



# La politica monetaria e le aspettative di mercato

**Andrea Beltratti**

Presidente, Eurizon Capital

Academic Director, Executive Master in Finance, SDA Bocconi School of Management

Liquidity management. Back to normal?

Milan, 7 novembre 2017

# La politica monetaria

I due driver tradizionali della politica monetaria sono la crescita economica e l'inflazione

Dal 2008, si sono aggiunte considerazioni relative alle implicazioni delle crisi finanziarie, tra cui gli shock di liquidità e, in Europa, l'elevato livello di debito in alcune aree

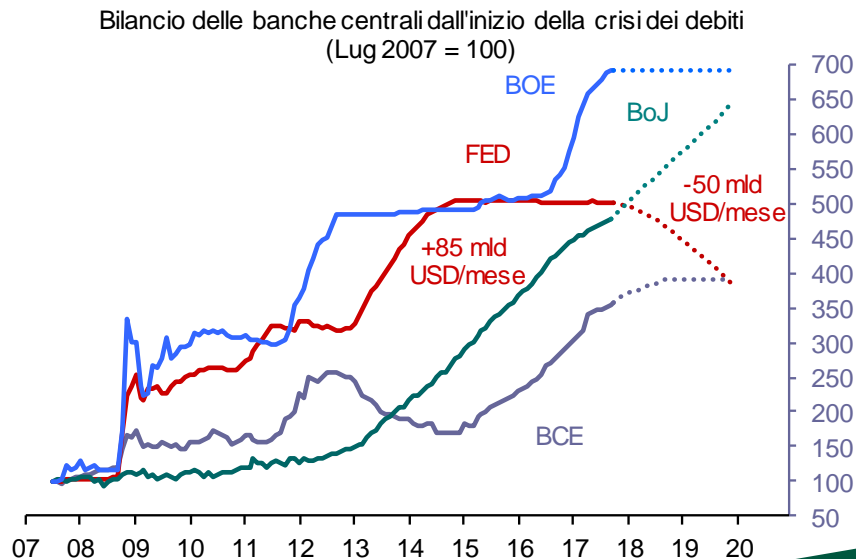
Il quadro è oggi largamente normalizzato, come dimostrato dalla presenza simultanea di buona crescita economica, assenza di pressioni inflazionistiche e normale funzionamento dei mercati finanziari

L'elemento critico in Europa resta l'elevato rapporto tra debito e prodotto in un numero crescente di paesi

# Balance sheets monitor

Da ottobre la Fed sta riducendo il bilancio al ritmo di 10 mld/mese. L'intenzione dichiarata prevede di accelerare la riduzione ogni tre mesi fino ad arrivare ad un massimo di 50 mld/mese tra un anno.

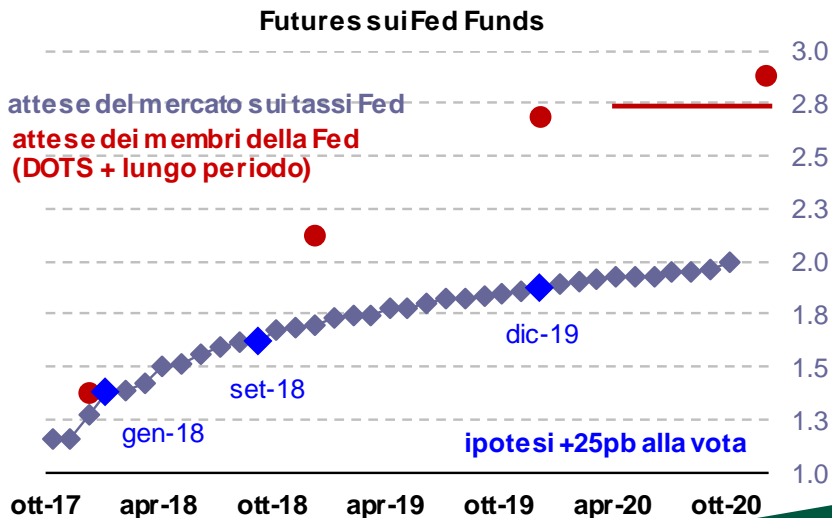
La BCE ha prolungato QE fino a settembre '18. Da gennaio gli acquisti passano da 60 a 30 mld/mese. Ipotesi più probabile è fine QE a dicembre 2018.



