

8 giugno 2020

Il Sole **24 ORE**

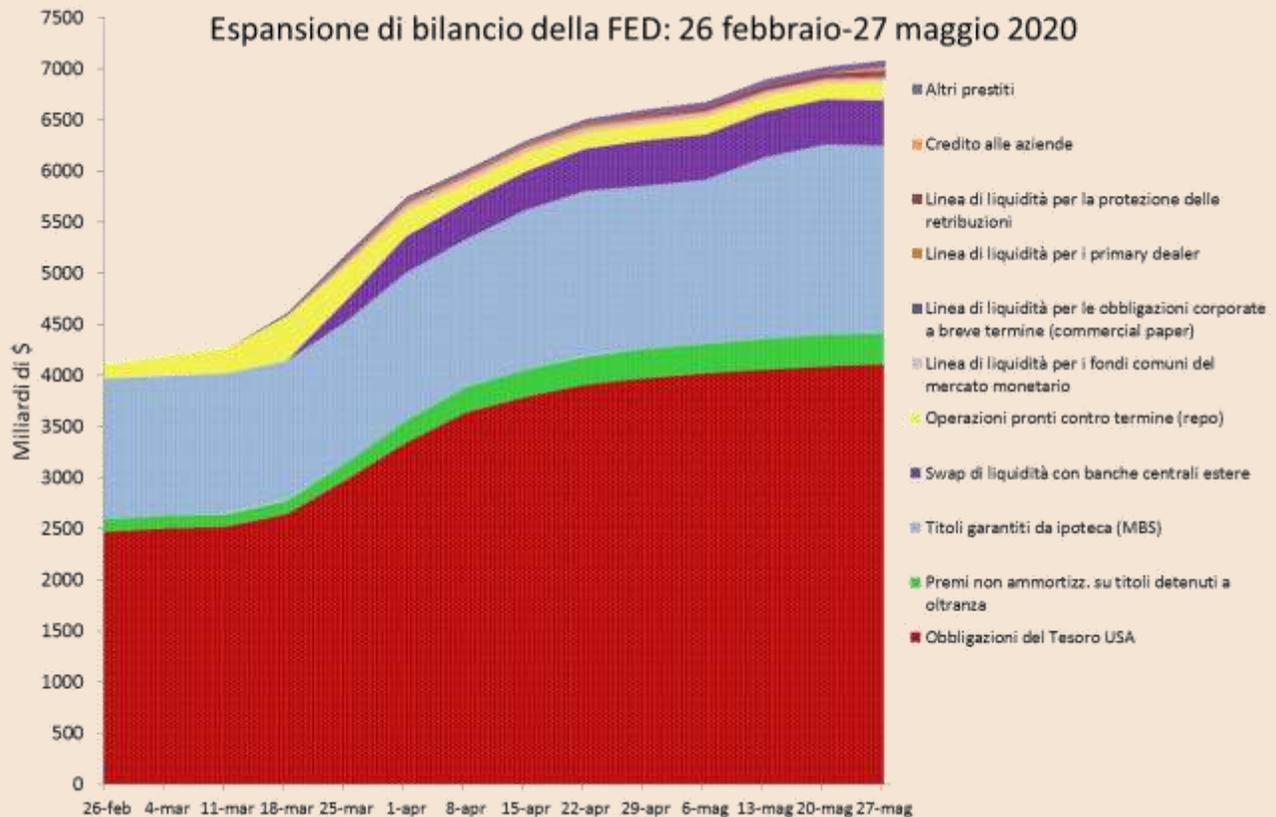
# L'IMMANE SFORZO DELLA FEDERAL RESERVE

di Marcello Minenna

Da fine febbraio, quando si è cominciato ad avere sentore dell'enorme portata dei contagi di Coronavirus fuori dalla Cina, la FED è intervenuta in modo rapido e imponente per arginare le devastanti ripercussioni economiche della pandemia.

