

# RUBRICA SUL FOREX by Talete

...non è difficile guadagnare; il difficile è non perdere

## CAPIRE LA CRISI DEI SUBPRIME

*Riprendo un articolo pubblicato sul web il 22/08/2007 "Come interviene la Fed. Domande e risposte" di (Stephen Cecchetti, <http://www.lavoce.info>) perché lo ritengo particolarmente utile e istruttivo.*

Iniziamo dai fatti: Giovedì 9 agosto 2007 l'Open Market Trading Desk (il Desk) della Federal Reserve ha immesso 24 miliardi di dollari nel sistema bancario statunitense. Ciò è stato fatto nella stessa mattinata in due operazioni di uguale portata, una alle 8:25 e una 70 minuti dopo, alle 9:35. (1) Venerdì 10 agosto il Desk è intervenuto sul mercato altre tre volte (8:25, 10:55, e 13:50) iniettando in totale 38 miliardi di dollari. All'inizio della settimana successiva, le cose sembravano ritornate alla normalità con le iniezioni di 2 miliardi di dollari il lunedì e nessun intervento il martedì. Le operazioni della Fed sono state immediatamente seguite da due più grandi iniezioni della Banca Centrale Europea di Francoforte. Giovedì mattina la BCE aveva immesso quasi 95 miliardi di euro (130 miliardi di dollari) nelle istituzioni finanziarie europee, poi, venerdì, ha dato seguito con un'operazione di poco inferiore, 61 miliardi di euro (83,6 miliardi di dollari). A fine settimana in Europa le cose non sembravano risolte, infatti lunedì (13 agosto) la BCE ha aggiunto 47,7 miliardi di euro (65,3 miliardi di dollari), e il giorno seguente in due operazioni separate ha immesso 25 miliardi di euro (34,2 miliardi di dollari) nel sistema bancario europeo.

Come si immette liquidità? Che cosa sono e come funzionano le transazioni?

In tutti questi casi, i fondi sono immessi nel sistema bancario usando ciò che vengono chiamati "pronti contro termine" (accordi di riacquisto o "repos" a breve). Ecco una descrizione in stile dizionario: i contratti pronti contro termine consistono in una vendita di titoli a pronti e contestuale impegno di riacquisto a termine (per la controparte, un simmetrico impegno di acquisto a pronti e vendita a termine); il prezzo è espresso in termini di tasso di interesse annuo.

Per esempio, una banca che ha Buoni del Tesoro degli Stati Uniti potrebbe aver bisogno di contanti, mentre un fondo pensione potrebbe avere contanti di cui non ha bisogno durante la notte. Attraverso un accordo di riacquisto, la banca darebbe il Buono del Tesoro al fondo pensioni in cambio dei contanti, convenendo di ricomprarlo il giorno seguente al prezzo originale maggiorato dell'interesse. In breve, la banca prende a prestito durante la notte ed il fondo pensioni riceve l'interesse sul prestito. I dettagli sono mostrati nella figura qui sotto.

In altre parole, un repo è come un'ipoteca con la durata di una notte. Nello stesso modo in cui una persona impegna la sua casa verso la banca in cambio di un prestito, un'istituzione finanziaria dà in garanzia un titolo pubblico alla Fed in cambio di fondi. Il Desk della Federal Reserve di New York si impegna in accordi di riacquisto ogni mattina (il tempo esatto varia). Normalmente l'ammontare varia da 2 a 20 miliardi di dollari. La maggior parte di questi accordi avviene durante la notte, ma i repo standard possono durare fino a 14 giorni. I 35 miliardi di venerdì 10 agosto erano la somma più ingente dopo quelle immesse nei giorni successivi agli attacchi terroristici dell'11 settembre. Il record fu di 81,25 miliardi di dollari del 14 settembre 2001.

Come paga il repo la Fed? Dove prende il denaro?

C'è una differenza importante tra ciò che succede quando due istituzioni finanziarie private si vogliono impegnare l'un l'altra in un repo e cosa succede quando è coinvolta la Fed.