# Fed monitor

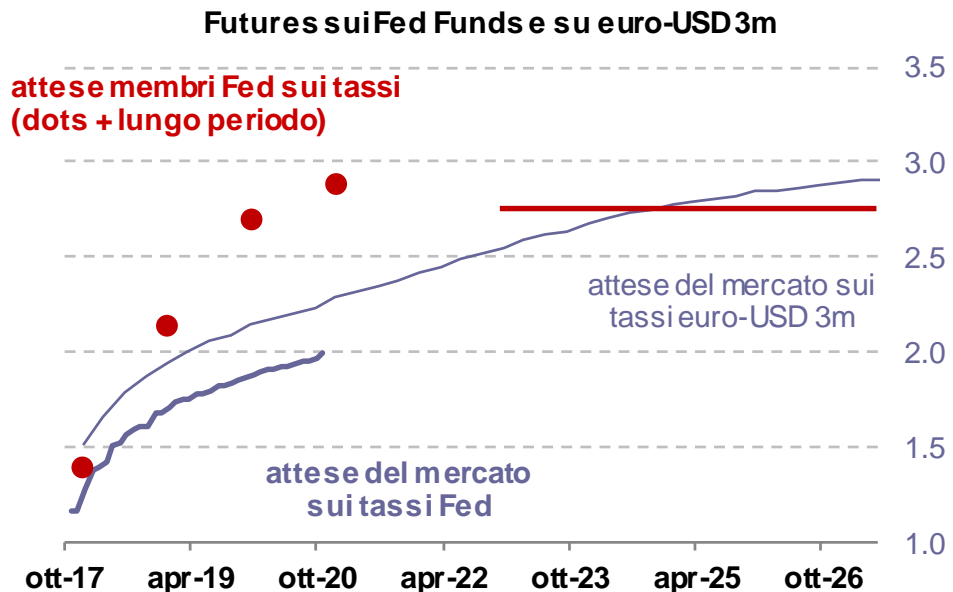
Secondo le intenzioni dichiarate la Fed alzerebbe i tassi per 25 pb a dicembre (prezzato dal mercato), 3 volte nel 2018 (75 pb in totale), 2 volte nel 2019 (56 pb in totale), 1 volta nel 2020 (19 pb) arrivando allora a 2.875%, sopra il 2.75% dichiarato come valore di equilibrio di lungo periodo per i Fed Funds (solo allora di dovrebbe parlare di politica monetaria "restrittiva").

Il mercato non crede sostenibile un tale passo di rialzo dei tassi, ma confida del pragmatismo della Fed nell'adattare la propria agenda alle condizioni dell'economia, al di là delle intenzioni dichiarate.



# Fed monitor

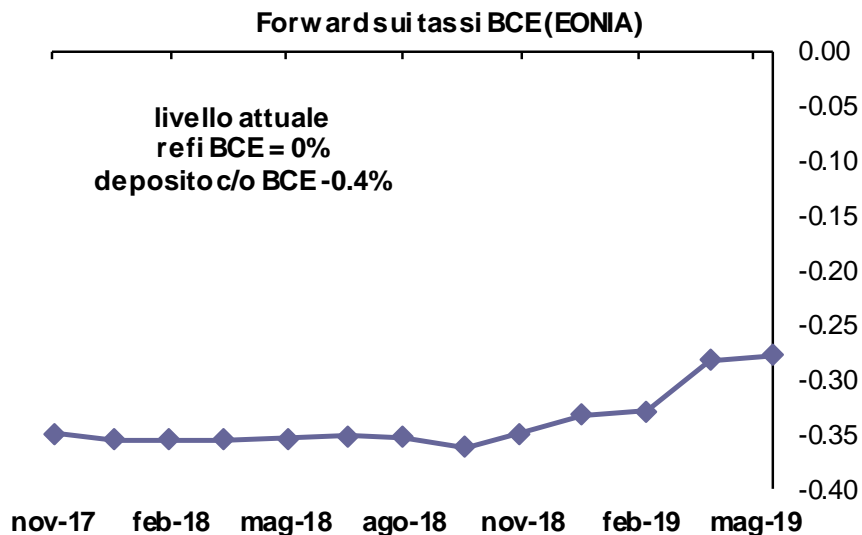
Proiettando lo sguardo più avanti rispetto al grafico precedente, i futures sui tassi USD a 3 mesi ci dicono che il mercato giudica credibile il raggiungimento del livello di equilibrio di lungo periodo per i Fed Funds solo nella seconda metà del 2024.



