



**APRILE 2023**

**QUANTITATIVE  
TIGHTENING:  
LA NUOVA DIREZIONE DELLE  
BANCHE CENTRALI**

**#MACROMARKETS**



## INDICE

<b>INTRODUZIONE AL QT: cos'è e come viene fatto?</b>	<b>3</b>
<b>BILANCIO DELLE BANCHE CENTRALI: QE vs QT cosa cambia?</b>	<b>5</b>
<b>EFFETTI DEL QT</b>	<b>8</b>
<b>BCE: NORMALIZZAZIONE DEL BILANCIO</b>	<b>11</b>
<b>CONCLUSIONE</b>	<b>13</b>
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA</b>	<b>14</b>

*Autore*

*Kaur Harjas Preet*



## INTRODUZIONE AL QT: cos'è e come viene fatto?

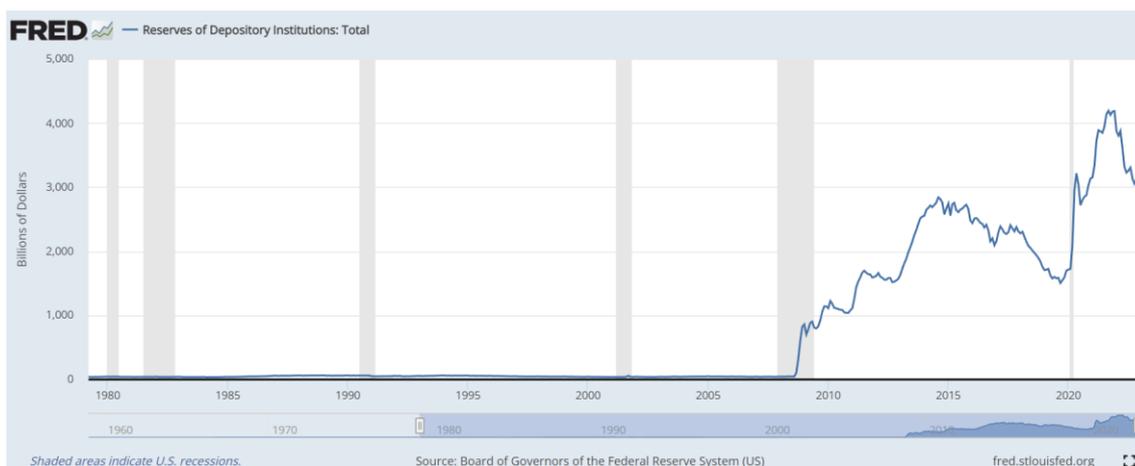
Gli scorsi mesi sono stati tutto tranne che normali. Lo scenario economico globale ha assistito a picchi record di inflazione e elevate tensioni geopolitiche, dando una svolta decisiva alla direzione dei mercati globali. Per allentare le pressioni inflazionistiche la maggior parte delle banche centrali si sono avvalse di due strumenti di politica monetaria restrittiva: aumento dei tassi di interesse e il Quantitative Tightening (QT), il secondo è il tema oggetto del presente paper.

Il QT non ha precedenti storici, se non il breve periodo antecedente alla pandemia in cui fu attuato dalla Federale Reserve System (FED). Il QT è quel processo con cui le banche centrali iniziano a ridurre il proprio bilancio, spesso accompagnato da altre politiche monetarie restrittive quali l'innalzamento dei tassi di interessi di policy, come il caso attuale. Questo processo viene spesso anche riferito come normalizzazione del bilancio delle banche centrali, in quanto si intende normalizzare da una situazione di QE, ovvero situazione in cui le banche centrali acquistano strumenti finanziari al fine di fornire liquidità al mercato, ad una situazione di QT.

Il QE è quel processo con cui le banche centrali acquistando titoli di stato o altre obbligazioni iniettano liquidità nel sistema. Nella pratica il bilancio delle banche centrali nota un aumento degli asset a seguito dell'acquisto e un incremento di pari livello delle liabilities supportata dall'aumento delle riserve bancarie; in termini contabili l'acquisto delle obbligazioni viene contabilizzata negli asset mentre il debito nei confronti del soggetto creditore viene pareggiata aumentando la loro riserva presso la banca centrale. Questo è stato il meccanismo di politica monetaria non convenzionale che ha aiutato ad affrontare lo scenario deflazionistico dell'ultimo decennio, le banche centrali acquistavano strumenti finanziari dalle banche commerciali e in ritorno mettevano a disposizione liquidità sottoforma di riserve di liquidità.

