

Banche centrali e fine degli aiuti: una sfida da 30 trilioni di dollari

Verso un'exit strategy

El-Erian (Allianz): «C'è poco tempo per un atterraggio morbido dei mercati»

Prima il crack Lehman, poi la pandemia da covid: le banche centrali hanno messo in campo una mole enorme di risorse per affrontare le conseguenze delle due crisi epocali. I quattro principali istituti - di Usa, Bce, Cina e Giappone - hanno quadruplicato i bilanci fino a un valore aggregato di 30 migliaia di miliardi di dollari, in breve 30 trilioni. In un contesto di ripresa economica, ci si chiede se e quando le Banche centrali saranno in grado di invertire una simile tendenza: ossia fermare gli stimoli ma non l'economia. La Fed è pronta a ridurre gli acquisti, la Bce è a un bivio. El-Erian (chief economic advisor di Allianz): «È ancora possibile guidare i mercati verso un atterraggio morbido, ma le Banche centrali devono affrettarsi: la finestra utile si sta rapidamente chiudendo».

ne - hanno quadruplicato i bilanci fino a un valore aggregato di 30 migliaia di miliardi di dollari, in breve 30 trilioni. In un contesto di ripresa economica, ci si chiede se e quando le Banche centrali saranno in grado di invertire una simile tendenza: ossia fermare gli stimoli ma non l'economia. La Fed è pronta a ridurre gli acquisti, la Bce è a un bivio. El-Erian (chief economic advisor di Allianz): «È ancora possibile guidare i mercati verso un atterraggio morbido, ma le Banche centrali devono affrettarsi: la finestra utile si sta rapidamente chiudendo».

Maximilian Cellino — a pag. 5

7mila

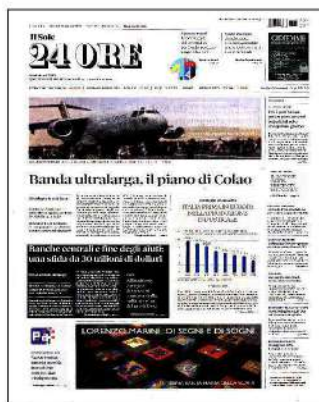
MILIARDI DI DOLLARI

Prima del crack di Lehman Brothers nel 2008, i bilanci aggregati delle principali banche centrali valevano meno di un quarto rispetto ad ora



LE MOSSE DELLA FED

Jerome Powell, presidente della Federal Reserve: attese indicazioni sulla politica monetaria al simposio di Jackson Hole a fine mese



Banche centrali, sfida da 30 trilioni: fermare i sostegni, non l'economia

Politica monetaria. Prima il crack di Lehman Brothers e poi la pandemia hanno quadruplicato i bilanci La Federal Reserve pronta a ridurre gli acquisti, Francoforte ancora al bivio: i tempi e l'impatto sui mercati

Maximilian Cellino

Oltre 30 trilioni, o se preferite migliaia di miliardi, di dollari: una cifra difficile da immaginare, anche quando si parla delle principali quattro Banche centrali mondiali. Eppure fino a una simile altezza sono lievitati i bilanci della Federal Reserve Usa, della Banca centrale europea della Banca del Giappone, e della Banca del popolo cinese e non è detto che la loro avanzata non sia destinata ancora a proseguire.

Viene quasi da sorridere quando si pensa che i loro valori viaggiavano quasi quattro volte più in basso, attorno ai 7 mila miliardi, prima che il collasso di Lehman innescasse una crescita allora impensabile. Ma il meglio, sotto l'aspetto dell'azione delle Banche centrali doveva ancora arrivare: i bilanci delle «big» sono via via cresciuti fino ad attestarsi sotto i 20 mila miliardi nel 2019. Poi però è arrivata la pandemia, con le contromisure che nessuno avrebbe neanche osato pensare e che hanno portato (finora) ai dati appena ricordati.

Tradotto in tassi di interesse, non quelli effettivi che viaggiano attorno allo zero e anche in terreno negativo, ma quelli corretti per l'impatto delle politiche monetarie non convenzionali (cioè acquisti di titoli e attività), il fenomeno è ancora più impressionante e a ricordarlo è uno studio di Generali Investments. Se al club aggiungiamo infatti anche Banca d'Inghilterra e Banca nazionale svizzera, i «tassi ombra» sono passati da una media del 3,5% di fine anni 90, al 2,1% fra il 2001 e il 2007, alla novità di un valore negativo di -1,1% fra il 2008 e il 2019, fino a sfiorare il -2% post-Covid.

Logico, in un contesto in cui l'economia globale sembra riprendersi dalla batosta subita per l'epidemia, chiedersi se e quando le Banche centrali saranno in grado di invertire una simile tendenza, ma soprattutto con quali conseguenze sui mercati che viaggiano quasi ovunque sui massimi storici, «drogati» come sono da tanta liquidità. «Esistono chiaramente dei limiti per estendere ulteriormente queste politiche e il recente picco dell'inflazione con l'incertezza su quanto sarà temporaneo mostra quanto questo possa essere difficile», sottolinea Paolo Zanghieri, *senior economist* di Generali Investments.

