

# LA FED NON HA PIU LIMITI. DAVVERO?

23 Marzo 2020

## Alexis Garatti

Head of Macroeconomic Research  
[Alexis.Garatti@eulerhermes.com](mailto:Alexis.Garatti@eulerhermes.com)

## Dan North

Senior Economist, North America  
[Dan.North@eulerhermes.com](mailto:Dan.North@eulerhermes.com)

### La Fed annuncia nuovi programmi per fornire liquidità

In risposta al peggioramento delle condizioni macroeconomiche globali, l'aumento delle misure di confinamento adottate dagli Stati Uniti, l'ininterrotta caduta del mercato azionario e i crescenti segnali di stress di liquidità, la Federal Reserve (FED) ha annunciato un nuovo round di misure per consentire ai mercati finanziari di operare regolarmente, e garantire credito in modo diretto ai settori che ne hanno maggiore bisogno. In particolare, il nuovo round di misure:

- Includerà la possibilità di acquistare in modo illimitato titoli del Tesoro e titoli garantiti da mutui ipotecari – mentre in precedenza erano limitati rispettivamente a 500 miliardi e 200 miliardi di dollari.
- Fornirà ulteriori 300 miliardi di dollari sotto forma di finanziamenti verso datori di lavoro, consumatori ed imprese attraverso un nuovo programma che sarà definito e capitalizzato dal Tesoro americano, con 300 miliardi provenienti dal ESF (Exchange Stabilization Fund).
- Creerà due nuove strutture per fornire credito a grandi datori di lavoro: il PMCCF (Primary Market Corporate Credit Facility), per nuove emissioni di obbligazioni e prestiti, e il SMCCF (Secondary Market Corporate Credit) per somministrare liquidità. Solo le società di investimento saranno ammesse e potranno inoltre beneficiare di un ponte finanziario di quattro anni.
- Riportare in vita il TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) per incoraggiare l'emissione di ABS (Asset-Backed Securities) sostenuti da prestiti studenteschi, prestiti auto, prestiti con carta di credito e garantiti dalla Small Business Administration.
- Rendere ammissibili per il MMLF (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) le obbligazioni municipali con tassi variabili e i certificati di deposito bancari.
- Aumentare i titoli targetizzati dal CPFF (Commercial Paper Funding Facility).
- Creare un "Main Street Business Lending Program" per supportare i prestiti alle piccole e medie imprese.

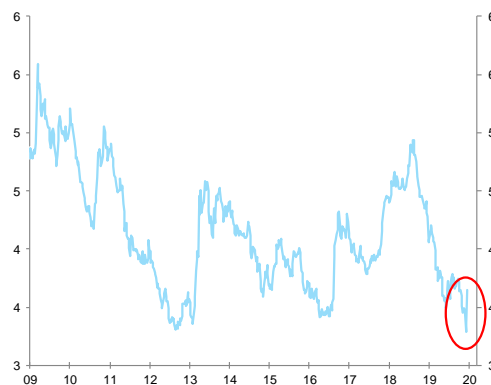
### Numerosi segnali dal mercato hanno evidenziato un aumento dello stress di liquidità

Una serie di indicatori hanno segnalato che diversi mercati sono stati recentemente affetti da episodi di stress di liquidità. Il mercato del tesoro,

quello Asset Backed Security, quello del debito privato e la liquidità dei derivati hanno riscontrato un significativo ampliamento degli spread monitorati dagli investitori. Ciò dimostra che al momento non vi è alternativa al denaro contante e che è in ballo un rischio asistemico. Dobbiamo tenere in mente che il congelamento del mercato monetario nel biennio 2008-2009 è stata una delle principali cause scatenanti della crisi. Recentemente, l'aspetto più evidente di questo processo di prosciugamento della liquidità è stato legato al mercato MBS (Mortgage-Backed Securities). Nonostante le enormi quantità di liquidità iniettate nel mercato, i tassi ipotecari continuavano a crescere, mentre il congelamento del mercato MBS (sostenuto da asset ipotecari) incitava le banche a restringere significativamente le loro condizioni di credito.

La figura di seguito raffigura chiaramente una trasmissione inefficiente delle politiche monetarie. (vedi Figura 1). Per evitare che la crisi attuale vada ad aggravarsi (portando ad un congelamento totale delle condizioni monetarie e finanziarie, che avrebbe conseguenze ancor più devastanti e persistenti nel lungo periodo) la Fed ha deciso di aumentare il proprio arsenale per arginare l'attuale crisi di liquidità (oltre alla crisi sanitaria ed economica).

Figura 1 – Tassi ipotecari statunitensi (%)



Fonte: Euler Hermes, Allianz Research, IHS

**Attenzione agli errori.** Fornire prestiti mediante le strutture PMCCF e SMCCF è riservato solamente alle società che godono di un investment grade. Questo potrebbe essere un segnale che la FED non sia propensa a fornire supporto alle aziende che danno rendimenti elevati sulle loro emissioni obbligazionarie. Dal momento che queste aziende hanno una qualità creditizia molto limitata, incontreranno numerose difficoltà nel rifinanziarsi durante la crisi attuale. Ciò potrebbe rilevarsi particolarmente rischioso, in quanto adesso il mercato del debito high yield è molto più sviluppato rispetto alla precedente crisi finanziaria o, in altre parole, c'è un maggior numero di aziende valutate BBB che si trovano molto vicine alla soglia del non-investment grade. Questo settore del mercato obbligazionario si trova quindi a forte rischio di imbattersi in uno scenario dove sia necessario aggiornare i rating, e potrebbe incappare in un'improvvisa frenata in termini di accesso a finanziamenti. Questo scenario di re-rating potrebbe ostacolare in modo significativo la ripresa. Separare il segmento High Yield da quello **investment grade** in termini di accesso al credito o **linee di liquidità** è paragonabile a non dare la priorità agli spread sovrani quando si delinea la politica monetaria europea.

**Evitare una crisi duratura e protratta nel tempo ad ogni costo.** Numerosi programmi sono pensati per fornire finanziamento diretto a datori di lavoro e consumatori. Queste nuove strutture, le cosiddette TALF, PMCCF e SMCCF non sono dissimili dall'incanalare denaro contante direttamente verso attori reali del mercato. In pratica, consistono in una collaborazione tra la FED con banche e governo per fornire prestiti direttamente agli attori economici, adottando la filosofia di un cosiddetto GBCF (Government-Backed Credit Facility), sulla base della Sezione 13(3) del Federal Reserve Act. La scorsa settimana, abbiamo ritenuto probabile che questo framework venisse attivato (idea di Kevin Warsh, ex membro della Federal Reserve). Separando la crisi di liquidità e optando maggiormente per il finanziamento diretto alla economia reale, la FED mira ad impedire che l'attuale shock temporaneo si trasformi in una crisi duratura e protratta nel tempo.

