

Mercato interbancario: qualcosa si è rotto

di Rony Hamau

Per quasi mezzo secolo i mercati interbancari sono stati considerati un esempio di efficienza e autoregolamentazione. Ora sono l'archetipo della difficoltà del sistema. Le autorità monetarie riescono a governare solo i tassi a brevissima scadenza e si è molto ampliato il differenziale fra quelli ufficiali e gli interbancari oltre la settimana. Difficile la soluzione poiché la causa principale delle anomalie sembra risiedere proprio nelle politiche più stringenti imposte dal mercato, dalle autorità di vigilanza e dal buon senso. Il problema dei tassi Libor sul dollaro.

Per quasi mezzo secolo i mercati interbancari sono stati considerati un esempio di efficienza e autoregolamentazione. La liquidità risultava abbondante, i rischi di controparte considerati irrilevanti, mentre le autorità monetarie riuscivano a governare il livello dei tassi lungo quasi l'intera curva per scadenza.

A ben guardare, tuttavia, alcune di queste caratteristiche risultano del tutto peculiari rispetto agli altri mercati creditizi. Infatti, incomprensibilmente, i **rischi di credito** non erano affatto prezzati giacché intermediari deboli potevano indebitarsi alle stesse condizioni ottenute da banche ben più grandi e solide, mentre i tassi di interesse su impieghi bancari non garantiti risultavano schiacciati verso quelli offerti dalle banche centrali per prestiti ben collateralizzati.

SPREAD MOLTO AMPI

Con la crisi finanziaria iniziata la scorsa estate il mondo sembra essersi improvvisamente rovesciato giacché i mercati interbancari sono diventati l'archetipo, oltre che il barometro, della difficoltà del sistema. La **liquidità** si è rarefatta, le banche meno solide faticano a ottenere credito o lo ottengono a tassi più alti delle banche con migliori rating (mediamente 10-15 punti base) e soprattutto i **differenziali tra tassi** a brevissima scadenza (*overnight*) e quelli un po' più a lunga (uno, tre e sei mesi) si sono aperti in maniera inusitata, non rispecchiando più esclusivamente le aspettative circa il futuro andamento dei tassi ufficiali. Una riprova di ciò sta nel fatto che la curva per scadenza sui tassi Ois (Overnight Overnight Indexed Swap), che non prevede lo scambio di capitale ma solo regolamento di tasso e pertanto non presenta né rischi di credito né rischi di liquidità, risulta molto meno inclinata e stabile di quella del mercato interbancario. La conseguenza di tutto ciò è che oggi le autorità monetarie riescono a governare solo i tassi a **brevissima scadenza** e il differenziale fra i tassi ufficiali e quelli interbancari oltre la settimana si è molto ampliato. Seppure taluni di questi cambiamenti non fanno altro che allineare i mercati interbancari agli altri mercati dei crediti, e pertanto è prevedibile e forse auspicabile che perdurino nel tempo, la loro dimensione è talvolta certamente patologica e merita una accurata analisi. Ciò risulta tanto più vero se si pensa al ruolo fondamentale che tali mercati svolgono nella gestione delle tesorerie delle banche, quale parametro di riferimento sul quale sono indicizzati un numero straordinario di strumenti finanziari, dagli impieghi alle obbligazioni, dai mercati dei derivati ai mutui venduti ai privati. È comprensibile allora la preoccupazione degli operatori nonché delle banche centrali che hanno dedicato un inusitato impegno, anche finanziario, a ripristinarne il funzionamento, senza per altro ottenere risultati significativi.

LA GESTIONE DELLE PASSIVITÀ

In un recente articolo su *lavoce.info* Francesco Giavazzi sintetizza con chiarezza i due punti di vista più comuni sulla questione. “Gli europei pensano che il divario (fra tassi interbancari e tassi ufficiali) rifletta un rischio di credito proprio perché i prestiti a Libor non richiedono garanzie. E finché rimane una diffusa incertezza sulla solidità dei bilanci bancari (...) lo *spread* riflette

semplicemente la quantificazione da parte del mercato di tale rischio. (...) Secondo la Fed, alla base dello *spread* c'è invece una carenza di capitale delle banche". Questo tipo di vincolo impedisce alle banche di effettuare interventi di **arbitraggio** sulla curva dei tassi interbancari indebitandosi a brevissimo e investendo a breve eliminando in tal modo le anomalie osservate. Entrambe le spiegazioni presentano elementi meritevoli di attenzione, ma nessuna delle due sembra in grado di spiegare appieno le anomalie osservate. I differenziali d'interesse lungo la curva dei tassi interbancari appaiono, in effetti, troppo ampi per giustificare rischi di controparte tutto sommato limitati nel breve periodo. Ciò risulta tanto più vero alla luce dell'attenzione dedicata dalle autorità di vigilanza e dei governi a salvare banche in difficoltà. La carenza di capitale di alcune grandi banche, invece, non può spiegare totalmente il fenomeno perché opportunità di profitto così ampie non sono colte da molte altre banche ben capitalizzate.