Posto che ciò che un tempo veniva catalogato fra le armi non convenzionali sembra ormai essersi trasformato in «nuova normalità», Christopher Jeffery, *Head of Inflation and Rates Strategy* di Lgim, fa notare come «nel lungo termine la pandemia costringerà le Banche centrali a fare i conti con gli effetti collaterali, a livello socioeconomico, delle loro azioni, in particolare sul mercato immobiliare» e che questo aspetto sia «solo all'inizio». Il tutto appare ulteriormente complicato dal fatto che non c'è identità di vedute su come si potrà presentarsi il mondo fra qualche anno.

«Esiste una spaccatura tra chi prevede la "giapponesizzazione" delle principali economie occidentali, ovvero inflazione sotto la soglia obiettivo a causa delle tendenze demografiche e della globalizzazione che spingerebbe le banche centrali a continui stimoli monetari, e chi teme un forte rialzo dei tassi legato all'aumento dei debiti pubblici e privati globali, simile a quanto accaduto negli anni '70», av-

verte Angelo Meda, Responsabile Azionario di **Banor Sim**, concludendo con l'amara considerazione che in un simile scenario «i banchieri centrali navigano ancora nella nebbia».

L'impasse è evidente anche nelle azioni che in prospettiva potranno adottare già nei prossimi mesi Fed e Bce. Se la prima appare ormai sul punto di ridurre la propria azione di riacquisto di attività (il temuto *tapering*) che secondo Jeffery «è inevitabile, bisogna soltanto vedere quando e quanto velocemente avverrà», l'Eurotower pare ancora arrancare dietro: «Dopo anni e anni di mancato raggiungimento del suo obiettivo di inflazione - aggiunge lo strategist di Lgim - la Bce deve stare attenta a non inasprire prematuramente la politica e per assistere a un qualsiasi cambiamento significativo dovremo probabilmente attendere ancora anni».

Difficile, in ogni caso, che non vi sia condizionamento reciproco. Anche perché, ricorda Meda, «raramente abbiamo assistito a forti divergenze dai due lati dell'Atlantico, dato che le economie globali sono ormai talmente collegate che una forte presa di posizione di una banca centrale porta a conseguenze in tutto il mondo». Così come sono altrettanto pronosticabili contraccolpi per gli investitori: «Gli atterraggi morbidi restano un mito e alla fine il mercato reagirà mentre si passerà al regime monetario post-pandemia, ma è impossibile sapere quando questo aspetto diventerà uno dei temi principali», mette in guardia Jeffery. Nel dubbio e nella attesa dell'inevitabile vuoto d'aria, è opportuno farsi trovare preparati, con le cinture ben allacciate.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

-2%

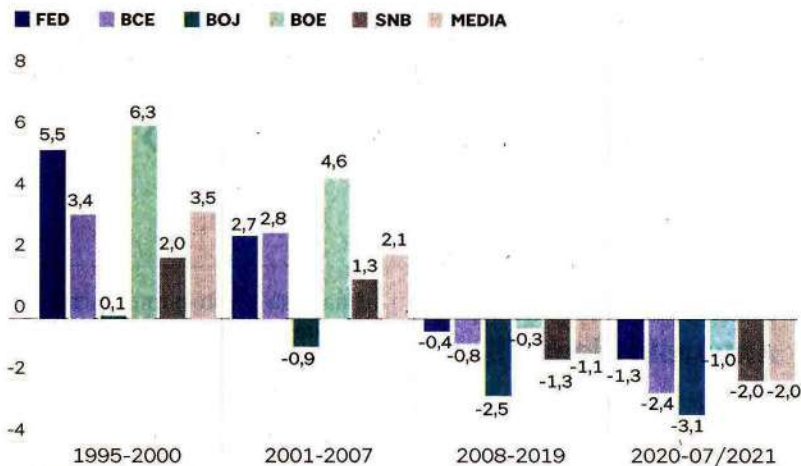
I TASSI «OMBRA» NEL MONDO

I tassi medi delle Banche centrali corretti per l'impatto delle politiche monetarie non convenzionali

A tutta liquidità

TASSI OMBRA

I Tassi di interesse praticati dalle principali Banche centrali corretti per tenere conto delle politiche monetarie non convenzionali. *Dati in %.*

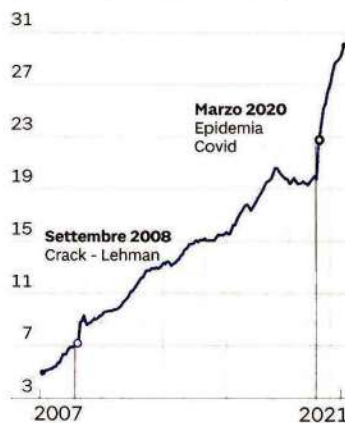


Fonte: Generali Investments su dati Ljk macro finance analysis

LA CORSA

Ammontare dei bilanci di Fed, Bce, Banca del Giappone e Banca del popolo cinese

Dati in migliaia di miliardi di \$



Fonte: Haver Analytics