Quando il fondo pensioni si impegna in un repo con una banca, il fondo pensioni trasferisce dei contanti alla banca. Guardando ai libri contabili delle due istituzioni, vediamo che il saldo di cassa di uno è sceso (il fondo pensioni) e dell'altro (la banca) salito, per un totale di zero. Quando la Fed si impegna in un repo, accredita semplicemente nel fondo di riserva della banca denaro che crea (comunque per una durata molto breve). In altre parole, quando la Fed vuole impegnarsi in un repo, o in un qualsiasi acquisto per questa ragione, può semplicemente creare una passività per farlo. È come se avesse una carta di credito senza limiti dove il conto non viene mai presentato.

Che succede se i bond usati nei repo durante la notte perdono valore?

Quando la Fed si impegna in un repo la banca (o chi commercializza i titoli) – ciò che è chiamato la "controparte" – concorda di riacquistare il titolo a un prezzo fisso senza così badare a ciò che succede nei mercati. Sono queste le banche che intascano i guadagni o soffrono le perdite che derivano dall'oscillazione dei prezzi. Il solo rischio a cui va incontro la Fed è che la controparte fallisca e non possa onorare l'impegno. Poiché si tratta di banche di grandi dimensioni e poiché i repo sono a brevissimo termine, si tratta di un avvenimento alquanto improbabile.

Questo può avere effetti sul deficit del bilancio pubblico?

No. Le operazioni della banca centrale non hanno niente a che fare con la politica fiscale – tasse, decisioni sulla spesa e sul debito delle amministrazioni – e riguardano solo il tasso d'interesse e la quantità di riserve nel sistema bancario. La Federal Reserve è il banchiere del Governo Federale – accettando ed effettuando pagamenti, emettendo il debito quando vuole, ecc. – ma le due istituzioni non sono materialmente collegate. (Sto semplificando un po', poiché esiste un collegamento esoterico che crea un impatto quantitativamente trascurabile).

Che cos'è la liquidità e perché è così importante?

La ragione ufficiale per questi interventi massicci è che la liquidità si era prosciugata. Sfortunatamente, la liquidità è uno di quei termini che assume significati diversi a seconda delle persone. Nel glossario nel mio libro di testo *Denaro e Banche*, definisco la liquidità come "la facilità con cui un bene può essere trasformato in un mezzo di pagamento come il denaro". Cioè, quando un bene è liquido è facile da vendere in grandi quantità senza modificare i prezzi del mercato. Quando qualcosa è illiquido è difficile da vendere. Le persone non desiderano comprare qualcosa che non possono vendere facilmente. Se sono preoccupate che possa essere difficile o costoso vendere un bond che desiderano comprare, abbasseranno il prezzo che sono disposti a pagare, presumendo che qualcuno sia comunque disposto a comprarlo. Perché i mercati finanziari funzionino bene, deve essere economico e facile sia comprare che vendere titoli. Quando la liquidità di mercato viene meno, i mercati finanziari si fermano.

Questa forma di liquidità potrebbe essere meglio etichettata come "liquidità di mercato" per distinguerla da ciò che chiamerei "prestito di liquidità". Prestare liquidità è il termine che lego al concetto che si poteva trovare nelle notizie recenti. Ricordate probabilmente di aver letto o ascoltato di "ammontare enormi di liquidità rovesciati/immessi nel sistema". Si voleva dire, penso, che l'offerta di prestiti era abbondante, così che era facile prendere a prestito a tassi favorevoli. Detto diversamente (e usando un certo gergo tecnico) significa che le variazioni sul rischio erano basse ed insensibili alla situazione patrimoniale di coloro che ricevevano il prestito. Cioè, il premio per il rischio pagato da chi riceve il prestito è

basso e non aumenta prestandogli altre somme aggiuntive, che dovrebbero essere più rischiose.