Quindi, quando si parla di normalizzazione del bilancio delle banche centrali si riferisce al processo opposto rispetto al QE, ovvero la vendita di strumenti finanziari. Nella pratica il QT può avvenire in due modi, vendendo sul mercato secondario i titoli di Stato e/o obbligazioni dentute dalle banche centrali o lasciando che le obbligazioni e/o i titoli di stato arrivino a scadenza senza poi riacquistarli, **questo processo riduce liquidità dal mercato.**

Il concetto di liquidità è strettamente legato alle riserve bancarie, in quanto queste sono la risorsa primaria di liquidità per il mercato, le banche commerciali emettono liquidità nel mercato, che tra le altre fonti, deriva proprio dalle riserve presso la banca centrale, e dal momento che queste riserve vengono a mancare è logico che la liquidità nel mercato diminuisca.



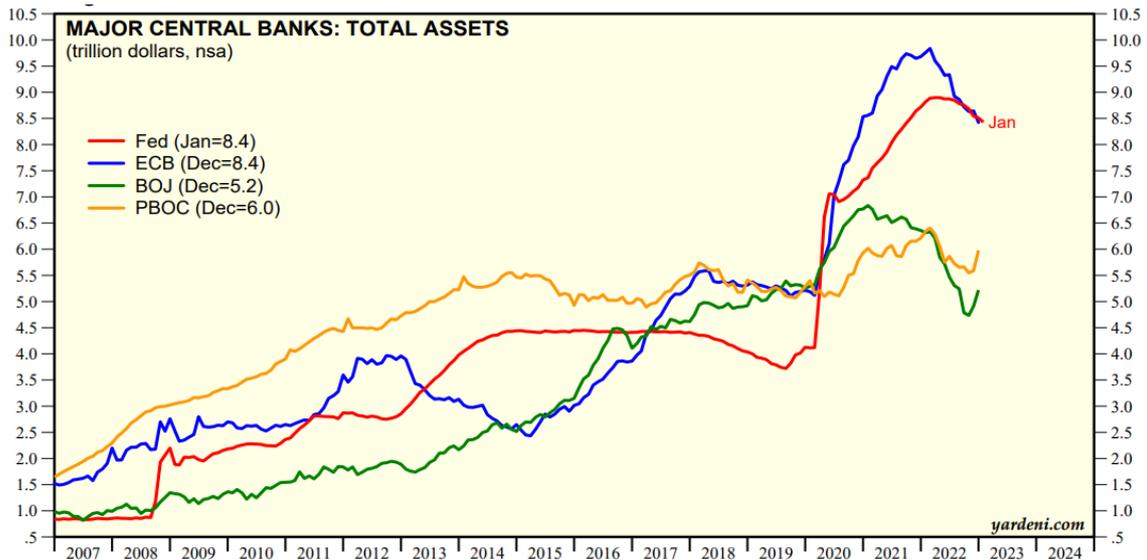
Fonte: Fred

Nel 2022, la Fed, assieme agli incrementi del tasso di policy, ha iniziato una graduale riduzione del proprio bilancio, cioè ha lasciato andare a scadenza titoli in bilancio senza riacquistarli; infatti, guardando il grafico sopra si nota che le riserve bancarie hanno assistito ad una riduzione. **In termini pratici nel mercato sono presenti molte più obbligazioni (nel caso statunitense: Treasury) e meno liquidità (riserve)**, questo tipo di situazione a volte può creare situazioni di “*liquidity crunch*” nel repo market, come quello visto nel 2019 in USA (tema approfondito a seguito).

Molti studiosi sostengono che il QT è un passo fisiologico necessario per andare verso una politica monetaria “più normale”, ma lo scopo attuale, con cui la FED e le altre banche centrali stanno attuando il QT, è quello di ridurre liquidità nel mercato, cosicché una riduzione di liquidità possa ridurre la domanda nel mercato permettendo di ridurre le spinte inflattive.

## BILANCIO DELLE BANCHE CENTRALI: QE vs QT cosa cambia?

Il QE espande il bilancio delle banche centrali, al contrario il QT ha come scopo la riduzione di quest'ultimo. Il grafico aiuta a capire quanto negli anni i bilanci delle banche centrali siano cresciuti, le fasi più evidenti di QE per FED e BCE sono state fino al 2020 mentre il QT è stato introdotto nel 2022-2023.



