

11 ottobre 2019

Il Sole **24 ORE**

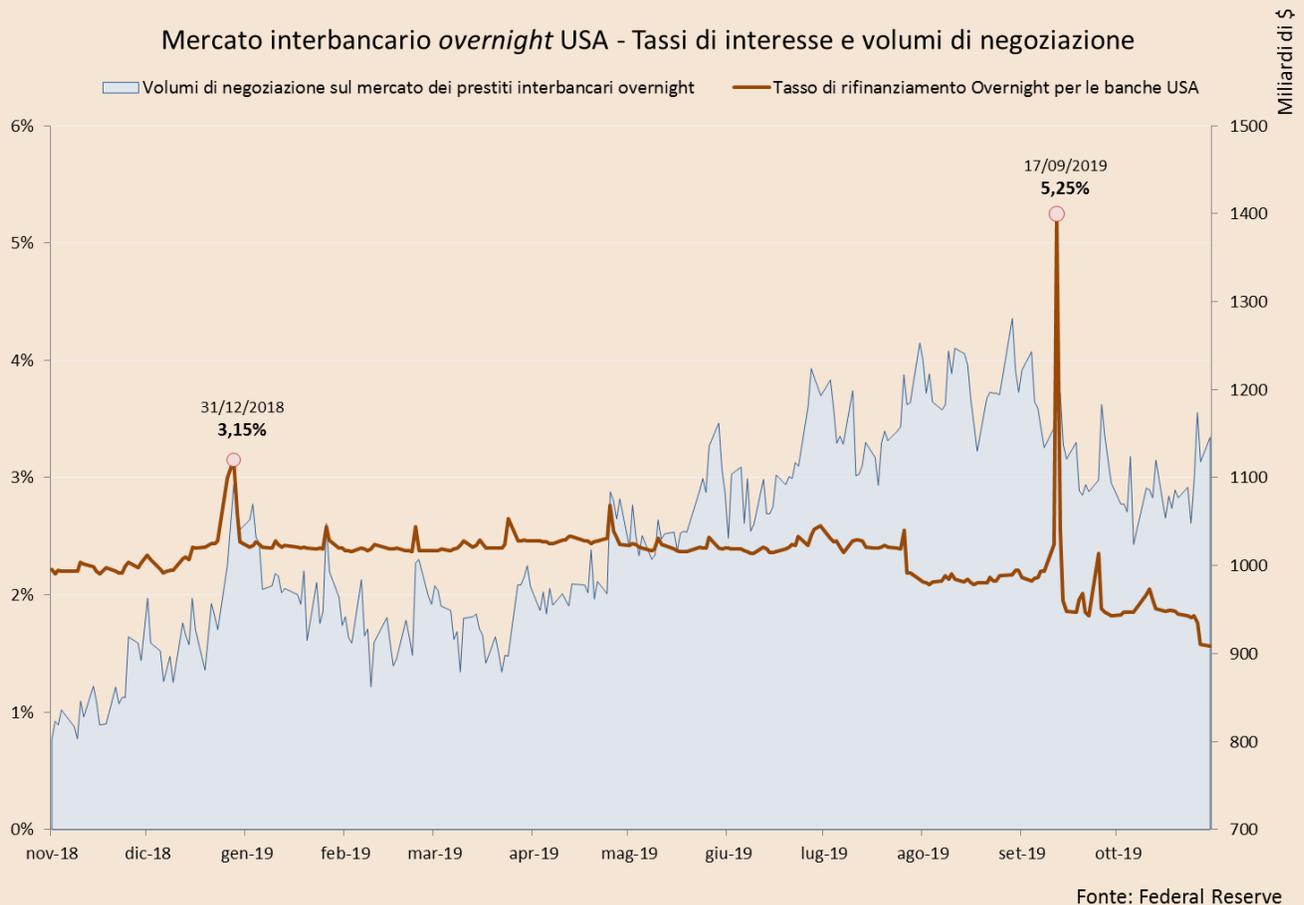
SERVIZIO | L'ANALISI

# LA FED E IL PUZZLE DEL CONGELAMENTO DEL MERCATO INTERBANCARIO USA

di Marcello Minenna

Lo scorso 17 settembre verrà ricordato a lungo come il giorno in cui il mercato interbancario USA (c.d. *repo*) si è improvvisamente “congelato”: in poche ore, per ragioni ancora da comprendere pienamente, le banche hanno ridotto drasticamente il prestito di fondi a brevissima scadenza, nonostante questi siano sempre assistiti da una garanzia (il “collaterale”) rappresentata da un titolo ultra-sicuro come il *Treasury*. Le poche risorse messe a disposizione dei richiedenti sono state trasferite ad un costo esorbitante, anche 5-10 volte superiore alla norma stabilita dai tassi di riferimento della *Federal Reserve* (FED). Il panico si è immediatamente diffuso tra gli investitori istituzionali che hanno bisogno di accedere quotidianamente alla liquidità interbancaria. In molti hanno anticipato le richieste di liquidità del giorno successivo temendo un ulteriore rialzo dei tassi di interesse; in questa maniera la scarsità di risorse si è acuita in una tipica profezia che si auto-avvera (cfr. Figura 1).

