

Il mercato degli swap di tasso d'interesse in euro¹

Gli swap di tasso d'interesse in euro costituiscono uno dei più ampi e liquidi mercati finanziari al mondo. Anzi, spesso è la curva dei tassi swap – che si va affermando come il principale benchmark di rendimento per le operazioni in euro – a fungere oggi da parametro di riferimento persino per alcuni titoli governativi. Tuttavia, a causa della struttura che attualmente caratterizza tale mercato, la liquidità degli swap in condizioni di tensione non appare robusta quanto quella dei più vasti mercati dei titoli di Stato e dei futures.

Dimensioni e crescita del mercato swap

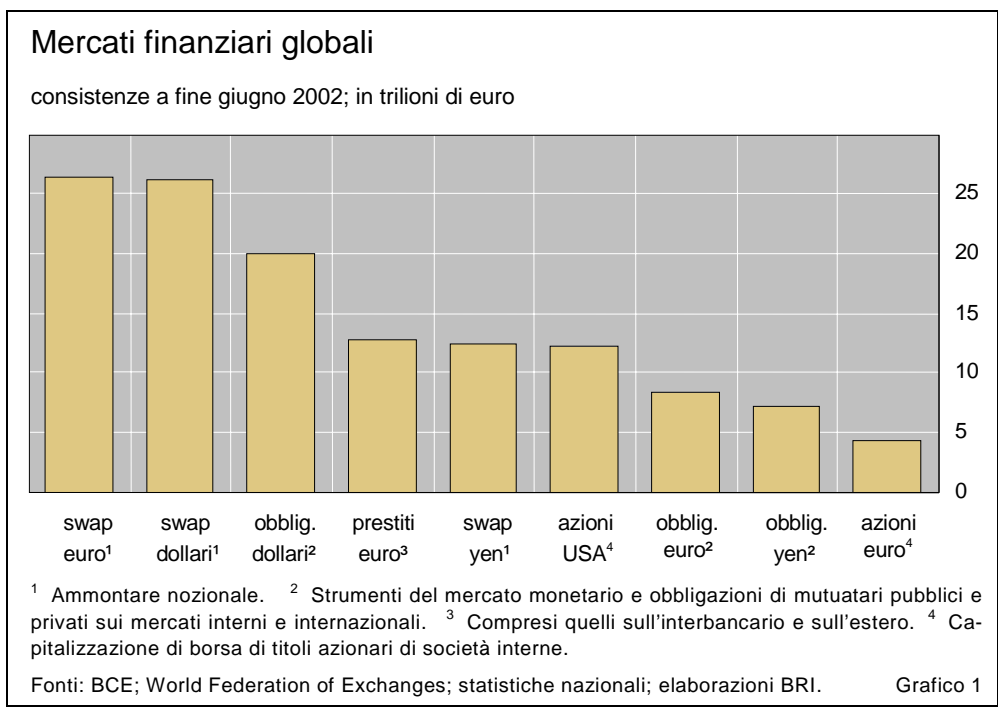
Uno swap di tasso d'interesse è un contratto in cui due parti si scambiano flussi di pagamenti in conto interesse. Di solito, una contropartita del pagamento è basata su un tasso fisso e l'altra su un tasso variabile. Costituisce oggetto di scambio unicamente il flusso netto di interessi, e non il capitale nozionale su cui questi ultimi vengono calcolati. Un forward rate agreement (FRA) equivale a uno swap di tasso d'interesse concordato per un periodo singolo, in cui i pagamenti di interessi vengono scambiati una sola volta. Uno swap può essere definito come un portafoglio di FRA.

In termini di ammontari nozionali in essere, le sedi OTC per la negoziazione di derivati di tasso d'interesse in euro e in dollari USA sono i mercati finanziari più grandi del mondo (grafico 1). A fine giugno 2002 le consistenze totali di swap e FRA in euro ammontavano a €26,3 trilioni, mentre quelle di contratti in dollari USA erano leggermente inferiori (€26,2 trilioni).

Anche prima dell'Unione monetaria europea i mercati degli swap di tasso denominati in alcune delle valute poi confluite nell'euro – in particolare marchi e franchi francesi – erano già ampi e in crescita. Dall'introduzione della moneta unica, il mercato degli swap in euro si è pressoché raddoppiato in termini dimensionali (grafico 2). Tra fine dicembre 1998 e fine giugno 2002 la sua espansione ha superato in misura significativa quella dei mercati delle obbligazioni e dei prestiti nella stessa valuta, cresciuti rispettivamente del 40 e del 25% circa. Il mercato degli swap in dollari USA si è però sviluppato a un ritmo

Le dimensioni del mercato degli swap in euro sono raddoppiate dal 1999

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.



addirittura superiore, pari al 170%: se alla vigilia della creazione dell'unione monetaria esso era assai inferiore al mercato degli swap in euro, a fine giugno 2002 entrambi presentavano più o meno gli stessi ammontari nozionali.

