

# IL BAZOOKA DELLA FED: UN COLPO DALLA LUNGA GITTATA

17 Aprile 2020

**ERIC BARTHALON**

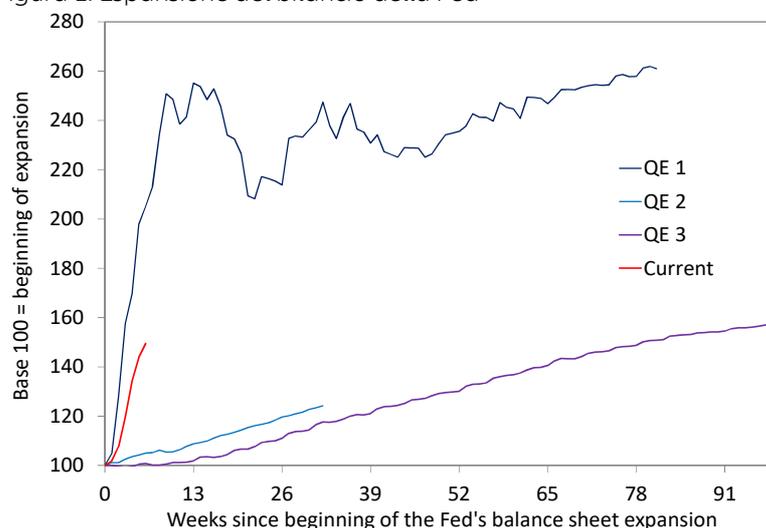
Head of Capital Markets Research

[Eric.barthalon@allianz.com](mailto:Eric.barthalon@allianz.com)

[+49-175-93-59-006](tel:+49-175-93-59-006)

Il 3 marzo, il tasso obiettivo dei Federal Funds si attestava ancora all'1,75%, mentre il bilancio del Federal Reserve Board era di 4.200 miliardi di dollari USA. Sei settimane dopo (15 aprile), la Fed ha ridotto il tasso di politica monetaria allo 0,25% e ha ampliato il proprio bilancio di 2.100 miliardi di dollari fino alla cifra di 6.300 miliardi..

Figura 1: Espansione del bilancio della Fed



Fonti: Board della Federal Reserve H.4.1 e Allianz Research

Questa espansione del credito della Fed ha senza dubbio aspetti impressionanti. In termini assoluti, essa rende minimi gli aumenti registrati, su periodi di tempo molto più lunghi, durante il QE1 (primo Quantitative Easing, +1.400 miliardi di dollari da settembre 2008 a marzo 2010), il QE2 (+500 miliardi di dollari da novembre 2010 a giugno 2011) e persino il QE3 (+1.600 miliardi di dollari da settembre 2012 ad agosto 2014). In termini relativi, come mostrato nella Figura 1, esso surclassa i precedenti QE2 e QE3, ma non (ancora) QE1, perché in quel caso il punto di partenza era molto più basso. Se questa espansione del bilancio della Fed impressiona i mercati dei capitali per la sua velocità ed entità, rappresenta anche la testimonianza della gravità dello shock causato dall'epidemia di Covid-19. In effetti, i primi indicatori disponibili per il mese di marzo (nuove richieste di sussidi contro la disoccupazione, salari non agricoli, vendite al dettaglio, produzione industriale, avvio dell'edilizia abitativa) indicano tutti una contrazione economica senza precedenti dell'economia statunitense.

Detto questo, bisogna tener presente che la crisi attuale è molto diversa dalla Grande Crisi Finanziaria (GFC) scoppiata nel 2007-2008. Come suggerisce il suo nome, il GFC ha avuto origine nell'industria dei servizi finanziari. La crisi attuale è causata da un vero e proprio shock esogeno che ha improvvisamente bloccato la circolazione di persone, beni, servizi e quindi denaro nell'economia reale. Ciò significa che le politiche monetarie e fiscali devono affrontare una sfida ben diversa. Nel 2008 la prima linea di difesa è stata il settore bancario: impedirne il colosso è stato il presupposto per proteggere l'economia reale. Questa volta la prima linea di difesa è l'economia reale: evitare il suo crollo è l'unico modo per evitare che la crisi attuale si trasformi in una crisi bancaria. Pertanto, ora più che mai, è fondamentale valutare se la liquidità creata dalla Federal Reserve stia raggiungendo o meno l'economia reale.