Figura 1

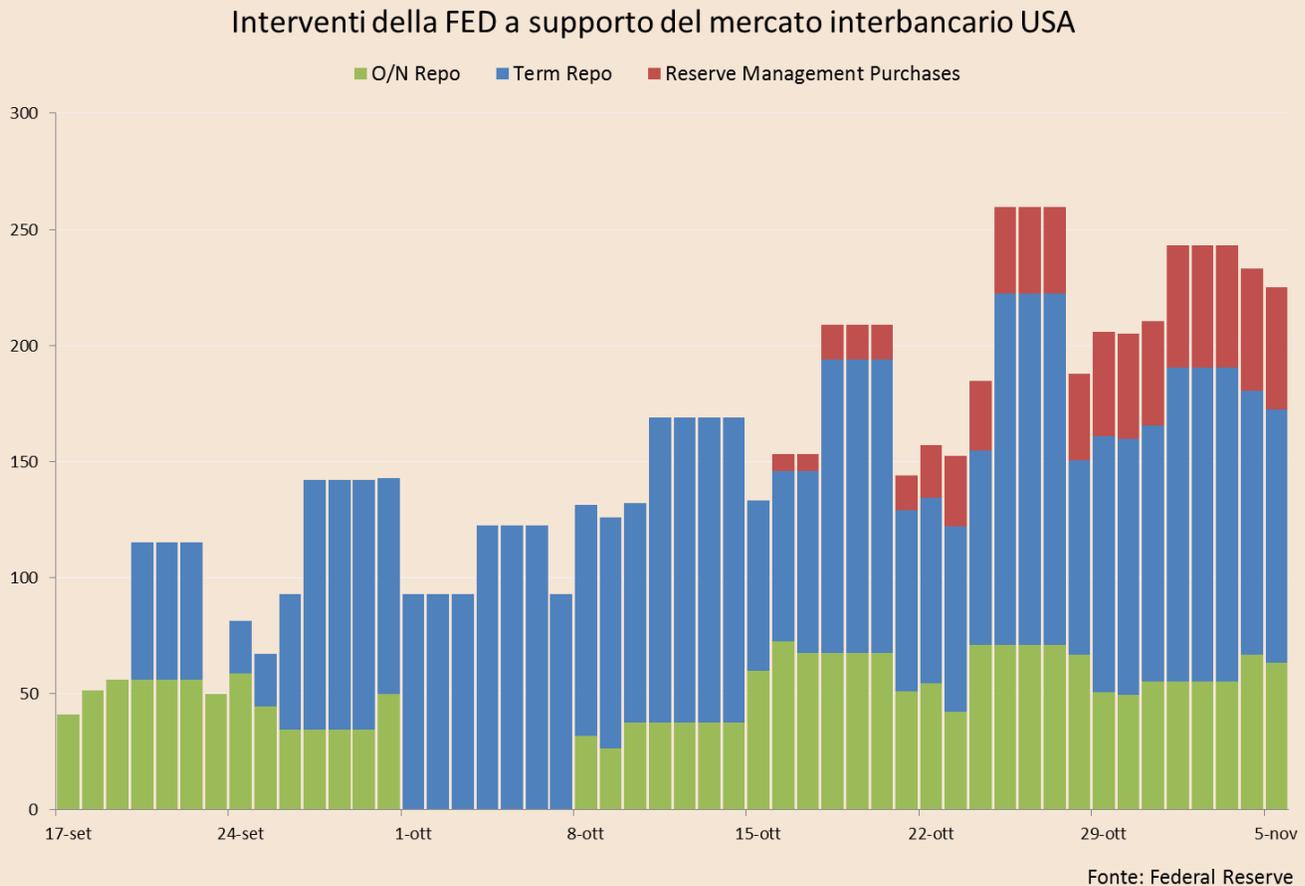


Con alcune ore di ritardo, il 18 settembre la FED è dovuta intervenire con delle aste di emergenza, offrendo circa 50 miliardi di \$ di prestiti con scadenza ad 1 giorno (c.d. *overnight*) per sopperire alla mancanza di offerta spontanea del mercato. I tassi di interesse sono tornati su livelli accettabili, ma quello che sembrava un intervento *una tantum* si è trasformato rapidamente in una misura di lungo termine a supporto delle banche: prima la prosecuzione dei prestiti *overnight*, poi altri 100 miliardi di prestiti a 2 settimane (i *term repo*). Infine da metà ottobre l'acquisto di titoli di Stato a 1-2 anni per 60 miliardi al mese, un intervento operativamente simile al *Quantitative Easing* (QE) ma differente nelle finalità che è stato denominato *Reserve Management Purchases Program*.

L'entità dell'iniezione di liquidità ha raggiunto ad inizio novembre i 250 miliardi (cfr. Figura 2), e gli interventi sono destinati a proseguire di sicuro per altri 2-3 mesi, quanto meno per la durata necessaria a superare la fine dell'anno. In questo periodo infatti le esigenze di cassa degli operatori finanziari per gli aggiustamenti di bilancio raggiungono

tradizionalmente un picco. Lo scorso 31 dicembre, per la cronaca, il mercato aveva già segnalato un movimento anomalo dei tassi di interesse (vedi ancora Figura 1).