Gli swap come strumenti benchmark

La crescita del mercato degli swap in euro è stata sorretta dalle attività di copertura e posizionamento. Sulla scia dell'unione monetaria gli swap hanno rapidamente conquistato lo status di valore di riferimento sui mercati finanziari dell'euro, soppiantando alcuni dei benchmark che svolgevano in precedenza un importante ruolo nel processo di "price discovery" per i tassi a breve.

L'introduzione della moneta unica ha determinato un'impennata delle emissioni obbligazionarie in euro, che ha sospinto a sua volta le attività di arbitraggio e copertura da parte di emittenti, intermediari e investitori. Sui mercati europei gli operatori hanno cominciato a ricorrere a swap di tasso d'interesse per coprire le proprie disponibilità di titoli societari agli inizi degli anni novanta, molto prima che i loro omologhi nei mercati del dollaro e in altri comparti iniziassero a fare altrettanto. A quell'epoca i principali emittenti privati sui mercati europei erano le istituzioni finanziarie e, pertanto, le condizioni di qualità sul segmento delle obbligazioni non governative erano simili a quelle vigenti sul mercato degli swap. È invalsa così in Europa la consuetudine di impiegare swap nella copertura degli strumenti collegati al credito.

L'adozione degli swap nelle operazioni a fini speculativi e di copertura delle oscillazioni dei tassi d'interesse è stata ulteriormente incentivata dalla frammentazione dei mercati dei titoli pubblici europei. Fra i primi mercati finanziari in euro a integrarsi figurano quelli dei depositi interbancari non garantiti; dal momento che i tassi swap incorporano le aspettative circa l'andamento futuro dei tassi interbancari, ciò ha contribuito a sua volta alla

A sorreggere gli swap sono intervenute le attività di copertura ...

... la frammentazione dei mercati dei titoli pubblici europei ...

rapida integrazione dei mercati degli swap nelle valute preesistenti. Invero, l'emergere di un'unica curva degli swap in euro è praticamente avvenuto dall'oggi al domani. Per questo motivo è relativamente agevole creare posizioni corte (ossia, quelle assunte nell'aspettativa di un aumento dei tassi d'interesse) sul mercato degli swap, proponendosi come acquirente del contratto. Il mercato degli strumenti garantiti, e in particolare il segmento generale delle operazioni pronti contro termine (pct) assistite da garanzia collaterale, è stato invece più lento a sottrarsi alla segmentazione che lo caratterizzava prima dell'unione monetaria. Differenti rating sovrani, sistemi di regolamento, regimi fiscali e prassi operative costituiscono tuttora altrettanti ostacoli a una completa integrazione dei mercati dei titoli di Stato in euro (BCE, 2001b). Di conseguenza, ancora oggi non esiste un mercato unico delle operazioni pct garantite: prima di poter concludere una transazione, gli operatori sono tuttora tenuti a specificare la nazionalità delle obbligazioni pubbliche stanziata a garanzia (BCE, 2001a), il che ne rende difficile l'impiego per finalità di copertura o di speculazione sui movimenti dei tassi.

... ed eventi traumatici

A incoraggiare la transizione agli swap è intervenuta, sul finire degli anni novanta, una serie di avvenimenti che hanno destabilizzato i mercati finanziari. Gli eventi associatisi al quasi tracollo di Long-Term Capital Management nel settembre 1998 hanno posto in evidenza i rischi derivanti dall'utilizzo di obbligazioni pubbliche e connessi derivati per la copertura di posizioni in titoli non governativi. Fino allora questa era stata prassi comune tra i dealer, sebbene ciò sia avvenuto più sul mercato del dollaro che non su quello dell'euro. Effetti analoghi sono stati prodotti dagli episodi di "squeeze" che hanno interessato i futures su titoli del governo tedesco nel periodo 1998–2002. Anche i temporanei aumenti del "premio di scarsità" sui prestiti pubblici in euro verificatisi nel 2000 durante le aste per le licenze di telefonia mobile della terza generazione hanno reso i titoli di Stato meno appetibili a fini di copertura e assunzione di posizioni.