# BCE monitor

Il mercato non anticipa alcun rialzo dei tassi prima dei mesi centrali del 2019. Secondo i futures sull'Euribor a 3 mesi, a fine 2023 i tassi a breve in Eurozona sarebbero comunque ancora sotto l'1%.

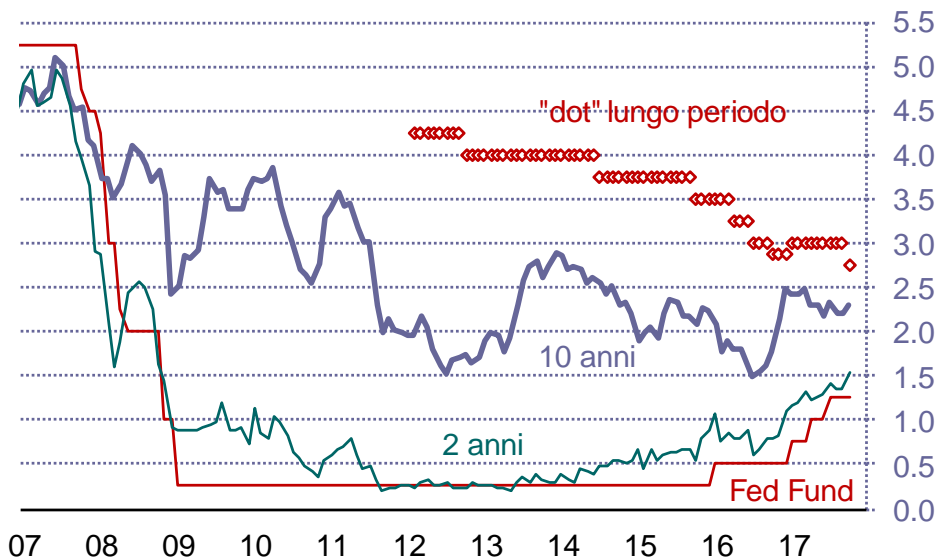
Sono attese totalmente allineate a quanto indicato dalla BCE che ha ribadito l'intenzione di non toccare i tassi per un periodo prolungato dopo la fine del QE prevista, dal consenso, a fine 2018.



# USA: l'intreccio tassi a breve e a lunga

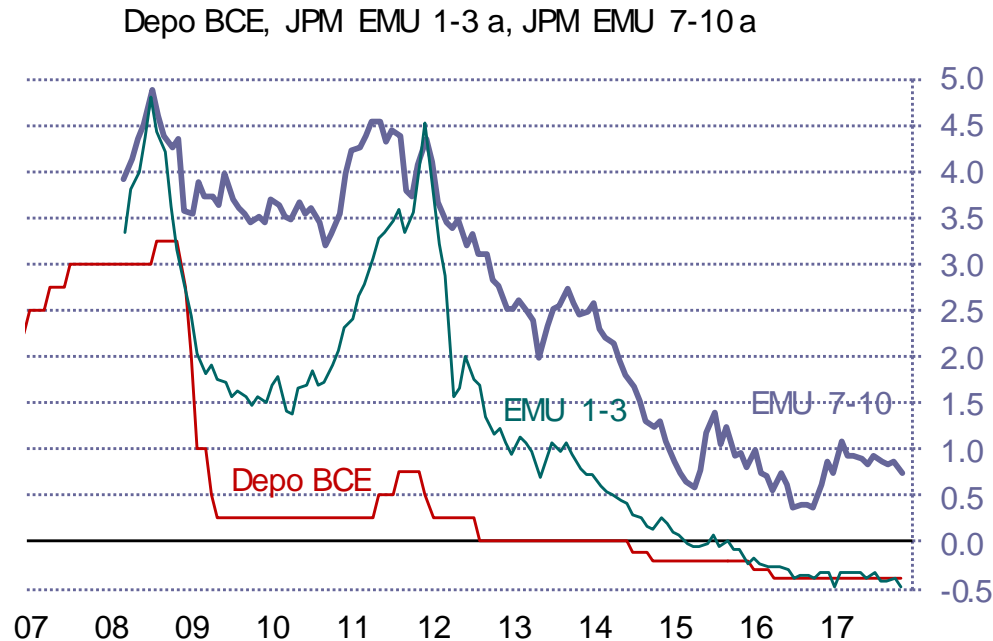
La Fed sta alzando i tassi a breve termine, ma quelli a lunga non si muovono.  
E' un segnale del fatto che il mercato non crede che i tassi Fed possano salire tanto oltre il 2% prima che il ciclo USA si interrompa

