

La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark¹

Per poter guidare correttamente le scelte dei prenditori e dei datori di fondi, i mercati finanziari dovrebbero incorporare tutte le informazioni disponibili sulle future prospettive dei mutuatari e sulla volontà degli investitori di differire il consumo e di assumere rischi. Il processo attraverso il quale i prezzi sul mercato del reddito fisso si adeguano alle nuove informazioni muovendosi verso il valore di equilibrio è più efficiente allorché gli operatori assegnano concordemente a certi strumenti una funzione di riferimento ("benchmark") nel fissare il prezzo di altri titoli. Negli ultimi decenni i mercati si sono serviti delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato per valutare il costo del credito su differenti orizzonti temporali. Le informazioni di prezzo circa le prospettive di inflazione e le altre grandezze macroeconomiche fondamentali erano desunte principalmente dai rendimenti delle obbligazioni di Stato. Tuttavia, anche taluni strumenti debitori del settore privato, e in particolare le obbligazioni garantite da ipoteca e gli swaps su tassi d'interesse, si prestano a fungere da benchmark, e di fatto essi vengono utilizzati in misura crescente a questo fine.

Il ruolo di benchmark dei titoli di Stato

I titoli di Stato possiedono caratteristiche uniche nei mercati finanziari

Il ruolo di benchmark dei titoli di debito pubblici deriva da vari fattori che, nel loro insieme, conferiscono a questi strumenti caratteristiche uniche nei mercati finanziari. In primo luogo, nella maggior parte dei paesi industriali lo Stato è percepito come il mutuatario più affidabile, e i titoli da esso emessi sono ritenuti sostanzialmente esenti dal rischio di insolvenza. Per tale ragione la curva dei rendimenti dei titoli di Stato è vista come la migliore proxy del tasso d'interesse nominale a rischio nullo. In secondo luogo, il grande ammontare di debito in essere e la fungibilità delle emissioni facilita le negoziazioni. Pertanto, i titoli di Stato, e in particolare quelli emessi per ultimi ("on-the-run"), sono in

¹ Il presente contributo monografico si rifà in ampia misura a uno studio compiuto da economisti di sei banche centrali e della BRI sui recenti cambiamenti intervenuti nei principali mercati mondiali del reddito fisso. Cfr. *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, ottobre 2001. Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI.

genere più liquidi degli strumenti privati. In terzo luogo, a causa dell'ingente fabbisogno di finanziamento e della loro durata nel tempo, i governi sono in grado di offrire una gamma di scadenze più vasta rispetto a molti altri prenditori, il che facilita la costruzione di curve dei rendimenti. Infine, la presenza di efficienti mercati pronti contro termine (pct) e derivati consente agli operatori di assumere posizioni corte e lunghe conformi alle loro attese circa la futura evoluzione dei tassi d'interesse.

L'utilità di una curva dei rendimenti quale benchmark per le informazioni di prezzo sui fondamentali macroeconomici dipende dalle determinanti della struttura per scadenze. Questa dovrebbe esprimere, per ogni dato momento, le aspettative correnti del mercato riguardo ai futuri tassi d'interesse a breve. In altre parole, nessun fattore al di fuori dei tassi a pronti attesi dovrebbe influire sistematicamente sui rendimenti a termine. Le analisi empiriche delle curve dei titoli di Stato generalmente non confortano la teoria della struttura per scadenze basata sulle sole aspettative. I tassi a termine insiti nella curva dei rendimenti di Stato sono influenzati, oltre che dai futuri tassi a breve, anche dal variare nel tempo dei premi di liquidità e a termine. Inoltre, i vari titoli presentano convessità disuguali, e ciò dà luogo a differenze di rendimento alle varie scadenze. Sui rendimenti paiono incidere anche fattori precipui, come le condizioni di offerta e di domanda dei singoli titoli. Ad esempio, Hattori et al. (2001) riscontrano che i rendimenti sul mercato dello yen variano a seconda dell'offerta relativa di titoli privati e pubblici. Altri studi hanno evidenziato come influisca anche l'offerta in termini assoluti (si veda oltre). Di conseguenza, i tassi a termine sui titoli di Stato tendono a fornire stime distorte dei futuri tassi a pronti.