La crisi del 1998 fu l'ultimo caso in cui la liquidità del mercato venne meno su una scala più grande di quella che osserviamo oggi. Allora fu difficile persino scambiare i titoli del Tesoro degli Stati Uniti, il mercato finanziario più liquido che esiste. Finora, le cose non sono ancora arrivate a tal punto. Infatti, salvo alcune eccezioni, i mercati sembrano operare normalmente.

35 miliardi di dollari sono molti soldi. O no?

Per vedere questa cifra sotto un'altra prospettiva dobbiamo capire a che cosa sono serviti questi fondi. Quando la Fed inietta "soldi" nel sistema finanziario ciò che fa è generare fondi chiamati "fondi di riserva". E' lì che vanno a finire i soldi. Le banche commerciali hanno depositi presso la Fed (voi ed io non possiamo averne uno). Quelli sono i conti correnti delle banche, con l'eccezione che non pagano interessi. Poiché non riceve interessi sui fondi di riserva, ogni banca tende a ridurre al minimo questi saldi.

Le banche tengono le riserve presso la Fed per tre motivi principali: (1) Viene loro richiesto di tenerli. (2) Ne hanno bisogno per svolgere le loro attività, in questo modo possono soddisfare le richieste dei clienti che vogliono ritirare i soldi oppure possono effettuare pagamenti ad altre banche. E (3), è prudente fare così; le riserve fungono da fondo d'emergenza della banca, sono sempre lì pronte nell'eventualità che accada qualche evento sfavorevole .

E allora: 35 miliardi è un numero grande, oppure no?

Ecco alcuni numeri che ci possono aiutare a capire:

(1) Le riserve totali nel sistema bancario degli Stati Uniti per le due settimane che si concludono il 1° agosto 2007 sono state in media 45 miliardi di dollari, di cui approssimativamente 12 miliardi sono stati tenuti come depositi di riserva presso la Fed. Il resto è tenuto in contanti in cassaforte, il che conta comunque.

(2) Le riserve eccedenti, quelle al di sopra dell'ammontare obbligatorio richiesto dalla Fed, si aggirano normalmente al di sotto di 2 miliardi.

(3) Di solito in un giorno la quantità lorda di trasferimenti interbancari è 4 trilioni di dollari (4000 miliardi di dollari). Questi comprendono i 1600 miliardi in fondi che vengono utilizzati per acquistare e vendere vari tipi di bonds (soprattutto bond del Tesoro degli Stati Uniti) .

Guardando questi numeri, in primo luogo vediamo che l'azione della Fed di venerdì ha aumentato le riserve del sistema bancario per più del 75 per cento. Di maggior rilevanza, l'aggiunta di 35 miliardi ha aumentato il volume delle riserve di 4 volte. In secondo luogo, l'aumento era 10 volte superiore al livello normale delle riserve eccedenti (anche se per motivi complessi è difficile sapere oggi esattamente quanto aggiungerà alle riserve eccedenti medie).

In conclusione, va notato il fatto piuttosto sorprendente che durante i periodi normali il sistema bancario usa 12 miliardi per generare 4000 miliardi in transazioni quotidiane. Cioè in media un dollaro in un conto di riserva è usato più di 300 volte AL GIORNO. Poiché le riserve non pagano l'interesse, le banche hanno un grande incentivo per economizzare sul loro uso – questo è abbastanza efficiente. (Questa è inoltre la ragione per cui le riserve in eccesso sono così basse).

Se le banche fanno queste operazioni ogni giorno ciò ci suggerisce che sanno come farlo; ma conderando il fatto che usano i fondi così tante volte, se qualcuno inizia ad accumulare le riserve potenzialmente potrebbe inceppare il meccanismo. La conclusione è che 35 miliardi di dollari sono una cifra molto grande: tre volte il livello normale delle riserve che le banche detengono.

Perché le banche hanno avuto bisogno di questi soldi?