Tabella 1: Attività e passività selezionate della Fed

USD billion - Wednesday	15.04.2020	04.03.2020	Absolute change	Contribution
<b>ASSETS</b>				
Reserve Bank Credit	6,329.07	4,202.07	2,127.00	100.0%
Securities held outright	5,359.38	3,876.82	1,482.56	69.7%
US Treasury Securities	3,788.86	2,502.62	1,286.23	60.5%
Bills	326.04	303.04	23.00	1.1%
Notes & Bonds, nominal	3,206.14	2,043.08	1,163.06	54.7%
Notes & Bonds, inflation-linked	222.69	131.05	91.64	4.3%
Inflation compensation	33.98	25.45	8.53	0.4%
Federal agency debt securities	2.35	2.35	0.00	0.0%
Mortgage-backed securities	1,568.17	1,371.85	196.33	9.2%
Repurchase agreements	181.10	195.00	-13.90	-0.7%
Loans*	120.35	0.00	120.35	5.7%
Central bank liquidity swaps	378.29	0.05	378.24	17.8%
<b>LIABILITIES</b>				
Currency in circulation	1,887.59	1,810.24	77.36	3.6%
Reverse repurchase agreements	279.58	236.70	42.88	2.0%
US Treasury general account	856.16	381.30	474.85	22.3%
Other (incl. Financial utilities)	231.48	75.91	155.57	7.3%
Reserve Balances with FRB	3,069.87	1,735.01	1,334.87	62.8%

\*including Primary Dealer Credit Facility & Money Market Mutual Fund Liquidity Facility

Fonti: Board della Federal Reserve H.4.1 e Allianz Research

In altre parole, è fondamentale considerare i cambiamenti sia nelle attività che nelle passività della Federal Reserve: le attività per gli impieghi della liquidità della banca centrale, le passività per vedere dove questa liquidità è arrivata. Come indicato nella tabella 1, poco più del 60% dell'aumento di 2.100 miliardi di dollari USA di attività deriva dall'acquisto di titoli del Tesoro statunitense. Il secondo maggiore contributo (quasi il 18%) proviene dagli swap di liquidità delle banche centrali. Seguono i titoli garantiti da ipoteca (quasi il 10%) e i prestiti (5,7%), una voce che comprende la Primary Dealer Credit Facility e la Money Market Mutual Fund Liquidity Facility. Al 15 aprile, le operazioni di pronti contro termine (prestiti garantiti da titoli) sono rimaste praticamente invariate rispetto al 04 marzo, ma un aumento di 250 miliardi di dollari fino al 18 marzo, dovuto a richieste di margini indotte dalla volatilità del mercato, ha avuto luogo dopo le date di regolamento delle operazioni su derivati.

Certo, è solo il 23 marzo che la Fed ha annunciato il suo piano di acquisto di obbligazioni societarie sia sul mercato primario che secondario. E, naturalmente, limitandosi ad annunciare piani per ampliare i propri interventi sui mercati del credito, la Fed potrebbe averli resi superflui,

almeno fino a quando nuove "cattive" notizie come l'aumento dei crediti deteriorati non colpiranno nuovamente i mercati. In ogni caso è opportuno notare che per il momento il settore privato non finanziario ha beneficiato in misura molto limitata degli interventi della Fed. Ad esempio, il Commercial Paper Funding Facility annunciato il 17 marzo non è ancora stato attivato.

Una revisione delle passività della Fed corrobora questa valutazione. Le riserve depositate dalle banche presso la Fed hanno assorbito il 63% dell'aumento di 1,8 trilioni di dollari del credito della Fed. Con il 34% di tale cifra, il conto generale del Tesoro statunitense è stato il secondo maggiore assorbitore. Seguono le riserve detenute dalle stanze di compensazione (7%), le valute in circolazione (4%) e i pronti contro termine (2%). La prova che la politica fiscale è venuta in soccorso dell'economia reale si vedrà quando il conto generale del Tesoro degli Stati Uniti si ridurrà: per il momento, il Tesoro degli Stati Uniti sta semplicemente accumulando un forziere di guerra.

Per completare questa indagine sulla trasmissione della politica monetaria, esaminiamo le attività settimanali delle banche commerciali negli Stati Uniti. All'8 aprile, l'ultimo dato, quasi due terzi dell'aumento di 1,5 trilioni di dollari degli attivi bancari dal 04 marzo è attribuibile alle attività di cassa, la maggior parte delle quali è costituita da riserve presso la Fed. È interessante notare che i fondi federali, ossia le riserve prestate e prese a prestito sul mercato interbancario, si sono ridotti di 235 miliardi di dollari USA, cosicché, su base netta, gli attivi di cassa definiti in modo più ampio spiegano quasi la metà dell'aumento degli attivi bancari. Per contro, i crediti per linee di credito commerciali e industriali contribuiscono solo per un terzo all'aumento del patrimonio delle banche. L'evidenza aneddotica suggerisce che gran parte di questo aumento dei prestiti commerciali e industriali è stato innescato da società che si sono affrettate a sfruttare linee di credito di riserva (linee di credito rotative) negoziate prima dell'inizio della crisi. In altre parole, questa espansione dei prestiti commerciali e industriali riflette meno la disponibilità a concedere prestiti da parte delle banche rispetto alla richiesta di contanti da parte delle aziende clienti. La contrazione dei crediti al consumo va nella stessa direzione. L'inizio della stagione delle trimestrali mostra che le banche si aspettano un aumento significativo delle perdite su crediti. Senza una qualche forma di garanzia sui prestiti fornita dal Tesoro, i nuovi prestiti bancari saranno probabilmente problematici, se non in quarantena

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.