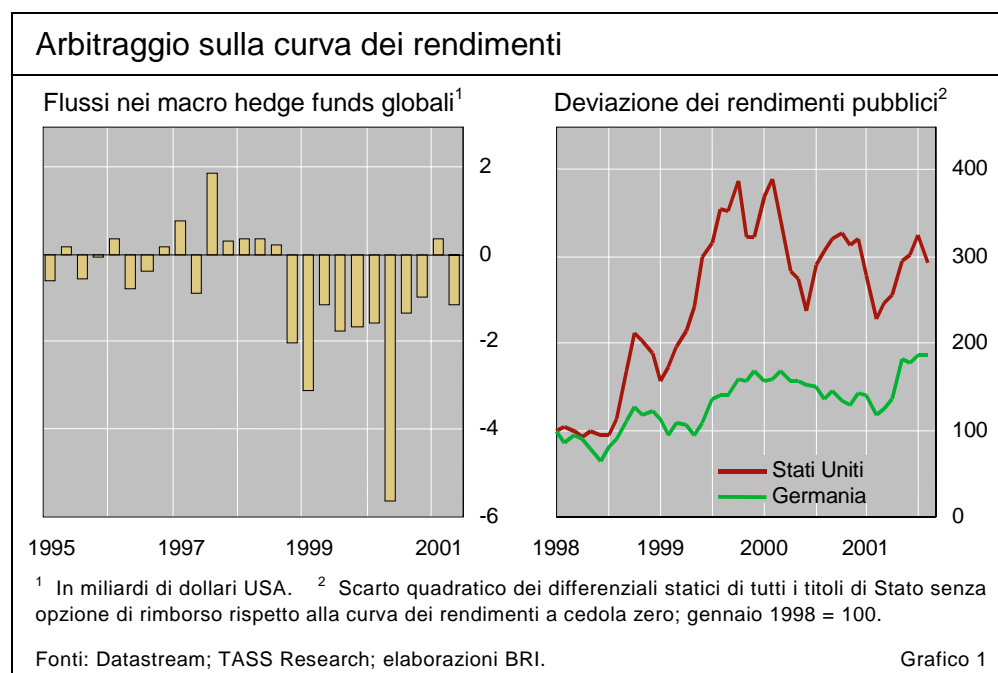
Negli anni più recenti l'importanza di fattori specifici nella determinazione dei rendimenti di Stato pare essere aumentata. La crisi finanziaria globale del 1998 ha indotto molti operatori, specie quelli attivi come market-makers, a riconsiderare le proprie strategie di gestione del rischio (CSFG (1999b)). In particolare, data l'accresciuta sensibilità al rischio di liquidità e alle correlazioni fra i diversi rischi, gli operatori primari e altri importanti attori del mercato obbligazionario sono divenuti meno propensi a impegnarsi in operazioni di arbitraggio. Il tracollo di diversi hedge funds globali sulla scia della crisi del 1998 – tre dei più celebrati fondi (Long-Term Capital Management, Tiger e Quantum) sono stati liquidati o ristrutturati – è indicativo della mutata filosofia di investimento (cfr. grafico 1 e Tsatsaronis (2000)). Una conseguenza di ciò è che le anomalie di prezzo osservabili nel diagramma di destra del grafico 1, che in passato tendevano a scomparire rapidamente, durano ora più a lungo.

La crisi del 1998 ha inoltre evidenziato i rischi insiti nell'impiego dei titoli di Stato e dei connessi derivati per coprire posizioni in altri valori, una prassi comune prima d'allora. Il periodico alterarsi della relazione normalmente stabile fra i rendimenti dei due settori aveva in passato costretto gli operatori a riconsiderare l'impiego dei Treasury bills per la copertura di strumenti privati del mercato monetario in dollari, inducendoli infine ad assumere come riferimento il tasso sull'eurodollaro (McCauley (2001)). Gli eventi dell'agosto-

I rendimenti pubblici risentono della diminuita attività di arbitraggio ...

... di un deterioramento della liquidità ...

ottobre 1998 hanno innescato un processo analogo sui mercati obbligazionari. Gli investitori dell'area dell'euro, in seguito all'introduzione della moneta unica e agli episodi di "squeeze" nel segmento dei futures sui titoli del Tesoro tedesco, sono stati indotti a ricercare nuovi strumenti di copertura². Ogni operatore che cessa di impiegare titoli di Stato per coprire posizioni in strumenti privati sottrae liquidità al mercato in questione per trasferirla a quello dei titoli non pubblici. Il processo tende ad autorafforzarsi, giacché nella misura in cui un mercato diventa più liquido, altri operatori sono incentivati a farvi ricorso, accrescendone ulteriormente la liquidità. Vari indicatori confermano che la liquidità è diminuita nei mercati statunitense e britannico dei titoli pubblici (BRI (2001), Fleming (2001)). Gli omologhi mercati nell'area dell'euro e in Giappone hanno invece conservato, se non aumentato, la loro liquidità.



... e di shock dal lato dell'offerta

La diminuzione effettiva o prospettica dell'offerta di titoli di Stato ha ulteriormente ampliato l'influsso di fattori specifici sulle variazioni dei rendimenti pubblici, con pregiudizio per la liquidità. Dalla metà degli anni novanta quasi tutti i paesi industriali, a parte il Giappone, hanno compiuto notevoli progressi verso l'equilibrio di bilancio. Ne è conseguito un sensibile calo delle emissioni di titoli pubblici, e persino un rimborso netto di debito nei paesi con avanzi fiscali. Ad esempio, dal dicembre 1998 al giugno 2001 l'ammontare in essere di titoli del Tesoro USA si è ridotto del 15%. Impiegando i differenziali di swap come misura della possibile divergenza fra i rendimenti pubblici e l'effettivo tasso d'interesse a rischio nullo, Cooper e Scholtes (2001) hanno riscontrato che tale riduzione dell'offerta ha spinto i rendimenti dei titoli

² Schulte e Violi (2001) analizzano i cambiamenti intervenuti nei mercati derivati europei dopo l'introduzione dell'euro e i timori circa le strozzature nei contratti futures Bund e Bobl.

pubblici USA e britannici al disotto del tasso d'interesse puro. Reinhart e Sack (di prossima pubblicazione) hanno scomposto le variazioni dei rendimenti decennali del Tesoro USA in vari fattori non osservabili direttamente, fra cui una componente specifica che coglie gli effetti di offerta e di altro tipo influenti unicamente sui titoli del Tesoro. Questi autori concludono che tale componente è aumentata negli ultimi anni e che, di conseguenza, i rendimenti di questi titoli si discostano in misura crescente dai tassi d'interesse a rischio nullo.

Le obbligazioni societarie competono per il ruolo di benchmark

Sebbene i rendimenti dei titoli pubblici siano stati, almeno fino ad epoca recente, sinonimo di tassi d'interesse nominali a rischio nullo, non è indispensabile che una curva dei rendimenti con funzione di benchmark abbia questa caratteristica. L'informazione di prezzo circa le prospettive macroeconomiche non deve necessariamente basarsi su uno strumento esente in sé da rischio. Essenziale è invece la liquidità. Le variazioni dei rendimenti benchmark non dovrebbero essere determinate da squilibri fra domanda e offerta, bensì unicamente da nuove informazioni sulle grandezze fondamentali. Ma l'assenza di un premio al rischio non è una condizione necessaria. Per poter desumere le aspettative del mercato riguardo agli sviluppi macroeconomici è sufficiente che siano prevedibili i premi al rischio impliciti nei tassi a termine.

I tassi benchmark non devono necessariamente essere a rischio zero

In passato, quando i mercati dei titoli di Stato erano meno sviluppati di quelli attuali, si è fatto normalmente ricorso a strumenti debitori privati per valutare le attese del mercato circa l'evoluzione futura dei tassi d'interesse a breve e dell'inflazione. Durante gli anni cinquanta e sessanta nel mercato del dollaro USA gli operatori si basavano sulle obbligazioni emesse da società di qualità primaria, in particolare l'American Telephone and Telegraph, per stimare le aspettative di tasso d'interesse. Nello stesso periodo anche in Giappone le obbligazioni bancarie e delle aziende telefoniche fungevano di fatto da benchmark. Questi strumenti non erano necessariamente esenti dal rischio d'insolvenza ma, a quell'epoca, la natura stabile (regolamentata) dell'attività economica degli emittenti limitava la volatilità dei connessi spreads creditizi.

I titoli privati sono già stati usati come benchmark ...

Nell'attuale contesto commerciale e finanziario più liberalizzato anche i rating dei mutuatari di migliore qualità vengono talora declassati. Gli emittenti possono utilizzare vari mezzi per mostrare la loro determinazione a preservare la qualità dei propri bilanci, come clausole che impediscono modifiche significative del profilo di rischio operativo o finanziario dell'impresa oppure cedole collegate al suo rating creditizio. Appare tuttavia improbabile che emerga il consenso di mercato necessario per elevare al rango di benchmark le obbligazioni emesse da una particolare società privata.

Un indice dei rendimenti di obbligazioni con rating analogo sembra avere migliori prospettive. Curve dei rendimenti costruite a partire da un insieme di titoli comparabili servono già da benchmark per fissare il prezzo del rischio di credito sul mercato primario. Inoltre, molti gestori di portafogli misurano la

... e potrebbero esserlo di nuovo

propria performance in relazione a un indice. In linea di principio, il ruolo di benchmark degli indici del reddito fisso potrebbe estendersi alle curve dei rendimenti per la valutazione di prezzo del rischio di tasso d'interesse. Da tempo è disponibile un ampio ventaglio di indici obbligazionari privati, ma finora nessuno di essi è riuscito a imporsi presso gli operatori del mercato in questa veste. Per poter assolvere la funzione di curva dei rendimenti benchmark tali indici devono ancora migliorare sul piano dell'efficienza di prezzo e della liquidità. In quest'ottica, si sta considerando la creazione di un contratto future basato su un paniere di obbligazioni societarie.

Gli strumenti di debito emessi da agenzie di emanazione governativa e da istituzioni sovranazionali figurano fra i possibili candidati. Questi mutuatari godono spesso di un rating pari a quello degli Stati che li patrocinano. Nell'intento di migliorare la liquidità dei propri titoli, molti di essi ricalcano ora la strategia di emissione del Tesoro USA, offrendo con regolarità prestiti di grande ammontare alle diverse scadenze chiave. Negli ultimi anni Fannie Mae e Freddie Mac negli Stati Uniti, la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Germania e la Banca europea per gli investimenti (BEI) hanno tutti lanciato programmi di emissione "benchmark".

Vi sono indicazioni che tali programmi stanno ottenendo l'effetto desiderato di concentrare la liquidità. Il grafico 2 mostra il ciclo di contrattazione presso Euroclear delle obbligazioni di nuova emissione denominate in dollari e in euro nei mesi successivi al loro lancio. Un numero relativamente alto di titoli è trattato attivamente nel mese seguente l'emissione, ma esso diminuisce poi rapidamente nei mesi successivi, probabilmente di riflesso allo smaltimento delle giacenze da parte del sindacato di collocamento. Il ciclo di contrattazione nel mercato del dollaro appariva già ben sviluppato nel 1997 e non vi sono segni di cedimento del turnover durante il 2000. Nel mercato dell'euro relativamente poche obbligazioni emesse nel 1997 risultavano ancora attivamente negoziate oltre il primo mese. Nel 2000, invece, vari titoli continuavano a essere oggetto di intensa contrattazione anche a distanza di dodici mesi dall'emissione, e il loro turnover medio giornaliero si era pressoché raddoppiato. Inoltre, gli scambi sui mercati del dollaro e dell'euro si erano concentrati sulle emissioni di grande ammontare offerte con cadenza regolare. Nel 2000 la dimensione media delle nuove emissioni in dollari e in euro ancora trattate attivamente vari mesi dopo il lancio risultava all'incirca doppia rispetto al 1997 (\$2 miliardi contro \$1 miliardo). Fra gli emittenti oggetto di intense negoziazioni prevalevano in modo più netto quelli con ingente fabbisogno di finanziamento: sul mercato del dollaro USA, Ford Motor Credit, la Banca interamericana di sviluppo e la Banca mondiale; sul mercato dell'euro, gli emittenti di Pfandbriefe (Depfa e Dexia), la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale, la BEI e la KfW.

Nonostante queste tendenze favorevoli sui mercati a contante, l'attività in contratti futures mostra che i titoli emessi dagli enti di emanazione governativa non si sono ancora imposti come strumenti benchmark. Dopo un periodo iniziale di forte crescita, le negoziazioni dei futures sulle obbligazioni Fannie

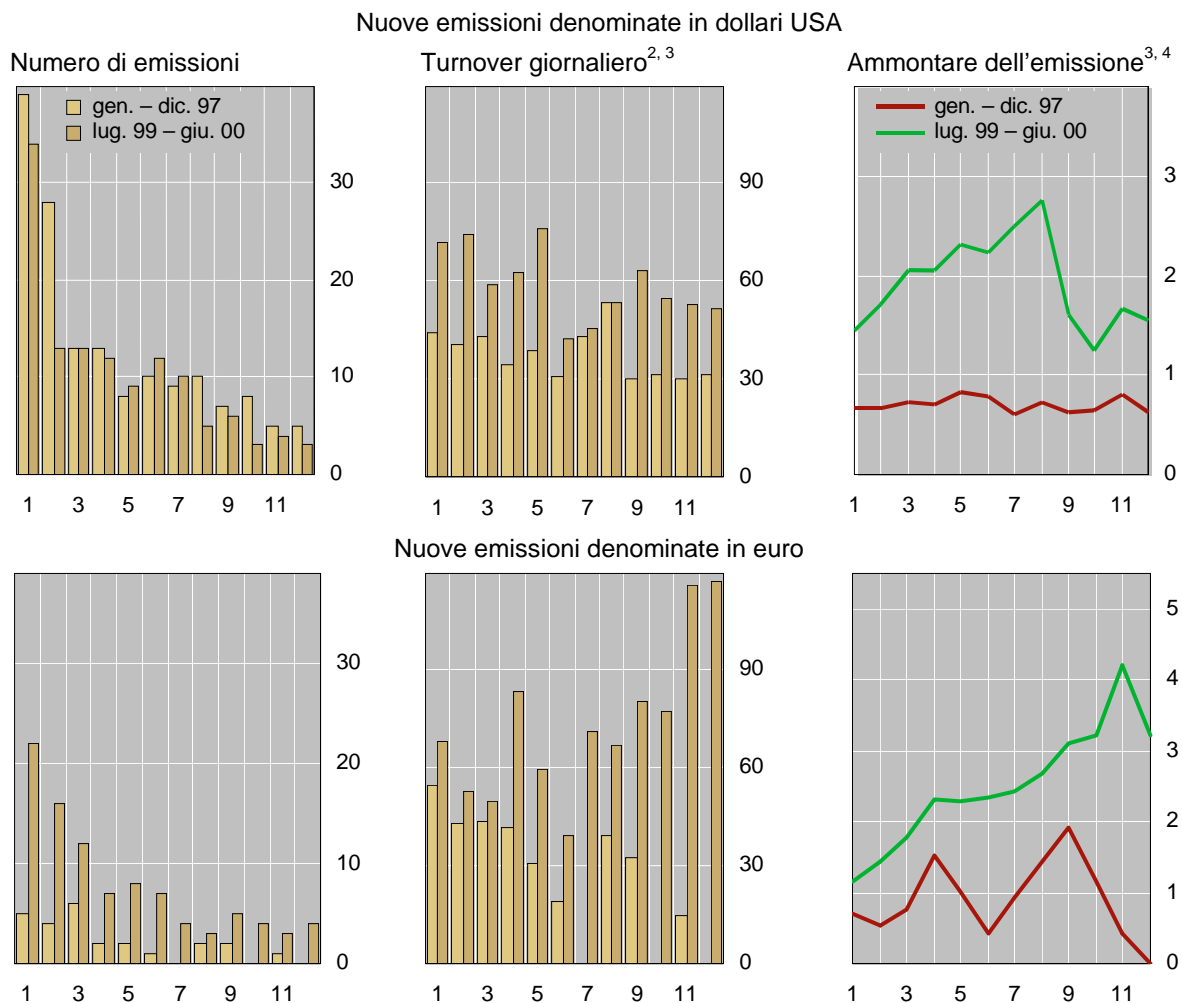
La liquidità si concentra sulle emissioni grandi e regolari ...

... ma queste non si sono ancora imposte come benchmark

Mae e Freddie Mac hanno presto toccato il culmine a poco più dell'1% degli scambi in futures sui titoli del Tesoro USA. Inoltre, mentre questi ultimi sono sensibilmente aumentati nel primo trimestre 2001 in seguito a una riduzione inattesa dei tassi della Federal Reserve, il turnover dei contratti sulle obbligazioni delle agenzie federali di credito è rimasto stagnante. I futures sulle Pfandbriefe avevano mostrato un andamento analogo dopo la (fugace) apparizione nel 1998.

Ciclo di contrattazione delle obbligazioni non di Stato

nuovi titoli trattati attivamente presso Euroclear nel mese successivo all'emissione¹



¹ Escluse le obbligazioni emesse nel quadro di programmi "medium-term notes". Euroclear ha cessato di pubblicare dati sul turnover nel gennaio 2001, cosicché nel campione luglio 1999-giugno 2000 è sottostimata l'attività oltre i sette mesi. ² In milioni di dollari USA. ³ Media di tutte le nuove emissioni trattate attivamente durante il mese. ⁴ In miliardi di dollari USA.

Fonti: Euroclear; BRI (2001).

Grafico 2

La maggiore liquidità dei futures sui titoli di Stato spiega in parte la riluttanza degli operatori a sostituirli con contratti basati sulle obbligazioni delle agenzie. Grazie anche alla presenza di mercati liquidi per le operazioni pronti contro termine e di prestito, i titoli di Stato comportano spesso costi di

transazione inferiori a quelli richiesti dagli altri strumenti, e ciò contribuisce a preservarne l'attrattiva per finalità di posizionamento e di copertura. Un altro motivo alla base della riluttanza a cambiare è il persistere del dibattito sulla portata delle garanzie statali a favore degli enti di emanazione governativa e delle istituzioni sovranazionali³. Tale dibattito contribuisce a rendere incerta l'evoluzione futura degli spreads sui titoli da loro emessi.

