

**POLITICA MONETARIA**

**IL MERCATO  
 E LE MOSSE  
 DELLA FED**

di **Marcello Minenna**

Lo scorso 17 settembre il mercato interbancario Usa (c.d. repo) si è “congelato”: in poche ore le banche hanno ridotto drasticamente il prestito di fondi a brevissima scadenza, nonostante questi siano sempre assistiti da una garanzia rappresentata da *Treasuries*. Le poche risorse messe a disposizione sono state trasferite a un costo anche 5-10 volte superiore ai tassi di interesse di riferimento della Federal Reserve (Fed). Il panico si è diffuso tra gli investitori istituzionali che hanno bisogno di accedere quotidianamente alla

liquidità interbancaria.

Il 18 settembre la Fed è intervenuta con aste di emergenza, per circa 50 miliardi di dollari di prestiti con scadenza 1 giorno (c.d. overnight) sopperendo alla mancanza di offerta spontanea del mercato. I tassi di interesse sono tornati su livelli accettabili, ma quello che sembrava un intervento una tantum si è trasformato in una misura di lungo termine a supporto delle banche.

— Continua a pagina 13

**POLITICA MONETARIA**

**INTERBANCARIO USA, COSÌ LA FED RIMEDIA AL CONGELAMENTO**

di **Marcello Minenna**

— Continua da pagina 1

Proseguimento dei prestiti overnight, 100 miliardi di term repo a 2 settimane, ed infine da metà ottobre l’acquisto di *Treasuries* a 1-2 anni per 60 miliardi al mese, un intervento simile al Quantitative Easing (Qe) denominato *Reserve Management Purchases Program*.

L’iniezione di liquidità ha raggiunto i 250 miliardi su un mercato che muove fondi per circa mille miliardi al giorno, e gli interventi sono destinati a proseguire per altri 2-3 mesi. Quali le ragioni del blocco?

Dal 2015 sono avvenuti cambiamenti di politica monetaria che hanno ridotto strutturalmente la liquidità nel sistema interbancario. La Fed ha infatti effettuato un ciclo di rialzi dei tassi di interesse, affiancato da una riduzione degli arrivi di bilancio per 750 miliardi (circa il 15%).

Operativamente la Fed ha lasciato scadere *Treasuries* e titoli cartolarizzati immobiliari in bilancio senza reinvestire, causando una contrazione delle riserve bancarie in eccesso per circa 1.200 miliardi da inizio 2015.

Le riserve si sono ridotte maggiormente per banche di piccola dimensione; ciò ha comportato una progressiva concentrazione dei fondi (fino all’80%) nelle 7 banche più grandi. Peraltro la microstruttura del mercato repo sta rapidamente cambiando da un modello classico “tripartito” ad uno bipartito in cui il clearer coincide con una grande banca erogatrice dei fondi, un fattore che aumenta ulteriormente la concentrazione.

L’amministrazione Trump ha poi avviato una politica fiscale espansiva finanziata dal deficit. Nel 2015-2018 circa 3mila miliardi di nuovi *Treasuries* sono stati immessi

sul mercato, mentre la Fed riduceva di circa 400 miliardi lo stock in possesso. Gli investitori esteri, (in primis Cina e Giappone) hanno ridotto la loro esposizione. Ciò ha implicato che il sistema bancario nazionale si è dovuto fare carico di mille miliardi di nuovo debito governativo.

Si è creata una forbice crescente tra un’offerta di *Treasuries* in espansione ed un pool di liquidità in riduzione, che giustificherebbe un tasso di interesse di equilibrio tra domanda ed offerta in aumento. Tuttavia negli ultimi



mesi la Fed ha effettuato 3 tagli dei tassi di interesse in risposta alle avvisaglie di recessione nel settore manifatturiero. Il tasso di interesse "imposto" dalla Fed è ora troppo basso per permettere il corretto incontro tra domanda ed offerta di fondi, dati gli attuali livelli di riserve bancarie. Appare pertanto naturale l'intervento per compensare l'eccesso di domanda di liquidità sul mercato interbancario.

Nel complesso il sistema finanziario globale si sta ancora adattando al nuovo contesto di

tassi di interesse ultra-bassi e gli effetti collaterali non sono ben compresi nemmeno dalle banche centrali. In questo diverso paradigma è plausibile che strumenti considerati prima impensabili come il Qe diventino procedure sostanzialmente permanenti.

*Economista*

📍@MarcelloMinenna

Quello che sembrava un intervento una tantum si è trasformato in una misura di lungo termine a supporto delle banche

### Le riserve nelle banche americane

Concentrazione delle riserve in eccesso



Fonte: Federal Reserve