Figura 2



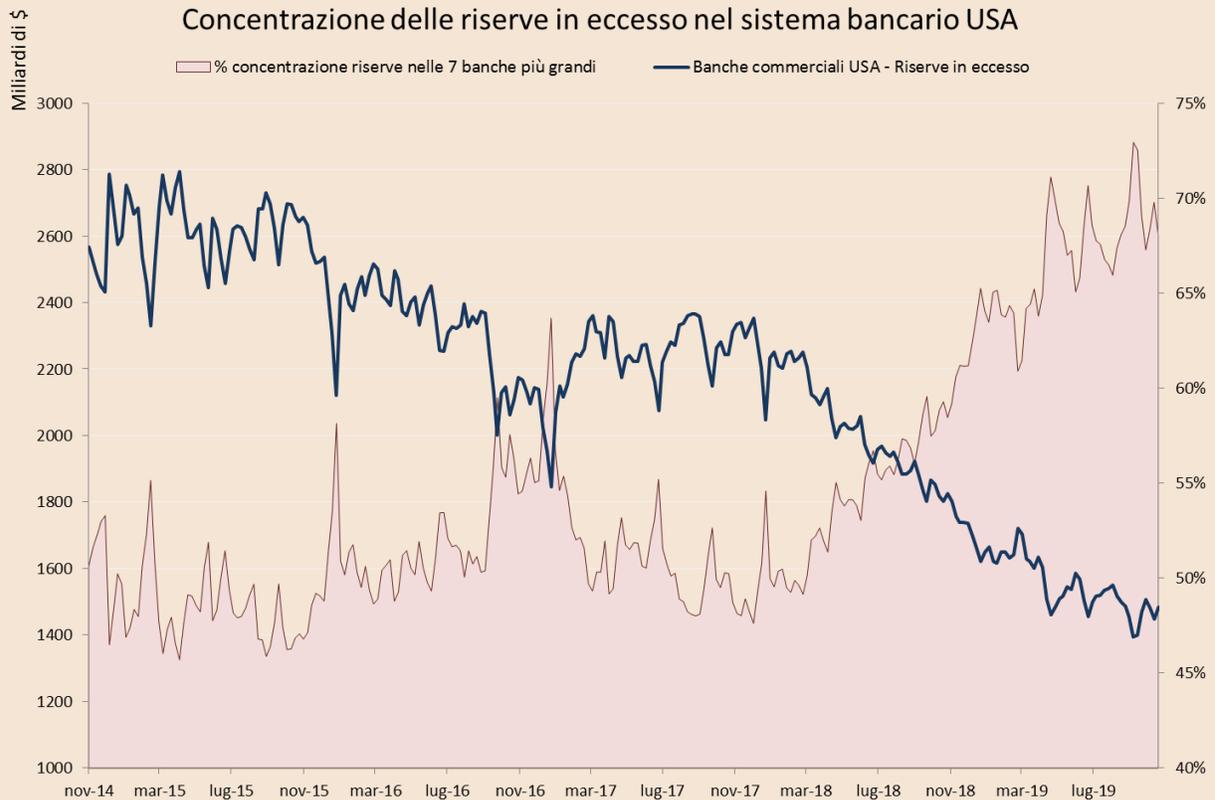
Su un mercato che muove fondi per circa 1.000 miliardi al giorno la FED sta fornendo liquidità aggiuntiva per circa il 25% del totale, un ammontare significativo che fotografa lo stato di intorpidimento del mercato interbancario USA. Le banche tendono a tenersi stretta la liquidità insomma, e le ragioni sono da approfondire, nella misura in cui potrebbero essere sintomo di disfunzioni pericolose per la stabilità del sistema finanziario come ad esempio le minacce di insolvenza di una banca *too big to fail*.

Ovviamente le cause di questo blocco sono molteplici e si sovrappongono tra loro. In prima analisi, è possibile notare come dal 2015 siano avvenuti dei cambiamenti di politica monetaria che hanno ridotto strutturalmente la liquidità in circolo nel sistema interbancario. Tra il 2015 ed il 2019 la FED ha infatti effettuato un ciclo di rialzo dei tassi

di interesse; questo è stato affiancato da una riduzione del proprio attivo di bilancio per 750 miliardi (circa il 15%). Operativamente la FED ha lasciato scadere *Treasuries* e titoli cartolarizzati immobiliari in bilancio senza reinvestire i capitali finanziari in rimborso. *De facto* la FED ha ridotto dunque la liquidità disponibile sul mercato e che era immagazzinata prevalentemente nelle riserve bancarie in eccesso.

È possibile apprezzare dai dati (cfr. Figura 3) la contrazione delle riserve bancarie per circa 1.200 miliardi dai massimi raggiunti ad inizio 2015. Allo stesso tempo le riserve si sono ridotte maggiormente per le banche di piccola dimensione; ciò ha comportato una progressiva concentrazione dei fondi (fino all'80%) nei bilanci delle 7 banche più grandi. In altri termini, una parte del sistema bancario si è trovata ad essere prenditore netta di fondi mentre l'offerta si è concentrata in pochi soggetti; un fattore che riduce indubbiamente la resilienza del mercato. In [un'analisi dello scorso febbraio](#) pubblicata sul Sole24Ore monitoravo la discesa rapida del livello di riserve bancarie USA chiedendo quale sarebbe stato il livello minimo tale da innescare le prime turbolenze sul mercato interbancario: ora lo sappiamo.