Fonte: Haver Analytics

Tenendo a mente il concetto di fondo su come il QE incrementa riserve e il QT riduce riserve si dà evidenza, seppure in modo semplificato, di cosa effettivamente avviene nel bilancio delle banche centrali.

- QE

**Banche Centrali**



Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Securities held for mon. Policy 100\$	Commercial bank Reserves 100\$	Securities held for mon. Policy 150\$ (+50)	Commercial bank Reserves 150\$ (+50)

## Banche Commerciali

Assets	Liabilities
Securities 100\$ Reserves 100\$	Customer Deposits 200\$

Assets	Liabilities
Securities 50\$ (-50\$) Reserves 150\$ (+50\$)	Customer Deposits 200\$

Il QE viene attuato con un'iniziale acquisto da parte della banca centrale di strumenti finanziari che vede un incremento del debito verso le banche commerciali in termini di riserve, le banche commerciali registrano un decremento di strumenti finanziari che hanno venduto alla banca centrale e un incremento corrispettivo di riserve disponibili.

Esempio: a seguito dell'acquisto di treasuries a 10 anni si registra una riduzione dell'offerta di treasuries nel mercato e, secondo il **trade-off price yield**, una ridotta circolazione di treasuries a 10 anni implica l'aumento del prezzo di quest'ultime e una riduzione del loro rendimento. Lo scopo del QE è proprio quello di andare a ridurre i rendimenti nel mercato, rendendo la liquidità il più possibile accessibile alle banche, le quali possano così concedere prestiti a tassi bassi permettendo così all'economia di riprendersi e uscire da una possibile situazione di *Zero Lower Bound* (spirale continua di bassa crescita peggiorata da deflazione).

Nel periodo di bassa crescita e bassa inflazione, il QE è stata la migliore arma delle banche centrali, ma attualmente il problema non è la deflazione ma l'inflazione e per risolvere questa serve una riduzione della liquidità che è possibile grazie al QT. Il processo di attuazione del QT viene rappresentato nelle figure di seguito:

- QT

Banche Centrali



Assets	Liabilities
Securities held for mon. Policy 150	Commercial bank Reserves 150\$

Assets	Liabilities
Securities held for mon. Policy 100\$ (-50\$)	Commercial bank Reserves 100\$ (-50\$)

Banche Commerciali

Assets	Liabilities
Securities 100\$ Reserves 100\$	Customer Deposits 200\$

Assets	Liabilities
Securities 150\$ (+50\$) Reserves 50\$ (-50\$)	Customer Deposits 200\$

Nelle tabelle sopra si evidenzia in modo semplificato la riduzione del bilancio di una banca centrale. Nell'ipotesi di vendita di strumenti finanziari da parte della banca centrale si vede una riduzione delle obbligazioni e riduzione di riserve nel bilancio. Questo meccanismo implica che una volta che la FED (utilizziamo ancora l'esempio di 10 anni treasuries) ha venduto i treasuries a 10 anni in bilancio, il mercato ha una quantità maggiore di treasuries in circolazione che vengono acquistati da banche commerciali, con questo meccanismo le banche commerciali vedono un incremento di treasuries (securities) nel proprio bilancio e una riduzione delle riserve che vengono utilizzate per acquistare i treasuries in eccedenza sul mercato. È evidente come questo processo riduca la liquidità a disposizione delle banche commerciali, le quali saranno, quindi, meno propense a concedere credito o concederlo a tassi elevati. Questo soddisfa l'obiettivo del QT, ovvero restringimento delle condizioni finanziarie nel mercato al fine di ridurre la liquidità in circolazione.

## EFFETTI DEL QT

A seguito dell'analisi di cosa sia il QT e come si manifesta è necessario analizzare le sue conseguenze, sebbene molte siano già state implicitamente trattate è necessario focalizzarsi su:

### - **Banche Commerciali**

Le banche commerciali sono il primo soggetto del sistema economico a risentire del QT, poiché a fronte di minore liquidità a disposizione le banche preferiscono concedere minori prestiti per proteggersi da situazioni di *bank run*. Un esempio reale di questo fenomeno può essere ritrovato nel caso di fallimento di Silicon Valley Bank, la quale, tra le altre ragioni, fallì a causa del ritiro immediato dei depositi da parte dei correntisti.

### - **Sistema economico**

Il QT essendo una politica monetaria restrittiva naturalmente consegue un rallentamento economico. Lo scopo è quello di ridurre le spinte inflattive, e per fare ciò è necessaria una riduzione della domanda di credito e di beni e servizi, ma una riduzione della domanda di beni e servizi è spesso accompagnata da una contrazione del PIL e un aumento della disoccupazione. L'ipotesi di riduzione dell'inflazione a livelli contenuti senza provocare un rallentamento economico o il cosiddetto "soft landing" è l'ideale che le banche centrali e il mercato ricercano, seppure la probabilità che i due si verifichino contemporaneamente è bassa.

Assieme a questo il QT comporta anche un cambiamento del cosiddetto *risk appetite* degli istituti finanziari. La maggiore circolazione di obbligazioni sicure, come i treasuries, a rendimenti elevati porta gli enti finanziari ad essere meno propensi ad acquistare *risk assets* (azioni o crypto), ma optare piuttosto per strumenti più sicuri con rendimenti ragionevolmente più elevati rispetto ad un anno fa.

### - **Repo Market**

Prima di capire come il QT possa avere risvolti sul Repurchase Agreement market (Repo market) bisogna capire cosa esso sia.

Il repo market, con un volume giornaliero di circa 2 miliardi di miliardi (trilioni), è il mercato di riferimento degli enti finanziari per reperire prestiti a breve scadenza (qualche giorno). Esempio: il rapporto di prestito intercorre tra due banche, banca A possiede liquidità disponibile da prestare, banca B ha necessità di liquidità per condurre le proprie

operazioni giornaliere e possiede di obbligazioni necessarie offribili come collaterale ad A. Il particolare di questo prestito è che al termine B riacquista le proprie obbligazioni a un prezzo maggiore rispetto al prezzo di vendita ad A e quel differenziale è noto come **repo rate**, ovvero interesse pagato sul prestito.

Il repo rate è indice di salute del repo market, un repo **rate elevato indica un mercato con bassa liquidità** poiché la domanda di liquidità è elevata, ma enti con eccesso di liquidità da offrire pochi.

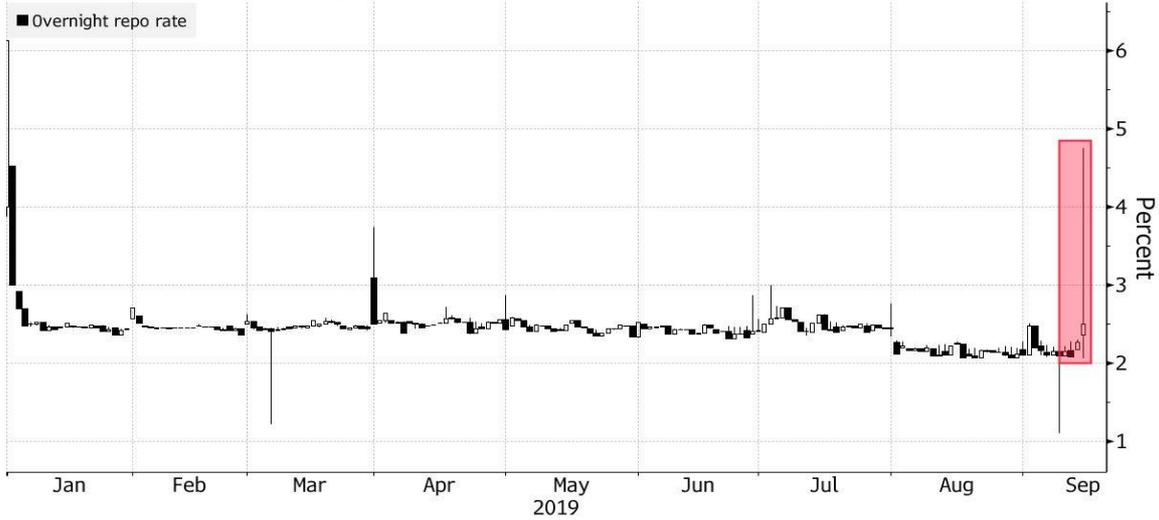
Si potrebbe anche verificare una situazione in cui la banca B (colei che ha chiesto liquidità) non sia in grado di ricomprare le obbligazioni, quindi estinguere il debito, in tal caso la banca A può entrare in possesso delle obbligazioni offerte come collaterale dalla banca B e venderle sul mercato secondario al valore di mercato, il differenziale ricavato prende il nome di “*haircut*”. Per garantire che *l’haircut* sia positivo il prezzo di vendita dei collateralizzati fissato al momento della concessione del prestito viene definito al di sotto del prezzo di mercato. Il prezzo fissato al momento del prestito include il rischio degli strumenti collateralizzati, in tal senso più gli strumenti saranno volatili minore sarà il prezzo fissato rispetto al prezzo di mercato.

