

La strana storia di uno spread insolito

Mentre i rotocalchi finanziari, la CNBC, Mentana, Vespa e Lilly Gruber parlando della correzione azionaria, dello scandalo Facebook e dei dazi sull'acciaio introdotti dall'amministrazione Trump, c'è poca attenzione su un fenomeno insolito che da qualche mese sta affliggendo una delle aree più importanti del sistema finanziario mondiale: il mercato interbancario.

Da fine 2017 infatti, lo spread tra il tasso Libor a 3 mesi in dollari (l'equivalente americano dell'Euribor) ed i tassi over-night attesi tra 3 mesi (Overnight Indexed Swap) è salito al massimo dal 2009.



Forse adesso capirete perché nessuno ne parla nei giornali: per i non addetti ai lavori questa informazione è inutile, incomprensibile e noiosa. Sappiamo anche che molti di voi cestineranno immediatamente la newsletter da qui a poco, ma forse masochisticamente, sentiamo ogni tanto la necessità di trattare argomenti un po' più tecnici seppur di difficile comprensione.

Il motivo è semplice, ci sono due o tre ambiti dei mercati che hanno un'importanza vitale per gli equilibri del sistema finanziario odierno e quando vi sono dei movimenti strani o straordinari in questi settori, dobbiamo darne notizia. Il mercato monetario in generale ed il mercato interbancario in particolare è sicuramente uno di questi ambiti, non solo perché in termini di volumi fa impallidire quasi tutti gli altri mercati, ma perché il Libor e l'Euribor sono i tassi che regolano "biliardi e biliardi" di contratti finanziari bilaterali accessi tra banche, aziende e privati (si pensi per esempio ai mutui sulla casa o ai prestiti aziendali).

Ma cos'è allora questo "3 months Libor-OIS spread", perché è importante e soprattutto perché sta continuando a salire?

Il Libor a 3 mesi è il tasso medio che le banche pagano nel mercato interbancario internazionale per prestarsi dollari con una scadenza di 3 mesi. Per esempio Deutsche Bank si alza la mattina e capisce di aver bisogno di 1 miliardo di USD per tre mesi e chiede un prestito a JP Morgan, la quale glielo concede ad un tasso d'interesse che sarà circa pari al Libor a 3 mesi. Ogni giorno le banche mondiali si scambiano dollari pagandoli al Libor, che quindi è a tutti gli effetti un indicatore del costo medio del denaro in dollari per le principali banche mondiali. Similmente l'Euribor sarà il costo del denaro per le transazioni tra banche in Euro.

Continuando con il nostro esempio, Deutsche Bank avrebbe un'altra possibilità per reperire la liquidità in USD di cui ha bisogno. Essa potrebbe chiedere un prestito giornaliero a JP Morgan e rinnovarlo giorno dopo giorno per 3 mesi. In questo caso la banca tedesca pagherà nel corso dei tre mesi un tasso pari all'Overnight Indexed Swap o OIS per gli amici.

La differenza tra Libor e OIS è semplice, ma importante. Nel prestito a Libor, JP Morgan vincola la liquidità per 3 mesi, mentre nel prestito a OIS la vincola per un giorno ed il giorno successivo può decidere se terminare la linea di credito o rinnovarla.

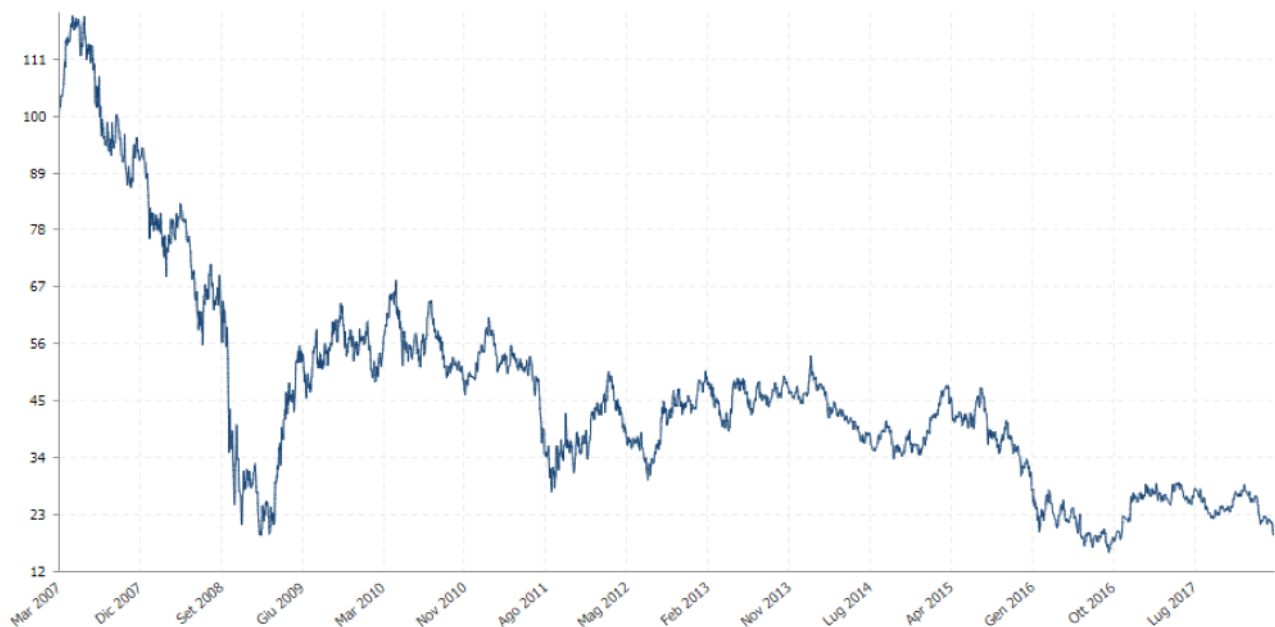
Un Libor-OIS spread in aumento ci suggerisce quindi che le banche sono più restie a prestarsi dollari a 3 mesi piuttosto che a un giorno e per farlo richiedono quindi un premio al rischio o extra-rendimento.

Secondo alcuni articoli pubblicati in questi giorni da Bloomberg, la principale causa dell'attuale dinamica in corso è la riforma fiscale di Trump, che sta incentivando il rimpatrio dei dollari che le multinazionali americane detenevano all'estero. Questo sta creando la vendita dei "conti deposito" o delle obbligazioni a breve che le multinazionali avevano presso le banche, per liberare il denaro e farlo confluire negli USA. In sostanza i flussi di dollari dall'Europa, dall'Asia e dal resto del mondo verso gli USA stanno creando una scarsità di dollari in queste aree ed alzandone il costo nel mercato interbancario.

Un'altra causa del differenziale è dovuta alla enorme emissione di titoli a breve del tesoro americano in seguito all'innalzamento del limite sul debito deciso dal congresso americano negli ultimi giorni. La forte offerta di titoli governativi a breve ha dirottato i dollari fuori dal sistema bancario e verso il tesoro, creando ulteriori tensioni nel mercato interbancario.

Alcuni infine si chiedono se l'innalzamento dello spread non sia dovuto al fatto che una o più banche abbiano qualche problema. L'aumento del rischio di credito e la mancanza di fiducia tra banche fu alle basi della crisi del 2009 e causò appunto un fortissimo innalzamento del Libor-OIS spread, come è possibile intuire dal grafico sopra riportato. Continuando con l'esempio precedente, JP Morgan nel concedere il prestito a 3 mesi potrebbe chiedere uno spread creditizio più elevato per compensare un'augmentata rischiosità percepita di Deutsche Bank. Da quello che leggiamo in giro tuttavia questa ipotesi sembra per il momento da scartare, anche perché non stiamo vedendo aumenti di spread simili sull'Euribor o il Libor in sterline: se una banca è più rischiosa lo è anche nelle transazioni interbancarie in Euro e Sterline.

Nel complesso quindi, seppur l'aumento dello spread sia dovuto a motivi straordinari e temporanei e non a rischi specifici delle banche, l'effetto su alcune banche non è certo positivo. Basti guardare per esempio il grafico delle azioni di Deutsche Bank.



Il colosso tedesco sta pericolosamente testando i minimi del 2016 ed i più maliziosi noteranno subito che anche in quel periodo il Libor-OIS spread era salito sopra i 40 punti. Le difficoltà di Deutsche Bank non sono solo legate al fenomeno in questione, ma l'innalzamento dello spread potrebbe portare ad un aumento del costo della liquidità, causando una minore marginalità e a possibili future incertezze sul titolo.

Ecco quindi che la persistenza delle tensioni nel mercato interbancario potrebbe scatenare una profezia autorealizzante capace di generare una mini crisi di liquidità presso qualche istituto. In questo contesto le azioni Deutsche Bank, lo spread Libor-OIS in dollari e lo spread Euribor-OIS in Euro sono tre grafici da tenere sempre a portata di mano.

Ma gli effetti collaterali di questo aumento del Libor-OIS spread non finiscono qui. Infatti, molti mutui e finanziamenti a tasso variabile concessi dalle banche ad imprese e famiglie sono indicizzati al Libor a 3 mesi.

Se il Libor aumenta vuol dire che imprese e famiglie stanno pagando più interessi a parità di tasso di politica monetaria. In sostanza il costo del denaro in dollari per l'economia reale sta aumentando più di quanto la banca centrale americana vorrebbe. Chiaramente nel breve termine l'effetto sui piani d'investimento di imprese e famiglie è minimo, ma più lo spread resterà elevato e più il fenomeno verrà diffuso dall'opinione pubblica, più le imprese e le famiglie potrebbero diminuire i loro piani d'investimento con un effetto negativo sull'economia reale.

Non vogliamo sminuire l'importanza dello scandalo Facebook o delle politiche protezionistiche di Trump, ma la persistenza o il peggioramento delle tensioni del mercato interbancario potrebbe avere un effetto di gran lunga peggiore sull'andamento dei mercati finanziari in un sistema economico super-indebitato come il nostro.

Concludiamo con un'osservazione. Ma se ci sono tensioni di liquidità nell'interbancario per scarsità di dollari, non dovremmo vedere una rivalutazione del dollaro nei confronti delle altre principali valute? Seppur la risposta sia teoricamente sì, il dollaro sta scambiando oggi ai valori minimi dal 2015 nei confronti delle altre principali valute. Non ci resta che concludere che i mercati, per ora, pensano che l'innalzamento del Libor-OIS spread sia temporaneo, così come la scarsità di dollari nell'interbancario.