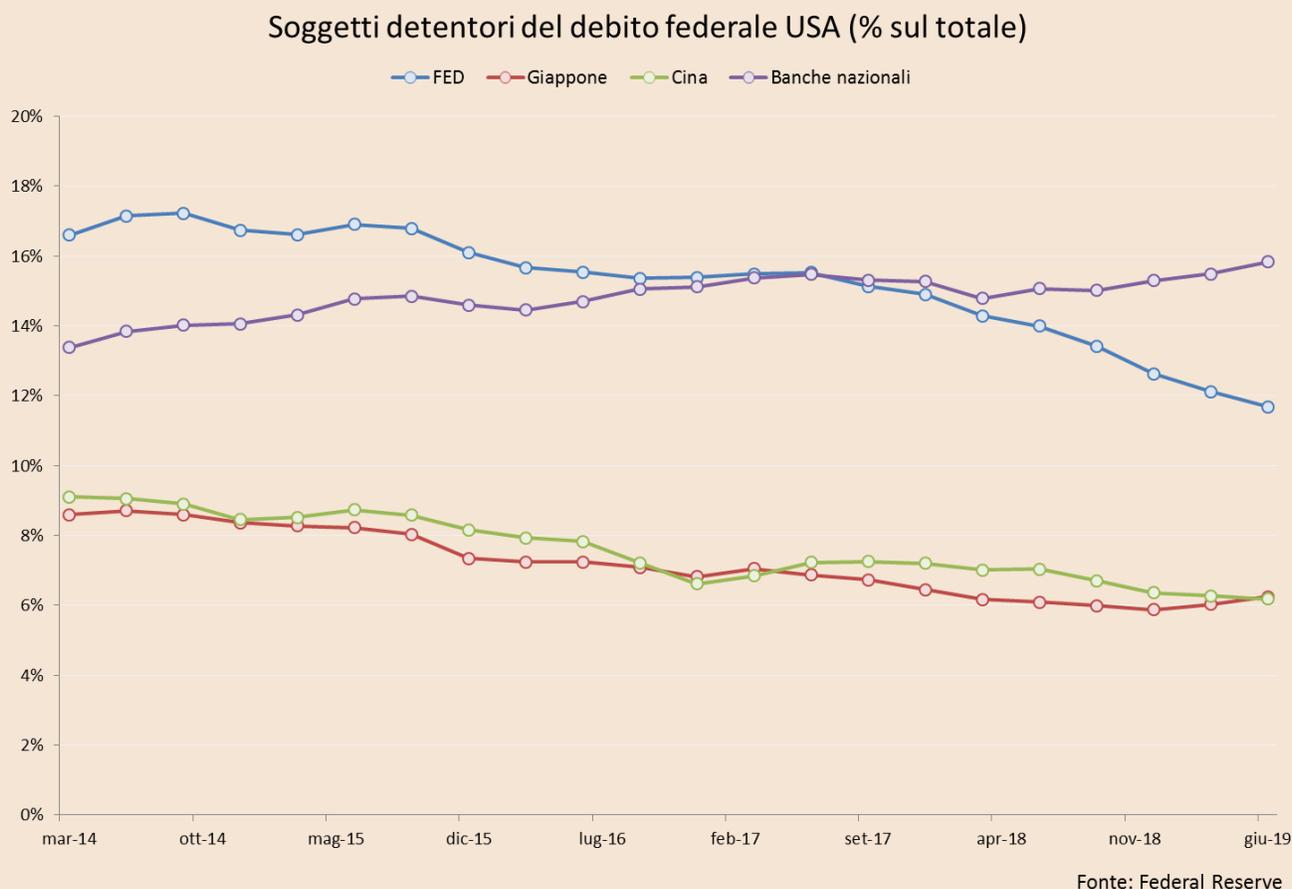
Figura 3



Fonte: Federal Reserve

In corrispondenza di una politica monetaria (relativamente) più restrittiva, il governo federale ha avviato sotto l'amministrazione Trump una politica fiscale fortemente espansiva, finanziata attraverso il *deficit*. Tra il 2015 ed il 2018 circa 3.000 miliardi di nuovi *Treasuries* sono stati immessi sul mercato, proprio mentre la FED ne riduceva di circa 400 miliardi lo *stock* in suo possesso. I tradizionali investitori esteri, rappresentati *in primis* da Cina e Giappone, nello stesso periodo hanno ridotto lievemente la loro esposizione sul debito USA. Ciò ha implicato che il sistema bancario nazionale si è dovuto fare carico di una larga fetta dell'offerta di nuovo debito governativo (circa 1.000 miliardi, cfr. Figura 4).

Figura 4



Nei fatti si è creata una forbice crescente tra un'offerta di collaterale in espansione (i *Treasuries*) ed un *pool* di liquidità in riduzione, fenomeno che giustificherebbe naturalmente un tasso di interesse di equilibrio tra domanda ed offerta in tendenziale aumento. Tuttavia negli ultimi mesi la FED ha invertito la direzione di marcia, effettuando in rapida successione 3 tagli dei tassi di interesse in risposta al rallentamento della congiuntura

economica e alle avvisaglie di recessione nel settore manifatturiero. In altri termini, è come se il tasso di interesse “imposto” dalla FED fosse troppo basso per permettere il corretto incontro tra domanda ed offerta di fondi, dati gli attuali livelli di riserve bancarie. Con questa chiave di lettura appare dunque naturale l'intervento della FED per compensare l'eccesso di domanda di liquidità sul mercato interbancario.

