

## Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario

La possibilità che si riduca in misura considerevole lo stock dei titoli in essere del Tesoro americano induce a domandarsi in che modo potrebbe funzionare in loro assenza il più vasto mercato del reddito fisso in dollari USA. Finora gli operatori hanno fatto ampiamente ricorso a tali titoli come parametro di riferimento per la fissazione del prezzo di altri valori, come strumento per costituire posizioni di copertura e speculative sulla durata finanziaria e sulla volatilità, come base per i contratti futures e come garanzia a fronte di crediti.

Una risposta a tale questione può essere ricercata risalendo indietro nel tempo di quasi un secolo, per osservare come funzionasse il mercato obbligazionario USA nel periodo anteriore alla prima guerra mondiale, allorché il debito pubblico americano era di entità esigua. A quell'epoca, tuttavia, mancavano molti degli strumenti che occupano oggi un posto importante nei mercati finanziari, come i titoli emessi a fronte di prestiti ipotecari, i futures e le opzioni. Di conseguenza, potrebbe essere difficile trarre conclusioni affidabili da quella esperienza passata. La presente nota affronta la questione analizzando lo spostamento del ruolo di benchmark dai titoli del Tesoro ad altre passività intervenuto nel *mercato monetario* del dollaro nell'arco dell'ultima generazione, al fine di ricavare indicazioni sul modo in cui potrebbero evolvere i ruoli rispettivi nel *mercato obbligazionario*. L'analisi prende pertanto in considerazione un'epoca in cui erano in uso i moderni strumenti finanziari.

Nel mercato monetario si è avuto uno spostamento delle preferenze ...

... che ha portato all'adozione di un nuovo benchmark

Il dato principale emergente da questa analisi è che durante i due ultimi decenni gli strumenti privati hanno eclissato i titoli di Stato come benchmark sul mercato monetario del dollaro anche in presenza di un rapido aumento del debito pubblico. Il ricambio è avvenuto mediante un processo di "ribaltamento" delle preferenze, che ha visto gli operatori spostare il loro favore da uno strumento a un altro in sintonia con la scelta prevalente degli altri. Più di recente, nel mercato obbligazionario si è osservato un minore ricorso ai titoli pubblici come valori di riferimento, ed è ben possibile che tale tendenza sarebbe proseguita anche senza una riduzione del debito pubblico in essere. In questo caso, una contrazione durevole dell'offerta di obbligazioni del Tesoro USA non farebbe che accelerare un processo già in atto.

## Spostamento dei benchmark nel mercato monetario

Sul mercato monetario del dollaro i Treasury bills svolgevano un tempo un ruolo preminente come riferimento di prezzo, strumento di copertura e di posizionamento e come base per i contratti futures. Venticinque anni fa, in aggiunta al ben sviluppato mercato a contante venne introdotto un contratto future sui Treasury bills a tre mesi. Il contratto ebbe grande successo, e già nell'estate 1982 il volume giornaliero delle operazioni in questo strumento effettuate dagli operatori dichiaranti superava quello delle transazioni sul mercato a contante.

Nel 1981 fu anche lanciato un contratto future su una serie di certificati di deposito di grandi banche statunitensi, con consegna dei certificati di una qualsiasi delle prime 10 istituzioni. Dopo un iniziale successo, a partire dall'agosto 1982 il contratto fu vittima di una maggiore selettività degli investitori a riguardo del merito creditizio delle singole istituzioni in seguito alla crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo. Di fatto, iniziò a operare una variante della legge di Gresham, per cui i certificati delle banche ritenute meno solide, potendo essere acquistati a minor prezzo, erano quelli regolarmente dati in consegna. In conseguenza di questa situazione, in cui "il credito cattivo scacciava il credito buono" e il prezzo del future era condizionato dagli eventi in America latina, il contratto cadde in disuso.

Nella primavera 1982, tuttavia, era iniziata a Chicago la negoziazione di un future, di migliore concezione, sui tassi bancari. Il contratto sull'eurodollaro, basato su una media troncata dei tassi quotati da un gruppo di primarie banche internazionali situate a Londra, consentiva un regolamento differenziale in contante. Nel settembre dello stesso anno veniva lanciato a Londra un contratto analogo, che prevedeva sia la consegna materiale che il regolamento in contante (per non contravvenire alla legislazione britannica sul gioco d'azzardo). Le contrattazioni in questi due strumenti crebbero lentamente, favorite nel caso del contratto di Chicago dalla vicinanza della sua "corbeille" a quella del Treasury bill, ciò che facilitava la negoziazione del cosiddetto TED spread, ossia il differenziale di rendimento fra il titolo del tesoro USA e l'eurodollaro. Ma nel 1984 le contrattazioni nel future sull'eurodollaro presero il volo, superando già in quell'anno il volume dei contratti sul Treasury bill (grafico 1, diagramma di sinistra).