Dopo due sforbiciate ai tassi d'interesse di riferimento per complessivi 150 punti base (il target per il limite superiore sul *Federal Funds Rate* è passato dall'1,75% allo 0,25%), la banca centrale statunitense ha avviato un'espansione di bilancio senza precedenti (*balance sheet expansion*): in appena tre mesi gli *assets* totali sono schizzati da 4158 a 7097 miliardi di dollari con un incremento del 70%.

Già in occasione della crisi finanziaria globale, la FED aveva dato prova della propria disponibilità a fare ricorso ad un ampio arsenale di misure per sostenere il sistema economico-finanziario: all'indomani del default di Lehman Brothers (15 settembre 2008), le bastarono appena due mesi per aumentare del 140% gli *assets* in portafoglio. Tuttavia, in termini assoluti, gli interventi degli ultimi mesi non hanno precedenti, anche tenuto conto che stavolta si partiva da un livello di attivi già abbastanza elevato (oltre 4000 miliardi di dollari contro i 926 di inizio settembre 2008) e, ciononostante, in tempi brevissimi si è proceduto a iniettare nel sistema quasi 3000 miliardi di dollari (*cfr. Figura*).

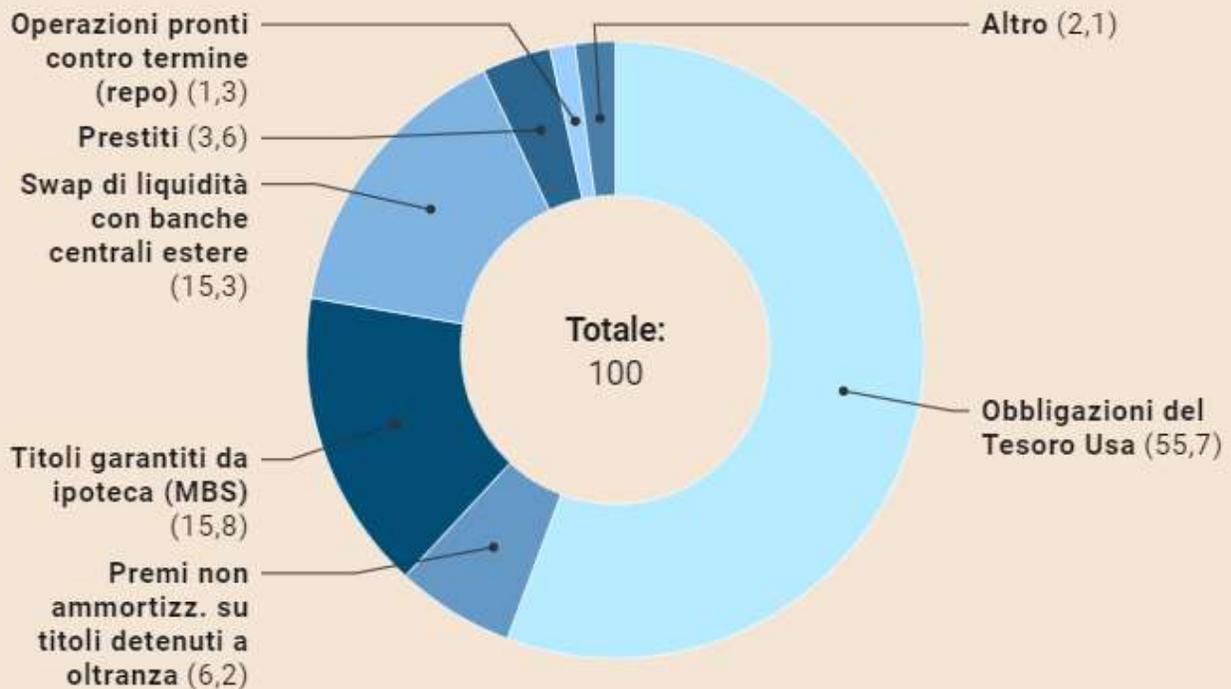


Questo poderoso incremento ha due protagonisti: il *quantitative easing* classico (*QE*), cioè la ripresa del programma di acquisto di obbligazioni governative e titoli garantiti da ipoteca (*mortgage backed securities* o *MBS*) e il “tiraggio” delle linee di liquidità in dollari da parte di banche centrali estere (*central bank liquidity swaps*).