Ci sono altri fattori all'opera, connessi con il cambio della microstruttura del mercato *repo*. Negli ultimi 18-24 mesi infatti si è sviluppato un mercato parallelo a quello classico (definito “tripartito”), nel quale alle due controparti in causa si affiancava un terzo agente (il *clearer*) responsabile della gestione operativa dei pagamenti e del collaterale. Il nuovo mercato (trattasi del FICC – *Fixed Income Clearing Corporation*) è invece “bipartito”, perché le grandi banche (gli *sponsor*) operano sia da *clearer* che da canalizzatori di fondi, offrendo tassi di interesse più convenienti. Infatti i principali fondi monetari che prima si esponevano direttamente sul mercato tripartito ora affidano le loro eccedenze di liquidità alle banche *sponsor*, aumentando il livello di concentrazione dell'offerta di *cash*. Il successo del progetto è stato tale da attrarre circa il 25% delle transazioni effettuate quotidianamente.

In questa prospettiva di crescente controllo del mercato *repo* da parte delle grandi banche va letta la recente polemica – dal forte sapore politico – tra il Presidente FED Powell e primari esponenti del mondo finanziario di Wall Street, che hanno ricondotto il congelamento del mercato interbancario ad una regolamentazione prudenziale troppo rigida (introdotta da Barack Obama dopo la crisi finanziaria internazionale) che “ingabbia” la liquidità in conti di riserva ed impedisce che possa venire erogata al mercato. Powell pare abbia escluso che la soluzione ai problemi del mercato *repo* possa passare attraverso una deregolamentazione del settore bancario.

In ogni caso, appare evidente che il sistema finanziario globale si stia ancora adattando al nuovo contesto di tassi di interesse ultra-bassi e che gli effetti collaterali a cascata non siano ancora ben compresi, nemmeno dalle banche centrali. In questo diverso paradigma è sempre più plausibile che strumenti considerati prima impensabili e poi eccezionali come il QE diventino procedure sostanzialmente permanenti.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna