

BANCHE CENTRALI

**ANTIDOTO
ALLA FRENATA
ECONOMICA**

di **Marcello Minenna**

Venti contrari alla crescita vengono annunciati dal rallentamento del commercio globale e dall'anomalia di tassi d'interesse a breve sopra quelli a lunga scadenza in molte economie avanzate (c.d. inversione della curva dei tassi di interesse). Gli investitori temono infatti una fase economica sfavorevole e si spostano sui titoli a lunga scadenza per i quali – complice il calo delle aspettative d'inflazione – chiedono un minor premio al rischio.

La Fed di New York – partendo proprio dallo spread tra i rendimenti

a 10 anni e quelli a 3 mesi – ha stimato una probabilità di recessione sui prossimi 12 mesi vicino al 30%. Anche il calo degli indicatori sulla fiducia delle imprese conferma un raffreddamento dell'economia americana ed europea.

— Continua a pagina 9

POLITICHE MONETARIE

BANCHE CENTRALI ANTIDOTO ALLA FRENATA DELL'ECONOMIA

di **Marcello Minenna**

— Continua da pagina 1

Fed e Bce hanno dovuto quindi in questi giorni riconsiderare i piani di normalizzazione della politica monetaria facendo presagire nuovi tagli dei tassi e (nel caso della Bce) anche una possibile riapertura del quantitative easing.

I mercati hanno festeggiato, ma qualcuno ha dei dubbi. In passato, quando la Fed aveva tagliato i tassi disponeva di uno spazio di manovra dai 400 ai 500 punti base prima di finire in territorio negativo. Ora invece lo spazio di manovra disponibile è la metà. Problemi analoghi se non peggiori si pongono per l'Eurozona dove ormai i Bund offrono rendimenti negativi fino a 15 anni, i buoni del Tesoro francese fino a 10 anni e quelli spagnoli fino a 6.

Le grandi espansioni monetarie attuate da Fed, Bce, Bank of England e la pionieristica Bank of

hanno anche contribuito a cambiare la fisionomia delle curve dei rendimenti sui titoli di Stato: sono tutte invertite o quantomeno molto appiattite.

La banca centrale giapponese, del resto, per gestire questo problema da qualche anno è passata dal controllo dell'inflazione a quello dei tassi d'interesse (yield control), un target più realistico perché più direttamente collegato agli strumenti a sua disposizione. E anche negli Usa lo yield control potrebbe diventare realtà già nel 2020.

Nell'Eurozona una riforma del genere appare più ardua a causa dello spread: difficile controllare simultaneamente 19 curve dei tassi d'interesse. La sfida per la nostra area valutaria diviene quindi duplice: ripristinare un'unica curva

dei rendimenti per tutti i paesi membri e restituire a questa curva una forma "normale". Obiettivi che potrebbero essere perseguiti in parallelo se la Bce realizzasse un national twist e cioè concentrasse – attraverso le banche centrali nazionali (Bcn) – gli acquisti di titoli di Stato sui paesi più indebitati anziché ripartirli secondo il criterio della capital key. Si darebbe così un segnale implicito di condivisione dei rischi (risk sharing) all'interno dell'area euro, in quanto facoltizzare le Bcn dei paesi ad alto debito ad assumere più rischi sotto l'ombrello dell'Euro-sistema vorrebbe dire de facto un primo embrionale risk sharing per lo meno per la parte che eccede la capital key. I paesi molto indebitati – come l'Italia – sarebbero supportati nell'assorbimento del

Japan hanno avuto il pregio di combattere la crisi, ma purtroppo

loro eccesso di offerta di titoli di Stato, mentre il calo nella domanda di Bund permetterebbe alla Germania di tornare a rendimenti positivi con beneficio per il suo sistema economico-finanziario. Dimensione e durata dell'intervento sarebbero, peraltro, relativamente circoscritte se si chiarisse inesorabilmente che l'uscita dall'euro non è un'opzione sul tavolo dato che oggi tale rischio rappresenta spesso una componente significativa degli spread ma anche quella più facilmente comprimibile con opportune indicazioni prospettiche da parte della classe

dirigente di ciascun paese.

In un momento di riflessione generale su obiettivi e strumenti della politica monetaria ed economica, ogni parte in causa ha il dovere di dare il proprio contributo per il perseguimento di una stabilità durevole a livello nazionale e dell'intera unione monetaria europea.

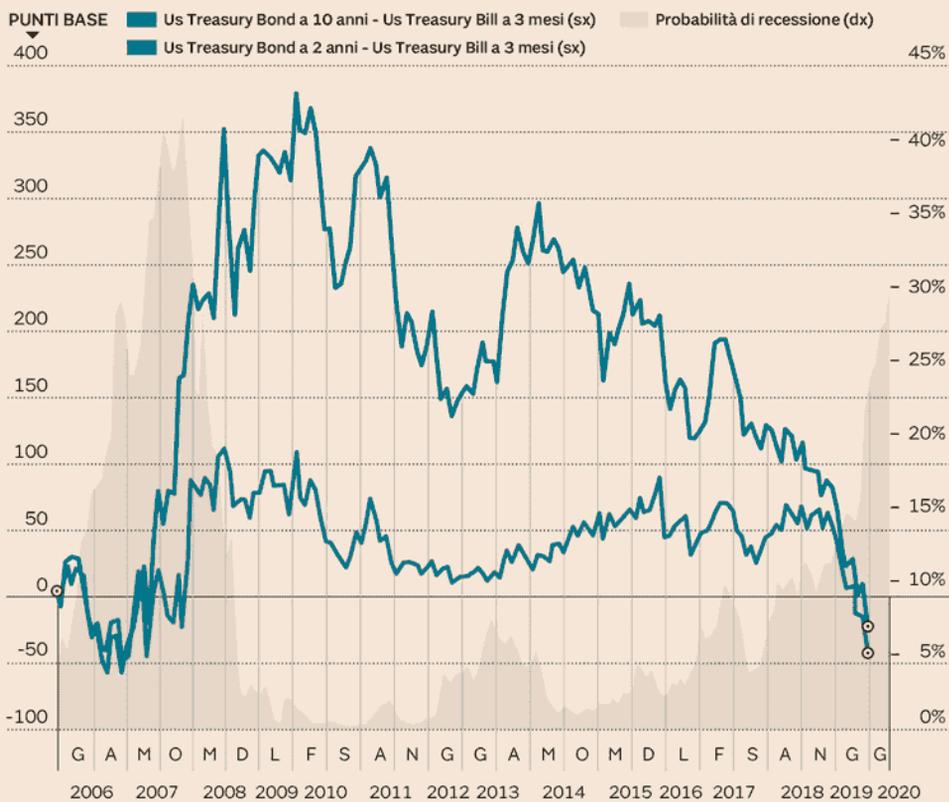
Economista

📍@MarcelloMinenna

Gli investitori temono una fase economica sfavorevole e si spostano sui titoli a lunga scadenza per i quali – complice il calo delle aspettative d'inflazione – chiedono un minor premio al rischio.

Lo scenario americano

Inversione della curva dei rendimenti governativi e probabilità di recessione



Fonte: Bloomberg, New York Fed