Fed Funds, Treasury 10 anni e "dot" lungo periodo



# EUR: l'intreccio tassi a breve e a lunga

Idem come per gli USA. I tassi EUR a lunga scadenza sembrano bassi, ma non lo sono visto dopo vi trovano quelli a breve.

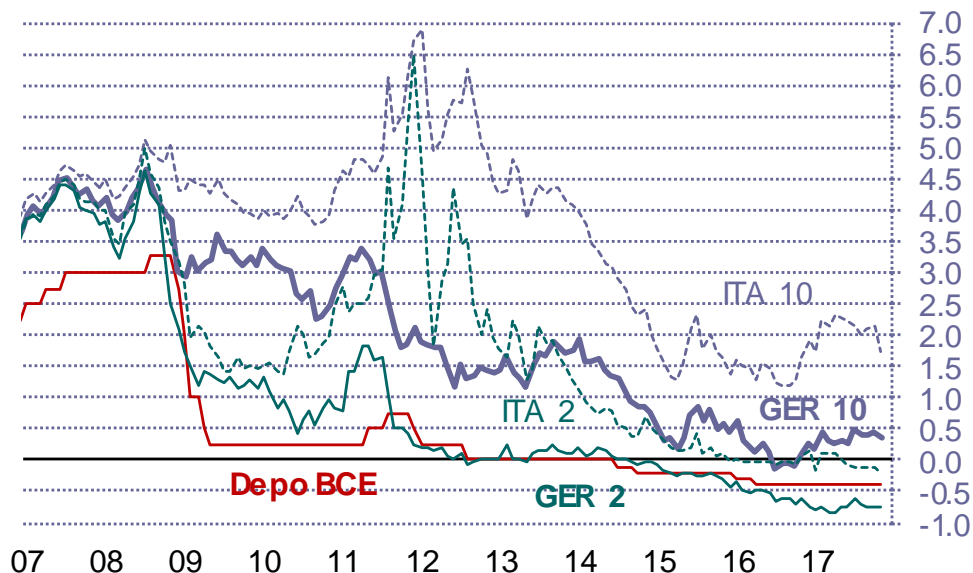




# EUR: l'intreccio tassi a breve e a lunga

Dividendo il JPM EMU nei suoi due più illustri rappresentanti (Germania e Italia) il grafico si complica, ma il messaggio non cambia.

Depo BCE, Bund e Btp 2 e 10 anni



# Le implicazioni

L'incoerenza tra dichiarazioni della Fed ed attese di mercato è un elemento di attenzione, con due potenziali spiegazioni:

- il mercato non sembra credere all'ipotesi che il Presidente degli Stati Uniti sarà in grado di attuare una politica fiscale espansiva con un impatto rilevante sulla crescita
- Il mercato non crede che un'accelerazione della crescita contribuirà a riportare l'inflazione sopra il target della Fed

La permanenza del rapporto debito-prodotto su livelli elevati in Europa è il principale ostacolo ad una vera normalizzazione della politica monetaria in Europa, e il bilanciamento tra queste due esigenze andrà valutato alla luce della futura leadership della BCE