Il credito collateralizzato come benchmark per le scadenze brevi

Per la costruzione di curve benchmark è possibile utilizzare le medie dei rendimenti su strumenti collateralizzati. Nei principali mercati finanziari i tassi praticati sulle operazioni pct – generalmente assistite da garanzia – sono già diffusamente considerati come una curva di riferimento per le scadenze a brevissimo termine (CSFG (1999a)). L'importanza dei pct è accentuata dal loro utilizzo da parte di molte banche centrali per la manovra di politica monetaria. Gli strumenti privi di rischio, e in particolare i titoli di Stato, sono tradizionalmente la forma preferita di collaterale nei contratti pct. Nondimeno, in teoria altri strumenti potrebbero prenderne il posto. Un rapporto del Comitato sul sistema finanziario globale riguardante l'impiego di collaterale nei mercati finanziari all'ingrosso (2001) evoca la possibilità di applicare tecniche di cartolarizzazione per creare strumenti sostitutivi con elevata qualità creditizia e liquidità. Inoltre, le iniziative che emittenti non sovrani come Fannie Mae e Freddie Mac stanno adottando per accrescere la trasparenza e la liquidità dei propri titoli potrebbero rendere questi ultimi più attraenti come garanzia collaterale. Anche i miglioramenti nella gestione del rischio e nelle strutture di mercato potrebbero facilitare l'impiego di strumenti con più elevato rischio di credito e di liquidità.

La principale difficoltà che ostacola l'impiego come benchmark dei tassi pct è la scarsa liquidità di questo segmento oltre il brevissimo termine. I mercati pct nei paesi industriali sono tipicamente liquidi fino a circa tre mesi (12 mesi negli Stati Uniti), cosicché le aspettative desunte dalla loro struttura a termine sono verosimilmente poco accurate per le scadenze più lunghe. Nel comparto dell'euro vi è poi il problema che non esiste ancora un mercato pct integrato. Dal lancio della moneta unica i mercati nazionali sono divenuti più strettamente interconnessi, ma i tipi di collaterale, i prezzi e le condizioni di liquidità restano tuttora difforni (BCE (2001); Schulte e Violi (2001)).

Nel segmento a più lungo termine del credito collateralizzato, i titoli garantiti da attività (asset-backed securities, ABS) e da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS) possiedono talune caratteristiche che potrebbero favorirne l'utilizzo come benchmark. In primo luogo, questi

I tassi pct fungono da benchmark nel brevissimo termine ...

... mentre i titoli garantiti potrebbero svolgere un ruolo analogo per le scadenze più lunghe

³ Ad esempio, nella prima parte del 2000 erano sorti timori riguardo al merito di credito di Fannie Mae e Freddie Mac in seguito alle proposte presentate al Congresso USA di revocare le linee di credito governative e le esenzioni fiscali in favore di tali enti. Le pressioni legislative si sono poi attenuate verso la fine dell'anno, allorché le due agenzie si sono impegnate ad accrescere i livelli di capitalizzazione e a migliorare l'informativa di bilancio.

strumenti sono fra i più liquidi nell'ambito dei titoli non di Stato. Ad esempio, Mastroeni (2001) rileva che gli spreads lettera-denaro delle Jumbo Pfandbriefe reggono bene il confronto con quelli delle obbligazioni del governo tedesco. In secondo luogo, le loro scadenze vanno fino a 30 anni e oltre. In terzo luogo, le emissioni sono spesso strutturate in modo da rendere minimo il rischio di insolvenza. Infine, anche per le Pfandbriefe e altri strumenti di debito collateralizzati comincia a svilupparsi un attivo mercato pct. La decisione presa nel 1999 dalla Federal Reserve di includere i MBS emessi dalle agenzie federali fra gli strumenti stanziabili per le operazioni temporanee dovrebbe accelerare questo processo.

Tuttavia, uno svantaggio importante connesso con l'uso di ABS o MBS come strumenti benchmark è il fatto che, a causa della facoltà di rimborso anticipato e di altre opzioni implicite, può essere difficile discernere le aspettative di tasso d'interesse. Inoltre, gli operatori non sono sempre concordi nel valutare il rischio di tali titoli. Le Pfandbriefe ne sono l'esempio più significativo. Nell'attribuire il proprio rating a questi strumenti, Standard & Poor's considera soprattutto la qualità delle garanzie. Moody's pone invece l'accento anche sul merito di credito della banca emittente, sostenendo che a causa della natura dinamica del pool di prestiti su cui si basa l'emissione – nel quale affluiscono di continuo nuovi crediti per rimpiazzare quelli rimborsati – non è possibile valutare il collaterale senza considerare anche la banca che gestisce le attività.

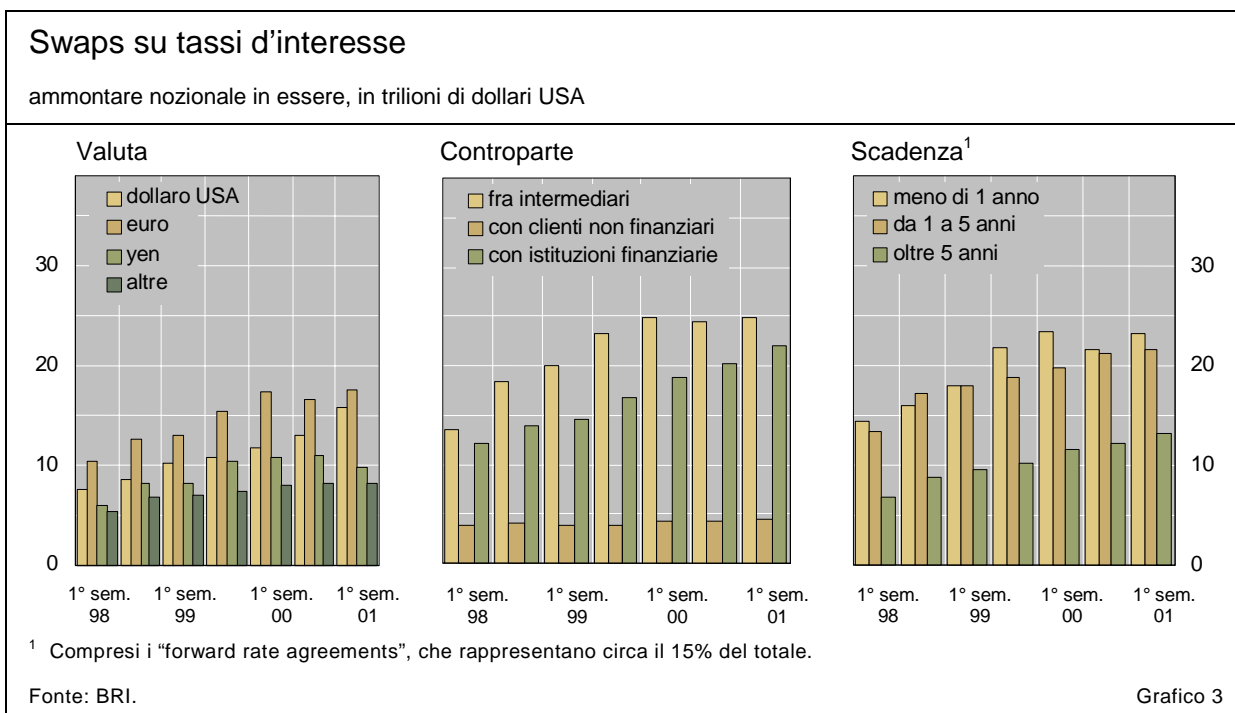
Crescente impiego come benchmark degli swaps su tassi d'interesse

Un'altra possibile curva benchmark è quella fornita dalla componente a tasso fisso degli swaps su tassi d'interesse. Storicamente gli swaps si caratterizzavano per un rischio di credito elevato e condizioni di liquidità mediocri al di là delle scadenze ravvicinate. A partire dalla metà degli anni novanta la costituzione di sussidiarie con rating AAA specializzate in strumenti derivati e l'adozione di varie tecniche di attenuazione del rischio, fra cui il deposito di margini e di collaterale, hanno dissipato molti dei timori circa il rischio creditizio di controparte (Remolona et al. (1996)). Anche il premio di liquidità insito negli swaps su tassi d'interesse è andato calando, e la rapida espansione di questi contratti nell'ultima parte degli anni novanta si è accompagnata a un restringimento degli spreads lettera-denaro e a una crescita in spessore dei mercati. La liquidità continua a essere massima nel segmento a breve. Di fatto, gli swaps riferiti al tasso medio overnight sull'euro (EONIA) rappresentano ora il comparto più liquido del mercato monetario dell'euro (BCE (2001)). Tuttavia, come appare dal diagramma di destra del grafico 3, nei segmenti a più lungo termine l'attività di negoziazione è in espansione.

I premi di liquidità e di credito negli swaps sono diminuiti ...

La gamma di operatori che fanno ricorso agli swaps continua ad ampliarsi. Ciò è rilevabile dalla crescita del segmento intermediari-clienti (istituzioni finanziarie e utilizzatori non finanziari) evidenziata nel diagramma mediano del

grafico 3. Le banche commerciali e di investimento sono forse state le prime a fare maggiormente ricorso agli swaps come curve di rendimento benchmark. Poiché le loro passività sono per lo più basate su un tasso interbancario a breve, come il Libor o l'Euribor, le banche tendono a parametrare i prezzi in riferimento alla curva di swap, che incorpora le aspettative circa l'evoluzione futura di tali tassi. Anche gli investitori finali e i grandi mutuatari con portafogli e programmi di finanziamento in diverse valute fanno sempre più spesso ricorso ai differenziali di rendimento sugli swaps, anziché sui titoli di Stato. Mentre le diversità fra i mercati nazionali dei titoli pubblici rendono più difficili i raffronti delle curve dei rendimenti, gli swaps consentono di comparare in modo abbastanza semplice i rendimenti e i costi di finanziamento nei diversi mercati. E persino i governi stanno iniziando a utilizzare gli swaps per gestire le proprie esposizioni. La tendenza a preferire gli swaps è particolarmente pronunciata nel mercato dell'euro, dove gli investitori si sono rapidamente resi conto dei vantaggi che comporta il riferirsi a una sola curva di swap in euro, anziché scegliere fra 12 curve dei rendimenti pubblici. Il mercato degli swaps in dollari sta anch'esso velocemente recuperando terreno.



... e potrebbero calare ulteriormente con il passaggio alla negoziazione in borsa

D'altro canto, un fattore che riduce l'attrattiva della curva dei tassi swap come benchmark è la struttura del mercato. La contrattazione nel segmento degli swaps su tassi d'interesse – e invero in tutti i mercati OTC – è appannaggio di pochi operatori di qualità primaria. Pertanto, l'attuale segmento degli swaps opera probabilmente con costi di transazione più elevati e rimane meno liquido rispetto a un mercato in cui gli swaps fossero negoziati in borse organizzate (McCauley (2001)). Sebbene siano stati compiuti passi in questa direzione, per il momento i contratti scambiati in borsa rappresentano una quota trascurabile del mercato globale degli swaps. Inoltre, essendo riferiti a

tassi su depositi interbancari non garantiti, i tassi swap restano sensibili ai cambiamenti nella qualità creditizia delle banche. Ad esempio, il basso merito di credito delle banche giapponesi aumenta l'incertezza circa l'evoluzione futura dei tassi swap in yen, scoraggiandone l'impiego come rendimenti benchmark.

Conclusioni

In seguito ai cambiamenti nei mercati del reddito fisso indotti dagli eventi del 1998, dalle mutate condizioni di offerta e dall'introduzione dell'euro, i titoli di Stato hanno perso, come strumenti di riferimento, la posizione di primato che detenevano soltanto alcuni anni orsono. Con il tempo gli operatori tenderanno a basarsi su una sola curva dei rendimenti benchmark, poiché il mercato può risparmiare risorse se il processo di "price discovery" si concentra su un unico strumento omogeneo. Ma nelle attuali circostanze, vari strumenti si contendono il rango di benchmark, e finora nessuna curva è riuscita a imporsi come riferimento per l'assunzione di posizioni aperte o di copertura sui tassi d'interesse.

Perdita del ruolo esclusivo di benchmark dei titoli pubblici a favore di vari strumenti privati

In quanto strumenti benchmark da tempo dominanti, i titoli di Stato conservano numerosi vantaggi, primo fra tutti l'enorme liquidità. Pur essendosi deteriorate in alcuni segmenti del mercato, le condizioni di liquidità rimangono migliori di quelle offerte dalla maggior parte degli altri strumenti a reddito fisso. Nondimeno, i contratti pronti contro termine hanno spodestato i rendimenti pubblici come parametro di riferimento nel segmento a brevissimo termine della curva. Ulteriori miglioramenti nella liquidità e nella struttura dei crediti collateralizzati e degli swaps su tassi d'interesse potrebbero accrescere l'attrattiva di questi strumenti come benchmark anche per le scadenze più lunghe.

Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (2001): *The euro money market*, BCE, Francoforte, luglio.

BRI, Gruppo di studio sui mercati del reddito fisso (2001): "The changing shape of fixed income markets", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 1-43.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999a): *Implications of repo markets for central banks*, BRI, Basilea, marzo.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999b): *A review of financial market events in autumn 1998*, BRI, Basilea, ottobre.

Comitato sul sistema finanziario globale (2001): *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, BRI, Basilea, marzo.

Cooper, N. e C. Scholtes (2001): "Government bond market valuations in an era of dwindling supply", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 147-69.

Fleming (2001): "Measuring Treasury market liquidity", *Federal Reserve Bank of New York staff reports*, n. 133, luglio.

Hattori, M., K. Koyama e T. Yonetani (2001): "Analysis of credit spread in Japan's corporate bond market", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 113-46.

Mastroeni, O. (2001): "Pfandbrief-style products in Europe", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 44-66.

McCauley, R. N. (2001): "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", in *Rassegna trimestrale BRI: Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, marzo, pagg. 42-49.

Reinhart, V. e B. Sack (imminente): "The changing information content of market interest rates", in *Market functioning and central bank policy*, BIS Papers, Basilea.

Remolona, E. M., W. Bassett e I. S. Geoum (1996): "Risk management by structured derivative product companies", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, n. 2, aprile, pagg. 17-38.

Schulte, W. e R. Violi (2001): "Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 67-112.

Tsatsaronis, K. (2000): "Hedge funds", in *Rassegna trimestrale BRI: Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, novembre, pagg. 68-79.