È facile spiegare perché la Fed abbia utilizzato operazioni di mercato aperto per immettere 81,25 miliardi di dollari il 14 settembre 2001 come conseguenza degli attacchi terroristici del 9/11. L'impossibilità per le persone di raggiungere i loro uffici nel centro di New York aveva

fatto sì che alcune grandi banche rimanessero chiuse. Tuttavia quelle banche continuavano a ricevere dei pagamenti da altre banche, senza poterne fare a loro volta altri in uscita. I fondi fluivano in alcuni enormi conti di riserva, ma non uscivano. Alcune grandi banche succhiavano la linfa vitale del sistema finanziario. La settimana scorsa la miccia sembra essere stata la caduta continua del valore di certi titoli garantiti da ipoteca. I titoli garantiti da ipoteca sono emessi a fronte di un unico pacchetto di tantissime ipoteche e poi diviso in titoli che vengono collocati sul mercato. I proprietari di questi titoli ricevono una parte dei pagamenti effettuati dai proprietari delle abitazioni che hanno preso a prestito i fondi. Questi pacchetti creano una forma di assicurazione. Allo stesso modo le società di assicurazioni automobilistiche conoscono la frazione di assicurati che avrà incidenti (ma non esattamente quali individui); così per i pacchetti di ipoteche gli investitori possono prevedere le insolvenze e quindi la probabilità di rimborso.

Ci sono numerosi tipi di titoli garantiti da ipoteca, ma quelli che sono entrati in crisi sono quelli chiamati del segmento "subprime" del mercato. I mutuatari subprime sono principalmente persone con basso reddito/credito i quali non hanno i requisiti per poter ottenere un'ipoteca standard. E' chiaro che fare credito a questo tipo di persone è rischioso. E quando le cose sono rischiose, a volte non vanno per il meglio. Questo è ciò che è accaduto.

Ma finora, i problemi nel mercato delle ipoteche subprime sono relativamente piccoli. Attualmente, le perdite sono valutate intorno a non più di 35 miliardi di dollari, equivalente ad un ribasso del mercato azionario di circa 0,2 punti percentuali. (La settimana scorsa il valore delle azioni scambiate nei mercati statunitensi è diminuito di un 1,5 per cento, ovvero 7 volte il declino totale previsto del valore di queste ipoteche).

I problemi di questo piccolo segmento del sistema finanziario si sono trasmessi al resto del mercato. Quando gli investitori scoprono di aver sottovalutato i rischi in un luogo, cominciano a interrogarsi sulla loro capacità di valutare esattamente i rischi in qualsiasi altro luogo.

Allora accadono due cose. Primo, i prezzi delle attività finanziarie rischiose cadono. Il rischio richiede compensazione e maggiore è il rischio, maggiore dev'essere il compenso. Secondo, le persone fuggono dalle attività rischiose e di difficile valutazione e mettono i loro soldi in attività sicure, ciò che viene chiamato "una fuga verso la qualità" ("flight to quality"). La fuga verso la qualità si riflette in un aumento dei prezzi dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti ed in un afflusso di fondi nel sistema bancario.

Così, il primo motivo per cui le banche hanno bisogno delle riserve è quello di servire i clienti che hanno messo i loro soldi nei conti correnti.

Ma gli investitori individuali non sono gli unici ad aver ridotto la loro tolleranza al rischio. Le banche fanno lo stesso. Che le banche abbiano ridotto la tolleranza al rischio è dimostrato da due importanti fatti, i quali hanno provocato, una maggior richiesta di fondi di riserva. Il primo è che le banche desiderano semplicemente un cuscino di liquidità più ampio contro la possibilità di perdite. Questo è abbastanza chiaro.

Il secondo motivo per cui le banche hanno bisogno di maggiori riserve è che sono diventate meno disposte a prestare le loro riserve alle altre banche.

Esiste un enorme mercato interbancario per i prestiti che avvengono durante la notte. E' chiamato il "mercato dei fondi federali" ed il tasso di interesse applicato su questi prestiti da un giorno all'altro (overnight) è il "tasso sui fondi federali". Il tasso sui fondi federali è fissato dalla Federal Reserve. In un giorno normale (non come giovedì e venerdì della settimana scorsa) le banche sono disposte a fare prestiti nelle prime ore della giornata anche se ciò può significare rimanere temporaneamente allo scoperto sui propri conti. (Sì, posso farlo).