Il repo rate è il rendimento reale del mercato creditizio e come citato sopra carenze di liquidità presso le banche spingono il repo rate a cifre alte. Il QT desta questo tipo di preoccupazione, in quanto per assorbire la maggiore quantità di obbligazioni in circolazione le banche dovranno utilizzare le proprie riserve di liquidità e a fronte di una ridotta liquidità sono meno propense a prestare. Se un mercato con volumi giornalieri misurati in miliardi dovesse smettere di funzionare perché non si trova un corrispettivo di domanda e offerta, migliaia di enti sarebbero impossibilitati ad accedere a liquidità per svolgere attività giornaliere creando una situazione di *liquidity crunch* severa.

Una cosa simile è avvenuta nel 2019, quando la FED implementò il QT per la prima volta. Il mercato viene colto di soprassalto quando a settembre del 2019 il repo rate tocca il 10%, ben al di sopra del suo valore medio del 2%. Il ritiro di liquidità fermò tutto il meccanismo creditizio interno al mercato che fu ripristinato solo grazie all'iniezione di nuova liquidità da parte della FED.

## Funding Chaos

The rate on overnight repo transactions rose to the highest level since year-end



Fonte: ICAP

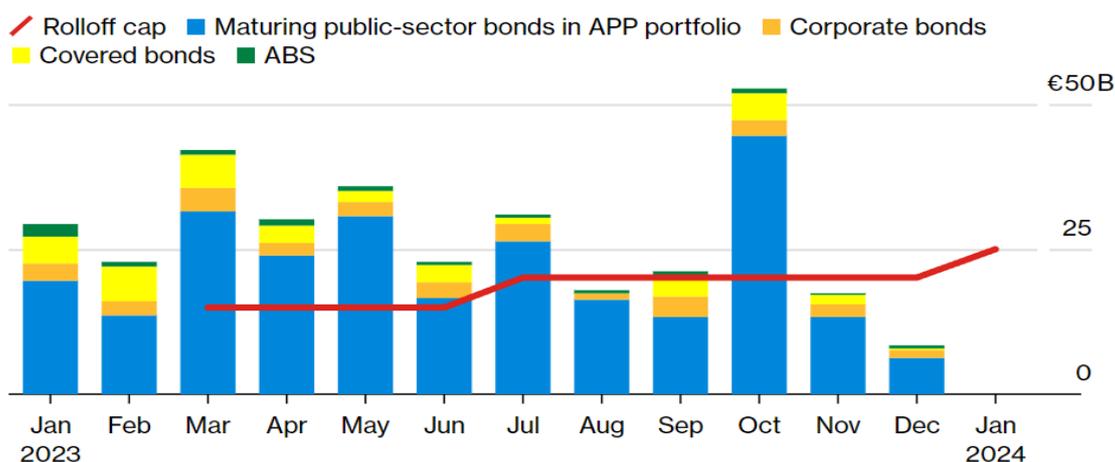
Le recenti turbolenze dei mercati finanziari hanno portato a domandare sulla solidità del settore finanziario e quindi sulla capacità di sostenere ulteriore restringimento delle condizioni finanziarie. Il caso di fallimento della Silicon Valley Bank è stato un primo segnale di vulnerabilità per i mercati.

## BCE: NORMALIZZAZIONE DEL BILANCIO

Un anno fa in Europa si parlava e basta di politica monetaria restrittiva, la BCE ci mise qualche mese in più rispetto alla FED ad aumentare i tassi, ma già dal primo aumento nel luglio del 2022 è stato percepito che il consiglio direttivo della BCE non fosse più quello lasciato da Mario Draghi, ma bensì un consiglio di “falchi”. A differenza della FED, che ha iniziato la riduzione del bilancio già nel 2022, la BCE ha avviato il QT da marzo con un cap iniziale di 15 miliardi di euro.

Il QT sarà principalmente legato al Asset Purchase Program (APP), cioè titoli governativi dei Paesi europei, tra cui un valore cospicuo di Btp. Gli ufficiali della BCE precisano che il ritmo sarà prevedibile e cauto permettendo con una riduzione contenuta di 15 miliardi al mese fino a giugno.