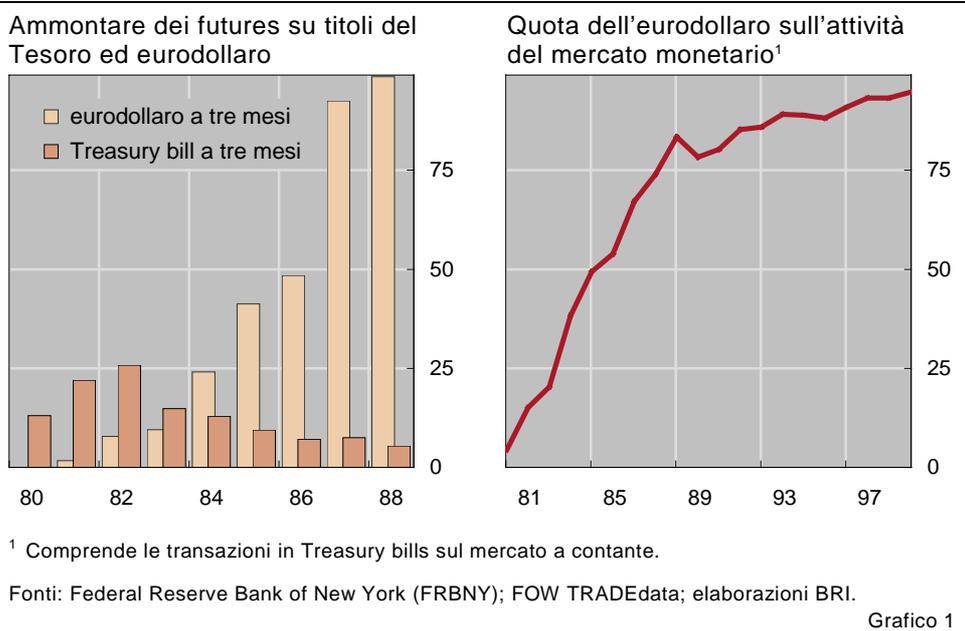
Questo sorpasso appare tanto più sorprendente in quanto il contratto sul Treasury bill, a differenza di quello sull'eurodollaro, era avvantaggiato dal fatto di basarsi su uno strumento intensamente trattato. Inoltre, esso aveva nel gettito fiscale del Tesoro USA una più solida base di credito ed era già affermato prima della comparsa del concorrente. Quali fattori spiegano dunque la sua estromissione ad opera del contratto sull'eurodollaro come strumento di riferimento più usato sul mercato monetario del dollaro? La ragione più probabile è che il superiore merito di credito del Treasury bill abbia agito in suo sfavore. Una banca che intendesse gestire la propria combinazione di attività e passività a breve termine, o posizionarsi nei riguardi dell'evoluzione dei tassi

Il contratto sull'eurodollaro introdotto a Chicago nel 1982 ...

... dopo soli due anni sopravanza il contratto sul Treasury bill

## Titoli del Tesoro USA e strumenti privati del mercato monetario del dollaro

Media giornaliera delle transazioni, in miliardi di dollari USA e in percentuale



Il tasso sull'eurodollaro ricalca meglio i rendimenti dei titoli privati

d'interesse di mercato, trovava nei tassi sull'eurodollaro un'approssimazione dei propri tassi marginali passivi e attivi assai più accurata di quella offerta dai rendimenti dei Treasury bills. Analogamente, un operatore intenzionato a coprire il proprio portafoglio di strumenti a breve - come certificati di deposito, accettazioni bancarie e carta commerciale - si rendeva conto che il tasso sull'eurodollaro seguiva i tassi di questi strumenti privati meglio del titolo di Stato. La copertura di un tale portafoglio mediante una posizione corta in futures sul Treasury bill esponeva l'operatore al cosiddetto rischio di base, ossia al rischio di un ampliamento del TED spread.

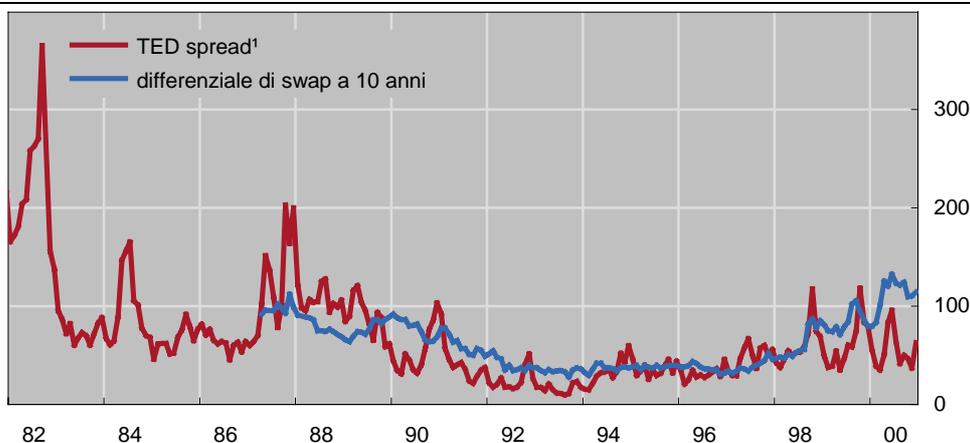
Una "fuga verso la qualità" nel 1984 mette in crisi le coperture attuate mediante Treasury bills

Taluni episodi traumatici intervenuti sul mercato monetario misero in chiara evidenza il rischio connesso con l'uso di un rendimento di Stato come proxy dei tassi privati. Nella primavera del 1984 il dissesto della Continental Illinois provocò una "fuga verso la qualità" che condusse a un brusco aumento del TED spread (grafico 2). La copertura approssimata di posizioni lunghe in titoli privati mediante posizioni corte in Treasury bills fallì completamente lo scopo, generando perdite da entrambi i lati per effetto del calo di prezzo dei valori privati e del contestuale rincaro dei titoli del Tesoro.

Il verificarsi di improvvise ampie variazioni dello spread poteva anche essere originato da squilibri fra domanda e offerta. Nella primavera del 1987, alla forte richiesta di Treasury bills da parte delle banche centrali intervenute a sostegno del dollaro fece riscontro una minore offerta del Tesoro USA, dovuta a un imprevisto aumento del gettito fiscale. Episodi di questo genere costrinsero gli operatori a rivedere le loro strategie tradizionali al punto da intaccare il forte vantaggio in termini di liquidità dell'affermato contratto sul Treasury bill.

## Differenziale di rendimento fra titoli del Tesoro USA e strumenti privati

in punti base



<sup>1</sup> Misurato come media mensile del differenziale di rendimento fra Treasury bill ed eurodollaro a tre mesi.

Fonti: Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico 2

La sostituzione del titolo pubblico da parte di uno strumento privato ha avuto la tendenza ad autorafforzarsi, con un processo di “ribaltamento” delle preferenze tipico di una situazione strategica in cui i vantaggi di una data scelta per un operatore dipendono in maniera positiva da una scelta analoga di altri operatori<sup>1</sup>. Nel caso in questione, via via che le banche o gli intermediari mobiliari spostavano la propria preferenza dal contratto sul Treasury bill a quello sull'eurodollaro, quest'ultimo guadagnava in spessore e liquidità, divenendo così più attraente per altri operatori. Il processo non è giunto al limite estremo, nel senso che il contratto sull'eurodollaro, pur sopravanzando di gran lunga il Treasury bill sui mercati dei futures, non lo ha però estromesso completamente (grafico 1, diagramma di destra)<sup>2</sup>.

La dinamica del cambiamento di benchmark

Una questione interessante è se tale coesistenza vada vista come un esito di mercato oppure come la conseguenza di vincoli giuridici e istituzionali agenti in favore del Treasury bill. Ad esempio, le condizioni di tasso dei prestiti agli studenti patrocinati dalla US Student Loan Marketing Association hanno continuato a essere fissate con riferimento ai rendimenti del titolo pubblico fino al 1999, anno in cui le banche sono riuscite a persuadere il Congresso ad adottare come base un tasso privato<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Thomas C. Schelling, *Micromotives and Macrobehavior* (New York: Norton, 1978). Cfr. anche BRI, *70ª Relazione Annuale* (Basilea, giugno 2000), pagg. 126-128

<sup>2</sup> Marcia Stigum, in *The Money Market*, 3ª ediz. (Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1990), pag. 757, pone il quesito “Bill Futures: A Dying Contract?”.

<sup>3</sup> In risposta alle richieste delle banche, il Congresso aveva incorporato nella legge *Higher Education Amendments Act* del 1998 una direttiva rivolta al Congressional Budget Office affinché questo esaminasse la possibilità di cambiare il tasso di riferimento applicato ai

## Spostamento dei benchmark nel mercato obbligazionario?

Uno spostamento nel mercato obbligazionario presuppone un solido benchmark privato

È logico attendersi che anche nel mercato obbligazionario il ruolo di benchmark venga assunto da un tasso privato? La trattazione che precede fa ritenere che questa eventualità dipenda dalla disponibilità di un solido benchmark privato e dal verificarsi di movimenti traumatici nel differenziale di rendimento fra titoli privati e pubblici.

È poco probabile che uno strumento privato prenda il posto delle obbligazioni del Tesoro USA in difetto di un tasso standardizzato. Quel che occorre è una qualche misura convenzionale per il segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti, sul modello di una media dei tassi a tre mesi quotati da un gruppo ristretto di banche, che offra un riferimento privato omogeneo e di elevata qualità creditizia al mercato monetario del dollaro. Le medie storiche disponibili dei rendimenti delle obbligazioni private ad alto rating non appaiono del tutto rispondenti allo scopo. Per contro, a partire dalla metà degli anni ottanta il mercato dei derivati OTC offre un'alternativa attraente: il tasso fisso che le maggiori banche sono disposte a corrispondere sugli swap di tasso d'interesse denominati in eurodollari.

Il tasso swap presenta vantaggi rispetto a una media dei rendimenti obbligazionari

Il tasso swap presenta diversi vantaggi rispetto a una media dei rendimenti delle obbligazioni in essere. Poiché i nuovi contratti swap con una data scadenza vengono negoziati quotidianamente, la scadenza stessa rimane costante da un giorno all'altro, diversamente dalla vita residua media cui è necessariamente riferito un indice calcolato sullo stock di titoli in essere. Inoltre, i nuovi tassi swap sono quotati alla pari e non subiscono così gli effetti fiscali e contabili che intervengono nel prezzo delle obbligazioni sul mercato secondario allorché queste sono negoziate al disotto o al disopra del valore nominale.

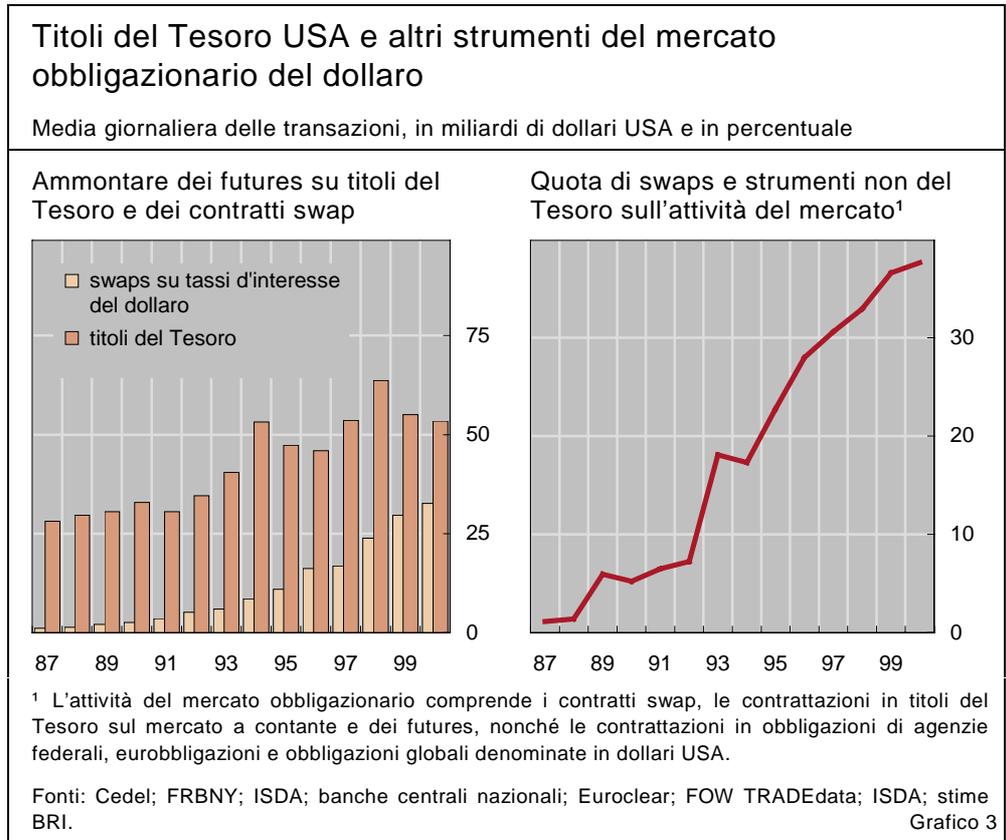
L'episodio di LTCM evidenzia i rischi di una strategia di copertura con titoli del Tesoro