Le banche che hanno emesso allo scoperto alla mattina e che non ricevono i pagamenti per portare i loro conti di riserva nuovamente in positivo per la fine del giorno, possono sempre uscire e prenderli a prestito. Bene, sembra che le banche nell'ultima settimana non fossero più disposte a comportarsi allo stesso modo, con il risultato che è diventato molto difficile ottenere prestiti tardi nella giornata. La conclusione di questa spiegazione molto prolissa è che le banche hanno voluto tenere il livello delle riserve sostanzialmente più alto. In queste condizioni, mantenere il tasso sui fondi federali al livello previsto di 5,25 per cento - ciò che

dovrebbe fare ogni giorno l'Open Market Desk della Federal Reserve di New York – significa impegnarsi in enormi operazioni.

1) Si possono trovare tutti i dettagli guardando i dati storici sul sito della Federal Reserve <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/temp.cfm>. Tutte le transazioni sono aggiunte non appena concluse.

2) Martedì, la BCE ha fornito 17,5 miliardi di euro attraverso le sue regolari aste settimanali, più 7,5 miliardi attraverso operazioni fine-tuning.

3) Esistono due tipi di contratti: general collateral e special repo. Il primo, per il quale non viene indicato il titolo sottostante, ha come finalità la concessione di un finanziamento garantito da titoli, che permette di ridurre i rischi di controparte; il secondo tipo, che presenta di norma tassi di interesse più bassi del primo, ha come obiettivo principale il prestito di un titolo specifico.

4) Il Desk pubblica un bando di gara, dichiarando solitamente il termine del repo ed il tipo di prestito che accetterà. Le banche e i broker sottoscrivono le loro offerte - quantità e prezzi - e il responsabile della Fed decide quanto accetterà. Ci sono tre tipi di prestiti: i titoli del Tesoro degli Stati Uniti, i titoli dell'agenzia degli Stati Uniti (emessi da soggetti come Fannie Mae e l'Amministrazione della piccola impresa) e sicurezze garantite con un'ipoteca. In media le offerte sono approssimativamente 5 volte superiori a quello che viene accettato per i titoli del Tesoro, 10 volte a quello per i titoli dell'agenzia e a 15 volte quello garantito con un'ipoteca.

5) La Fed intraprende le transazioni soltanto con 21 primary dealer. Questi accettano di lanciare o fare offerte quando la Fed opera nel libero mercato, forniscono le informazioni allo open market trading desk e partecipano attivamente alle aste dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti quando i bond, note, e bandi vengono inizialmente venduti.

6) Possiamo capire meglio il funzionamento del mercato guardando il comportamento dei dealer. Quando un mercato funziona normalmente, la differenza fra il prezzo che offrono per comprare e quel che chiedono per vendere – il margine di offerta/riciesta - sono molto piccole e sono disposte a quotare un singolo prezzo per una grande quantità. Nella crisi del 1998 ci fu un breve periodo in cui la differenza tra offerta/riciesta per i bond del Tesoro di Stati Uniti era 10 volte normale e la quantità per cui i commercianti erano disposti a tenere il prezzo era un decimo del normale.

7) se desiderate saperne di più, utilizzate questo link [www.federalreserve.gov/paymentsystems/fedwire/default.htm](http://www.federalreserve.gov/paymentsystems/fedwire/default.htm).

8) quando il General Open market Committee "fissa il tasso di interesse" realmente istruisce l'Open Market Desk a provare e mantenere il tasso su fondi federali, determinato dalle banche nel mercato per i prestiti notturni, vicino ad un obiettivo specifico. Il Desk assolve al suo compito fornendo la quantità di riserve che pensa serva al sistema bancario per mantenere quel prefissato tasso. Per motivi in qualche modo complessi, la Fed non determina realmente il tasso.