Esiste, invece, una terza ragione che riguarda la **gestione delle passività** seguita di recente dal sistema bancario e in molti casi imposta dalle autorità di vigilanza. Dopo gli accadimenti dell'ultimo anno, tutte le banche cercano di non indebitarsi a brevissimo termine per finanziare gli impieghi a più lungo termine, al fine di evitare che shock di liquidità, anche piccoli, abbiano conseguenze disastrose sulla loro **reputazione**. In fondo sia Northern Rock che Bear Stearns sono cadute più per un *mismatch* delle scadenze fra gli attivi e passivi che per problemi creditizi. Pertanto, le banche preferiscono o debbono pagare un alto *spread* indebitandosi a tre mesi invece che sull'*overnight*, come avevano fatto fino a ieri, al fine di non correre troppi rischi di liquidità. Infatti, oggi nessuna banca vuole dichiarare al mercato e alla banca centrale di essere troppo esposta sul brevissimo termine. Questo impedisce di effettuare quegli arbitraggi che renderebbero la curva dei tassi interbancari più piatta e vicina ai tassi ufficiali presenti e attesi. Pertanto politiche di *Alm*, *Assets* e *Liability Management*, più stringenti imposte dal mercato, dalle autorità di vigilanza e dal buon senso, sarebbero in questo momento la principale causa delle anomalie che si osservano sull'interbancario.

A questo tipo di situazione non esistono **soluzioni semplici** poiché, da un lato, non appare né corretto né opportuno abbandonare una più prudente politica di gestione del passivo delle banche, dall'altro, non è pensabile che le autorità monetarie possano controllare per via diretta tutta la curva dei tassi a breve. Solo il tempo permetterà di riequilibrare gradualmente la struttura del passivo delle banche e di rendere la curva dei tassi interbancari meno sensibile ai rischi di liquidità.

I LIBOR SUL DOLLARO

Un problema nel problema riguarda poi i tassi Libor sul dollaro gestiti dalla British Bankers' Association (Bba). Questi, dall'inizio di quest'anno, si sono dimostrati molto più bassi di quelli ai quali avvengono le transazioni anche fra controparti primarie. La scarsa significatività del Libor sul dollaro ha aperto un braccio di ferro fra **banche europee e inglesi**, dato che le prime sono prenditrici nette sul mercato interbancario del dollaro ed erogatrici di fondi a tassi parametrati al Libor ufficiale, più bassi di quello reale; esse pertanto finiscono per perdere dei quattrini, mentre le banche inglesi, che contribuiscono a fissare i tassi, si trovano nella situazione opposta. La **scarsa significatività** del Libor sul dollaro, oltre che sottostare a un evidente interesse di parte, può avere diverse spiegazioni. La ristrettezza del campione di banche che effettuano la rilevazione: sedici e tutte sulla piazza di Londra, contro le quarantaquattro in quindici paesi per l'Euribor. La natura della rilevazione: non si chiede alle banche vere quotazioni, ma semplicemente a quali tassi sarebbero disposte a prendere a prestito i soldi. Il fatto che i dati siano pubblicati a livello di singolo istituto e pertanto nessuno voglia oggi dichiararsi disponibile a indebitarsi a tassi troppo alti per evitare problemi reputazionali. E infine l'assenza di un efficiente organo di controllo indipendente, dato che il Foreign Exchange and Money Market Committee è formato da rappresentanti delle stesse banche contributrici.

Anche le recenti proposte avanzate dalla Bba per superare lo stallo sono risultate del tutto inadeguate per le banche europee, che minacciano di costruire una stringa di tassi alternativi in

dollari sul modello dell'Euribor. In questo caso le **autorità** non possono rimanere indifferenti e devono al più presto esercitare i loro poteri di vigilanza e controllo. Non è più auspicabile, infatti, lasciare solo all'autoregolamentazione di soggetti, che non sempre hanno dimostrato la necessaria prudenza, le sorti di un prezzo così ampiamente utilizzato dal sistema finanziario.