Negli ultimi anni anche nel mercato obbligazionario si sono avuti episodi traumatici come quello della Continental Illinois nel mercato monetario. In particolare, il quasi dissesto di Long-Term Capital Management nel 1998 ha inferto un duro colpo alla prassi di coprire gli strumenti privati, come i titoli assistiti da garanzia ipotecaria o le obbligazioni societarie, mediante posizioni corte in Treasury notes e Treasury bonds sul mercato a contante o dei futures. Anche in questo caso, essendo la copertura soltanto approssimata, tali portafogli hanno subito perdite sia sulle posizioni lunghe in strumenti privati, sia sulle posizioni corte in titoli di Stato. Più di recente, gli annunci di riscatti del debito pubblico hanno agito nel senso di ampliare gli spread, allo stesso

---

prestiti agli studenti, sostituendo al rendimento dei Treasury bills il tasso sull'eurodollaro (Libor) o un altro tasso privato. Quindi, nel 1999, con la legge *Ticket to Work and Incentives Improvement Act*, il Congresso ha deciso di adottare temporaneamente come benchmark - fino al 2003 - il tasso sulla carta commerciale a tre mesi, che tende a muoversi in stretta sintonia con il Libor. Cfr. Congressional Budget Office, *A Framework for Projecting Interest Rate Spreads and Volatilities*, memorandum, gennaio 2000. La scelta del tasso sulla carta commerciale a tre mesi come benchmark per i prestiti in questione appare strana. Il fatto che questo tasso segua da vicino il Libor sembra essere l'unico elemento in suo favore. Stigum, op. cit., pag. 728, rileva che un contratto future su carta commerciale A-1 P-1 a 90 giorni non ha mai riscosso grande interesse, poiché il vero mercato è quello degli strumenti con scadenza originaria a 30 giorni o meno.

modo in cui gli squilibri fra domanda e offerta avevano in precedenza modificato i differenziali sul mercato monetario.



Grazie alla presenza di un benchmark funzionale e agli episodi di ampliamento traumatico degli spread, nel mercato obbligazionario gli strumenti privati stanno guadagnando terreno rispetto ai titoli del Tesoro USA. In altri termini, vi sono indicazioni che il ruolo di benchmark si stia spostando dalle obbligazioni pubbliche ai contratti di swap. Il volume delle negoziazioni in swap (e delle opzioni sui medesimi, o "swaptions") è aumentato rispetto a quello in futures e in opzioni su Treasury notes e Treasury bonds (grafico 3, diagramma di sinistra). Considerando anche le operazioni a contante si ottengono risultati analoghi in termini qualitativi (grafico 3, diagramma di destra). È particolarmente degno di nota il fatto che transazioni in titoli del Tesoro abbiano toccato il punto di massimo nel 1998, mentre quelle in strumenti privati hanno continuato a crescere. Se si confrontano i rispettivi diagrammi di sinistra e di destra dei grafici 1 e 3, si può osservare che negli odierni mercati obbligazionari il processo ha raggiunto uno stadio paragonabile a quello presente nei mercati monetari nella prima metà degli anni ottanta.

Indizi di uno spostamento del benchmark dai titoli del Tesoro ai contratti swap

Così come nel mercato monetario, in quello obbligazionario gli operatori tendono a seguire comportamenti gregari<sup>4</sup>. Ogni operatore che per la copertura

Ogni operatore che cambia strategia incentiva gli altri a imitarlo

<sup>4</sup> Il documento di presentazione del rapporto del CSFG *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications* (Basilea, 1999) esamina la tendenza della liquidità dei mercati dei titoli pubblici a concentrarsi nelle emissioni benchmark (cfr. in particolare le

di strumenti privati rinunci a usare i titoli del Tesoro di fatto sottrae liquidità a questo mercato e la apporta a quello degli swap, incoraggiando così gli altri operatori a fare altrettanto.