Complessivamente queste due componenti cumulano il 93% dell'intero bazooka monetario della FED (*cfr. Figura*). È dunque interessante analizzarle più approfonditamente.

## LE MOSSE DELLA FEDERAL RESERVE

Incidenza delle principali componenti dell'espansione di bilancio della FED tra il 26 febbraio e il 27 maggio 2020



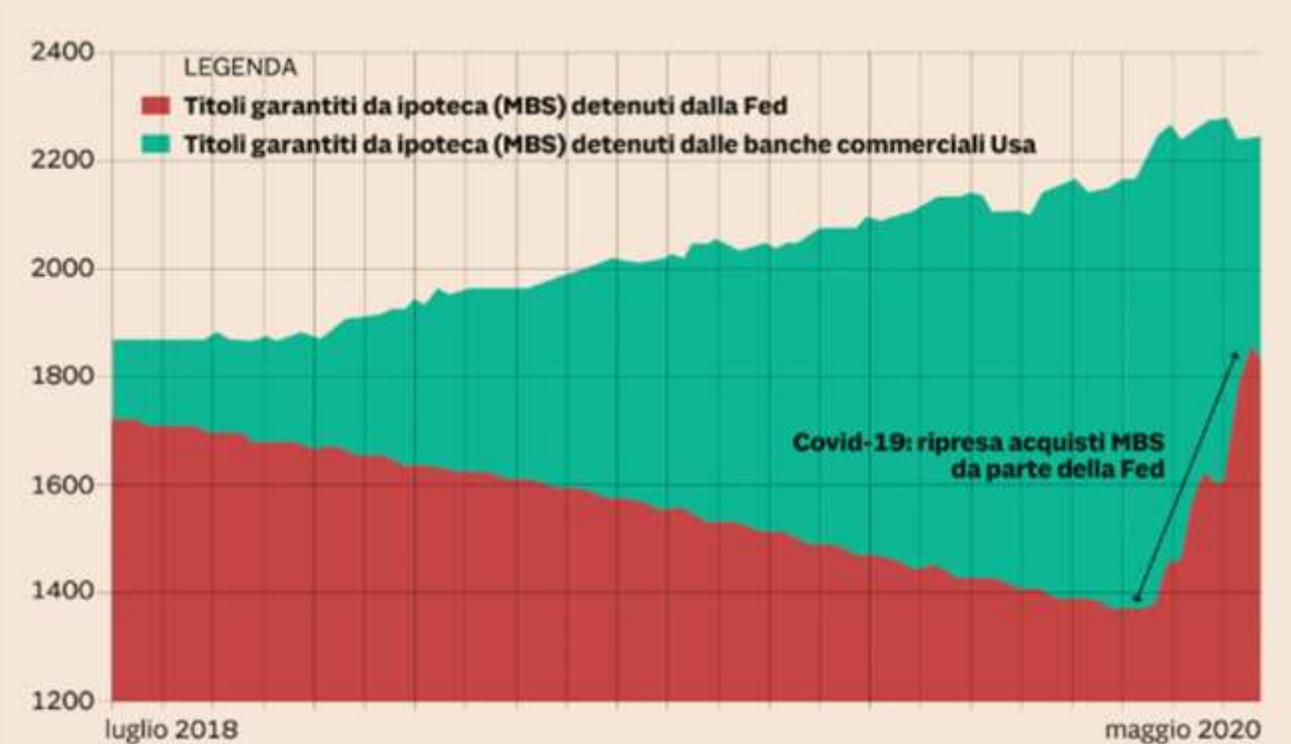
Nell'ambito del *QE* – che da solo ha contribuito per il 77,7% all'intero incremento degli *assets* della banca centrale USA – la parte del leone spetta ovviamente ai titoli emessi dal Tesoro americano (*US Treasuries*): in soli tre mesi ne sono stati acquistati \$1635 miliardi che, sommati ai \$2474 miliardi già in portafoglio, portano la FED a detenere oltre un quinto del debito federale. Formalmente non si tratta di monetizzazione, ma è chiaro che ormai una fetta importante del debito pubblico statunitense è stata nazionalizzata nel bilancio della banca centrale.