### ECB Seen Gradually Speeding Up Balance-Sheet Unwind



Fonte: ECB, Bloomberg

Ma la situazione europea è più complicata rispetto a quella americana, in Europa il bilancio della BCE non è composto solo dal debito di un Paese, ma bensì dal debito di più Paesi, tra cui una grossa parte debito italiano. L’inizio del QT comporta la vendita del debito, deteriorando gli spread tra i titoli di stato dei Paesi europei. In particolare, nel caso italiano lo spread di riferimento è il Btp-bund, la vendita del debito pubblico italiano spingerebbe i rendimenti del Btp, già alti, ad ulteriori aumenti allargando lo spread.

L'Italia è il Paese più esposto con l'avvio del QT, con livelli di indebitamento già oltre il 145% del Pil un peggioramento nel rendimento del Btp mette a rischio la stabilità non solo interna al Paese ma anche europea, infatti lo spread Btp-Bund, dopo il cambio euro/dollaro, è l'indice più monitorato per valutare la stabilità europea.

Il consiglio direttivo della BCE ha individuato uno strumento per gestire un eccessivo peggioramento degli spread, ovvero il Transmission Protection Instrument (**TPI**).

Questo strumento "innovativo" conosciuto anche come scudo anti-spread è atto ad assicurare la corretta trasmissione della politica monetaria nell'area euro, evitando frammentazioni tra un'economia e l'altra, ovvero un piano di intervento che a fronte di dinamiche di peggioramento delle condizioni di finanziamento, cioè un aumento eccessivo dei rendimenti dei titoli di Stato prevede l'acquisto sul mercato secondario dei titoli di stato del Paese in questione. L'attivazione di questo aiuto prevede però alcuni prerequisiti legati alla natura del deterioramento, poiché non è giustificato un deterioramento collegato a fondamentali specifici del Paesi, ma solo ad eventi di carattere sporadico.

Le sfide non sono solo quelle della stabilità dei diversi Paesi, in quanto anche in UE a fronte della riduzione di liquidità nel sistema si potrebbe assistere a rialzi nei tassi di prestito overnight non coordinati con il tasso di deposito della BCE. Il recente stress bancario ha dato un'anteprima di ciò potrebbe andare fuori controllo, perciò, l'Europa non solo deve monitorare le vulnerabilità a livello europeo ma anche le difficoltà che potrebbero incontrare singole banche europee a seconda del rischio paese a cui è esposto il loro portafoglio.

## CONCLUSIONE

In conclusione, il Quantitative Tightening è uno strumento di politica monetaria in fase ancora sperimentale, quantificare i suoi effetti in maniera certa è difficile, ma ciò che invece è certo è il cambio di rotta delle principali banche centrali mondiali. L'inflazione ha dato inizio ad un processo di normalizzazione della politica monetaria che, secondo alcuni economisti, è la direzione futura a prescindere dai recenti picchi inflattivi.

Le conseguenze principali di questa stretta monetaria saranno misurate nella capacità del sistema finanziario di reggere l'attuale inasprimento finanziario, benché il settore bancario abbia già dato segnali di deterioramento con il fallimento di Silicon Valley Bank e altre difficoltà settoriali.

Seppure le conseguenze non siano state esorbitanti e il problema sia stato prontamente gestito dall'intervento delle autorità e dall'apertura di linee di credito da parte della FED, la domanda da porsi è: Quale sarà la capacità del sistema di reggere turbolenze simili se i fallimenti dovessero essere molteplici, come farebbe la FED a tal punto contenere il rischio di contagio nel sistema?

Questi segnali di debolezza possono essere letti come le prime manifestazioni della politica restrittiva e ciò significa che il sistema si deve adattare a una nuova normalità. Il settore bancario, pesando l'elevato rischio di *bank run*, sta iniziando a dare maggiore importanza ad avere un bilancio sano, limitando la concessione di credito a soggetti con rating elevati e a tassi alti. Questo porterà ad un inevitabile rallentamento dell'attività economica associabile alla minore quantità di liquidità accessibile ad imprese.

Il sistema economico sembra adattarsi al nuovo scenario economico, ma la questione preoccupante è legata alle conseguenze di malessere economico – sociale alle quali è esposta una quota importante della popolazione.

## **BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA**

Jana Randow, “*ECB QT: Why Offloading Bonds Prompts Rethink of Monetary-Policy Levers*”, Gennaio 2023;

Alex Harris, “*Repo Market Blew up Three Years Ago and Funding Markets are Still Weird*”, Settembre 2022;

[https://thecompass.substack.com/p/liquidity?utm\\_source=profile&utm\\_medium=reader2#details](https://thecompass.substack.com/p/liquidity?utm_source=profile&utm_medium=reader2#details)