Gli swap continuano a essere negoziati fuori borsa ...

In prospettiva, nel mercato obbligazionario gli strumenti privati potrebbero tuttavia trovarsi in una posizione meno vantaggiosa rispetto a quella di cui beneficiavano i loro omologhi del mercato monetario nei primi anni ottanta. In particolare, nonostante talune iniziative per avviarne la contrattazione in una borsa organizzata, i contratti swap continuano a essere negoziati sul mercato OTC. Ciò sarebbe dovuto al fatto che la clientela richiede swap strutturati ad hoc, in funzione delle sue esigenze specifiche. Sebbene questa spiegazione sia in parte fondata, è indubbio che le banche primarie siano state riluttanti a passare da un mercato telefonico decentrato alla contrattazione accentrata presso una borsa. Questa struttura di mercato livellerebbe il merito creditizio degli operatori, intaccando così il vantaggio competitivo di quelli più quotati, ossia l'attuale preferenza dei clienti per alcune controparti di qualità relativamente elevata, essendo molti contratti di durata pluriennale. Si aggiunga che gli operatori più attivi possono altresì beneficiare di informazioni esclusive sul flusso di ordini. Nonostante la diffusione di requisiti di garanzia che consentono agli intermediari con più basso rating di accedere al mercato OTC degli swap, è probabile che quest'ultimo comporti costi di transazione maggiori e continui a essere meno liquido di un eventuale mercato regolamentato.

... ma il consolidamento globale nel settore bancario potrebbe condurre alla loro contrattazione in borsa

Il processo di globalizzazione in atto nel settore bancario potrebbe tuttavia rendere più difficile il mantenimento della negoziazione degli swap su una base esclusivamente OTC. La clientela attenta al rischio creditizio di controparte sta perdendo la possibilità di diversificare tale esposizione, specie nelle operazioni in strumenti derivati. La crescente concentrazione dei portafogli di swap potrebbe paradossalmente tradursi in forti pressioni verso la concentrazione ultima delle contrattazioni, ossia la borsa organizzata. In questo caso il rischio di controparte verrebbe ovviamente assunto dalla borsa stessa, subordinatamente all'adesione a schemi di ripartizione delle perdite da parte di tutti gli operatori aderenti.

## Conclusioni

Il timore che i moderni mercati obbligazionari non possano operare in modo efficiente in assenza dei titoli di Stato, in particolare del Tesoro USA, è probabilmente ingiustificato. Nel mercato monetario il Treasury bill ha già ceduto la posizione di preminenza alle passività bancarie, e un processo analogo

Una riduzione duratura del debito pubblico non farebbe che intensificare il ricorso a benchmark privati

---

pagg. 15-16). In uno dei documenti facenti parte dello studio *Liquidity in U.S. Treasury spot and futures markets*, Michael Fleming e Asani Sarkar analizzano la concentrazione della liquidità su specifiche scadenze, mentre in un altro (*The change of liquidity in the life cycle of Japanese government securities*) Hideaki Higo rileva che i titoli di Stato giapponesi nati come benchmark continuano a beneficiare di un più elevato volume di scambi anche molto tempo dopo aver perso tale status.

potrebbe essere in atto nel mercato obbligazionario. Il ruolo centrale del debito pubblico potrebbe rivelarsi nient'altro che un retaggio della finanza del periodo bellico, dal momento che in tempo di pace i mercati propendono naturalmente ad adottare benchmark privati. In quest'ottica, una riduzione duratura nella consistenza dei titoli di Stato non farebbe altro che accelerare un processo già ben avviato.

Anche accettando questo punto di vista, rimangono tuttavia seri interrogativi. In un contesto di offerta assai ridotta di passività pubbliche, un'eventuale "fuga verso la qualità" potrebbe determinare un ampliamento ancor più marcato degli spread fra strumenti pubblici e privati, con gravi conseguenze per i portafogli ancora esposti a questo rischio di base? E, in caso di scomparsa del debito di Stato, anziché una "fuga" dal segmento privato verso quello pubblico, non vi sarebbe piuttosto - come in epoche passate - una corsa alla moneta liquida?