Notevoli sono stati anche gli acquisti di titoli garantiti da ipoteca: dal 26 febbraio scorso ne sono stati comprati \$463 miliardi che si sono aggiunti agli oltre \$1370 miliardi già in portafoglio per un totale di \$1835 miliardi al 27 maggio. Come in passato, anche a fronte della nuova emergenza finanziaria scatenata dal Coronavirus, la FED è intervenuta ad alimentare la domanda di MBS e, quindi,

le loro valutazioni di mercato limitando l'impatto delle eventuali minusvalenze sul considerevole quantitativo (oltre \$2000 miliardi) di questi *assets* presente nei bilanci delle banche nazionali (*cfr. Figura*).

## L'ANDAMENTO COMPARATO

Andamento comparato dei MBS nell'attivo della Fed e delle banche commerciali Usa      Periodo luglio 2018-maggio 2020 - Dati in miliardi di dollari



Tra *Treasuries* e MBS la componente di *QE* classico ammonta a \$2098 miliardi, pari al 71,5% dell'intero incremento di bilancio effettuato dalla FED in risposta alla crisi scatenata dalla pandemia.

Il massiccio acquisto di titoli ha “gonfiato” l'attivo della banca centrale USA anche attraverso il *boom* dei premi non ammortizzati sui bond detenuti a oltranza: un aumento di oltre \$180 miliardi in tre mesi, pari al 6,2% dell'intera *balance sheet expansion*. Come si è detto, la FED acquista i titoli sul secondario pagandoli a prezzo di mercato e, laddove questo sia superiore al valore nominale, si genera un premio destinato ad essere ammortizzato in quote

annuali. La parte non ammortizzata – evidentemente maggiore per i titoli acquistati di recente – viene imputata come voce dell’attivo.

Nel caso di specie è interessante notare che tra fine febbraio e fine maggio questa voce ha subito un incremento record del 147%, segnale che la FED in media ha pagato un premio particolarmente elevato sui titoli acquistati negli ultimi mesi. Verosimilmente questa evidenza va riconnessa al crollo dei rendimenti sui *Treasuries* e, quindi, al conseguentemente apprezzamento dei titoli governativi USA data la nota relazione inversa tra prezzo e rendimento (*cfr. Figura*).

### L' ANDAMENTO COMPARATO DEGLI ACQUISTI DI TREASURIES

Andamento comparato degli acquisti di Treasuries (a valore nominale) e dei premi non ammortizzati su titoli detenuti a oltranza nell'attivo della Fed. Periodo 26 febbraio-27 maggio 2020 - Dati in miliardi di dollari



L'altra grande componente dell'espansione di attivi della FED sono gli swap di liquidità in valuta (*FX swap lines*) con banche centrali di altre aree valutarie. A fronte dell'enorme fabbisogno di liquidità in dollari generato a livello globale dalla crisi Covid-19, la FED ha rafforzato le linee swap in valuta con le altre banche centrali del c.d. '*network C6*' (Banca del Canada, BCE, Banca del Giappone, Banca Centrale Elvetica e Banca d'Inghilterra) ed ha aperto linee swap in valuta temporanee anche con le autorità monetarie di diversi altri paesi. A fine maggio l'utilizzo complessivo di queste linee di liquidità ammontava a \$448 miliardi, pari al 15,3% dell'intera variazione dell'attivo FED registrata nell'ultimo trimestre.

Grazie a questi interventi, rispetto a marzo – quando l'eccesso di domanda di dollari al di fuori degli Stati Uniti aveva creato tensioni su diverse valute determinando un allargamento della *cross currency basis* (cioè il premio pagato sui mercati per prendere a prestito dollari) – la situazione appare ora in via di normalizzazione.

Rimangono però alcuni profili di attenzione, specie per quanto riguarda le banche centrali a cui non è stata offerta la possibilità di accedere a linee swap in dollari, come quelle di Cina, India, Russia, Turchia e Arabia Saudita. Come ho sottolineato in [un editoriale](#) dello scorso marzo, questa strategia “selettiva” della FED non è priva di rischi neppure per gli Stati Uniti dal momento che per procacciarsi dollari alcuni grandi investitori esteri – prima tra tutti la Cina – potrebbero essere tentati di liquidare i propri investimenti in *Treasuries*.

Per contenere tale minaccia, il 31 marzo la FED ha istituito una linea temporanea di approvvigionamento in dollari (*FIMA facility*) per le autorità monetarie estere attraverso operazioni di pronti contro termine (*repo*): le banche centrali accreditate possono ottenere dollari depositando temporaneamente presso la FED i titoli del Tesoro USA in loro possesso e accettando di pagare un tasso d'interesse. Tuttavia, l'utilizzo di questo strumento sinora è stato piuttosto modesto perché eccessivamente costoso rispetto a canali alternativi.

Di fatto, al momento alcuni dei paesi che continuano ad avere difficoltà a reperire dollari stanno attingendo al proprio stock di riserve in valuta estera (come l'Arabia Saudita) mentre altri stanno consentendo un indebolimento della propria valuta rispetto al dollaro, come nel caso della Cina.

Insieme, *QE* e swap di liquidità con altre banche centrali rappresentano il 93% dell'intero ampliamento nell'attivo di bilancio posto in essere dalla FED da fine febbraio. Il restante 7% include i *repo* per supportare la liquidità sul mercato interbancario domestico (in continuità con la risposta all'improvviso congelamento di questo mercato avvenuto lo scorso settembre) e vari strumenti di erogazione di credito. Tra questi rientrano uno strumento di liquidità per la c.d. "carta commerciale" (ossia le obbligazioni aziendali a breve scadenza), un altro per la protezione delle retribuzioni dei lavoratori e uno destinato alle aziende. Quest'ultimo prevede anche l'acquisto di quote fondi quotati (ETF) con un'ampia esposizione al mercato delle obbligazioni societarie statunitensi, comprese quelle ad alto rischio (*fallen angels*, lett. 'angeli caduti') e con una predilezione per il settore energetico in supporto alla industria dello *shale oil*. Nonostante per ora i volumi siano contenuti, questo strumento è particolarmente significativo perché rivela la potenziale disponibilità della FED a "nazionalizzare" una parte dell'economia reale (l'unica altra banca centrale che sinora si è spinta oltre è quella giapponese con l'acquisto diretto di azioni).

Ulteriori linee di credito mirate sono state approntate per i fondi comuni del mercato monetario e per i *primary dealer* (gli intermediari abilitati a comprare i *Treasuries* direttamente in asta) con un evidente ruolo di affiancamento al *QE* per supportare i prezzi dei titoli di Stato. A breve, secondo le ultime dichiarazioni del Presidente della FED, Jerome Powell, dovrebbe inoltre partire anche il '*Main Street Lending Program*', un programma mirato di prestiti alle piccole e medie imprese (*Main Street*) che erano in buone condizioni finanziarie prima dell'inizio della pandemia.

