sui mercati.

**QEXIT porterà a un rialzo dei rendimenti?** Certamente SI. Il **QE** ha abbassato i rendimenti, il **QEXIT** dovrebbe farli salire, specie per gli Stati considerati più a rischio.

**Qual è l'impatto di QEXIT sul cambio?** Le valute si muovono per tanti motivi. In linea di principio, l'allentamento della politica monetaria indebolisce la valuta, mentre la stretta la fa rivalutare. Però le variabili sono tante e la reazione della valuta a **QE** e **QEXIT** non è automatica.

**Alla fine del QEXIT il bilancio delle B.C. tornerà alla dimensione pre-QE?** No. Tornerà a una dimensione "normale" perché il bilancio tende a crescere con la crescita dell'economia ed in questi anni in **Eurozona** e **Stati Uniti**, la crescita è stata abbastanza robusta.

**Per fare il QEXIT le B.C. devono smantellare il QE?** Non necessariamente. La **B.C.** ha due strumenti: può espandere la politica monetaria tagliando i tassi o col **QE**; può restringerla sia alzando i tassi sia col **QEXIT**. Per una stretta monetaria basta rialzare i tassi sul rifinanziamento delle banche. Le **B.C.** hanno usato un mix di entrambi gli strumenti, per cui si ritiene che anche nel **QEXIT** si farà una manovra uguale e contraria (riduzione di asset e rialzo dei tassi).

**QEXIT provocherà perdite alle B.C.?** È possibile che vi saranno perdite. Tuttavia, la **B.C.** non ha lo scopo di fare profitti, ma di aiutare l'economia. Le **B.C.** solitamente fanno molti utili sia con il "signoraggio" sia con altro: eventuali perdite sarebbero controbilanciate da altri profitti.

Concludendo, il **QEXIT**, almeno per quanto attiene all'**Eurozona**, sarà molto graduale anche per la recente rivalutazione dell'euro sul dollaro. Pure la **Germania** oggi è preoccupata che l'euro si stia apprezzando troppo. La **Germania** si è avvantaggiata molto col **QE**, ma un euro forte penalizza le sue esportazioni e ovviamente pure quelle dell'**Italia**. Per questo il ministro **Wolfgang Schaeuble**, che in passato ha lanciato bordate contro la **BCE**, ora ha dichiarato: "Io sto con Draghi?".