Insomma, uno sforzo immane per sostenere la più grande potenza economica mondiale alle prese con quella che ormai appare sempre più come la peggiore

crisi dal 1929. Oggi, come allora, è l'economia reale a registrare il conto più salato come dimostra il record nei dati sulla disoccupazione USA che solo lo scorso gennaio erano ai minimi degli ultimi 50 anni. Son passati pochi mesi ma sembra un'eternità. E anche se nelle ultime settimane il ritmo di crescita del bilancio della FED è sensibilmente rallentato rispetto ai picchi del 10-12% settimanale visti tra fine marzo e inizio aprile, il peggio non sembra passato.

Il governo federale, coadiuvato da una banca centrale ultra-accomodante, sta aumentando sensibilmente il debito pubblico per fronteggiare la crisi: in soli tre mesi (da febbraio ad aprile 2020) le emissioni nette del Tesoro hanno superato i 1800 miliardi di dollari pari al 173% delle emissioni nette di tutto il 2019. E ovviamente nei prossimi mesi il debito è destinato a salire.

Per ora il dollaro (seppure in un clima volatile) tiene bene, continuando a essere premiato dal "privilegio esorbitante" di valuta di riserva globale di cui gode per lo meno dal 1945, ma diversi analisti cominciano a interrogarsi su quanto a lungo potrà durare ancora.

Senza dubbio la situazione è molto complessa: mentre le prospettive di crescita si deteriorano (secondo la FED di Atlanta nel secondo trimestre 2020 il PIL crollerà del 52,8%) e il rischio di deflazione si fa sempre più concreto, il clima di fiducia delle imprese continua a peggiorare complice la miscela esplosiva creata da mesi di *lockdown* e dal diffuso disagio sociale che nelle ultime due settimane sta trovando sfogo anche nelle proteste a sfondo anti-razzista. Peraltro, l'efficacia della gigantesca espansione di bilancio è in certa misura invalidata dal continuo rallentamento della velocità di circolazione della moneta, ossia il numero di transazioni effettuate con un'unità di moneta in un dato periodo di tempo. Negli Stati Uniti questo indicatore è in continua riduzione dal 2008, ma certamente adesso è destinato a contrarsi ulteriormente e in misura significativa a fronte del sensibile aumento dei depositi bancari per via delle protratte misure di confinamento e dell'aumento della propensione al risparmio legato alle maggiori preoccupazioni per il futuro.

Nei prossimi mesi la FED potrebbe continuare con gli strumenti utilizzati sinora (si stima che entro fine anno l'attivo di bilancio potrebbe raggiungere i 10-12 mila miliardi di dollari), oppure optare per misure alternative. Una possibilità sarebbe un ennesimo taglio dei tassi d'interesse che però ormai sono già ai minimi storici: tagliarli ancora significherebbe in pratica passare a una *policy* di tassi negativi (*Negative Interest Rate Policy* o *NIRP*) come quella in vigore da tempo in altre aree valutarie compresa l'Eurozona. Sinora però diversi esponenti di spicco della FED si sono mostrati poco propensi a questa mossa.

Piuttosto sembra probabile che presto si passerà a una politica di controllo della curva dei tassi (*Yield Curve Control* o *YCC*), come quella introdotta dalla Banca del Giappone nel 2016 (oltre che negli stessi USA durante la seconda guerra mondiale). Per convincere definitivamente i mercati che i tassi non risaliranno ancora per molto tempo, la FED potrebbe cioè impegnarsi a mantenere al di sotto di una soglia prefissata i rendimenti sui titoli di Stato a determinate scadenze, verosimilmente tra i due e i cinque anni. Operativamente questo comporterebbe acquisti di *Treasuries* su queste scadenze (se necessario a oltranza) in modo da scoraggiare *ex ante* eventuali spinte rialziste da parte dei mercati.

Tra pochi giorni si terrà il prossimo comitato monetario della FED da cui potrebbe arrivare qualche indicazione in più sull'ipotesi *YCC*. Ben più difficile sarà capire se persino una mossa del genere possa bastare a far ripartire l'economia.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli*  
*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*