Rapida crescita delle negoziazioni di swap EONIA a breve

Gli swap su indici overnight ("overnight index swap", OIS) sono divenuti particolarmente popolari sui mercati finanziari in euro quali strumenti atti a coprire e assumere posizioni. Gli OIS sono swap di tasso d'interesse fisso contro variabile, in cui la "gamba" variabile è collegata a un indice di tassi interbancari giornalieri². Sul mercato dell'euro essi sono prevalentemente riferiti al tasso EONIA (Euro OverNight Index Average), una media ponderata dei tassi negoziati per i prestiti overnight non garantiti sul mercato interbancario dell'area dell'euro. Le contrattazioni di swap sull'EONIA presentano un'alta concentrazione sulle scadenze pari o inferiori a tre mesi, e i corrispondenti tassi sono comunemente considerati il principale benchmark sul segmento a breve termine della curva dei rendimenti in euro. Banche, fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi d'investimento del mercato monetario e

² Una differenza di rilievo tra swap "overnight index" e "plain vanilla" risiede nella posizione (o "gamba") variabile: mentre nel primo caso essa viene determinata e corrisposta unicamente alla scadenza, nel secondo è calcolata a una certa data di regolamento (e quindi a priori rispetto al pagamento) e versata a quella successiva (e quindi a posteriori rispetto al calcolo).

Strumenti di tasso d'interesse				
turnover medio giornaliero, in miliardi di euro				
	Turnover complessivo ¹		di cui: futures	
	Aprile 1998	Aprile 2001	Aprile 1998	Aprile 2001
Mercato dell'euro				
Swap di tasso d'interesse ^{2,3}	112	260	...	1
Futures sull'Euribor ⁴	...	...	198	404
Titoli di Stato tedeschi ⁵	99	202	76	150
Titoli di Stato italiani	316	195	14	...
Titoli di Stato francesi	110	130	6	15
Mercato del dollaro USA				
Swap di tasso d'interesse ^{2,6}	54	156	...	...
Futures sul Libor	...	...	465	958
Titoli del Tesoro statunitensi	253	396	54	63
Mercato dello yen				
Swap di tasso d'interesse ²	16	28	...	...
Futures sul Libor	...	...	83	29
Titoli di Stato giapponesi	111	195	26	32

¹ Attività di negoziazione sui mercati monetario, obbligazionario e dei futures. ² Compresi contratti a termine su tassi d'interesse. ³ Il LIFFE ha avviato le contrattazioni di futures su tassi swap in euro nel marzo 2001. ⁴ I dati del 1998 si riferiscono a contratti futures riferiti ai seguenti tassi: Libor su marco, Libor su lira, Mibor, Pibor e Ribor. ⁵ I dati sul turnover dei mercati monetario e obbligazionario si riferiscono unicamente ai titoli più attivamente trattati da Euroclear; con tutta probabilità, essi sottostimano in misura significativa il volume delle negoziazioni a pronti di titoli di Stato tedeschi. I dati sul turnover del mercato a pronti per il 2001 si riferiscono al mese di gennaio. ⁶ Le contrattazioni di futures su tassi swap in dollari USA sono state avviate dal Chicago Board of Trade nell'ottobre 2001, dal Chicago Mercantile Exchange nell'aprile 2002 e dal LIFFE nel luglio 2002.

Fonti: Euroclear; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella 1

hedge fund fanno tutti ampio ricorso a questi strumenti a fini speculativi e di copertura sui movimenti dei tassi a breve (BCE, 2001a e 2002). Gli OIS sono altresì negoziati sui mercati del dollaro e di altre importanti valute, pur non essendo assurti al rango di benchmark.

Lo status di riferimento della curva swap in euro è rispecchiato dalle prassi di quotazione delle obbligazioni societarie. Tali prassi dipendono spesso dal merito creditizio dell'emittente e dalla nazionalità dell'investitore. I titoli in euro emessi da mutuatari di qualità bancaria sono solitamente quotati in termini di spread rispetto alla curva swap, mentre quelli di qualità non bancaria sotto forma di mero rendimento nominale. L'impiego degli swap di tasso come benchmark si sta diffondendo anche sul mercato del dollaro USA (McCauley, 2001), anche se tale processo è meno avanzato che sul mercato dell'euro. Ad esempio, molti investitori statunitensi preferiscono tuttora riportare le quotazioni dei titoli societari in dollari ai rendimenti dei Treasuries piuttosto che a quelli swap.

Nonostante la crescita del mercato degli swap in euro, i contratti futures continuano a essere massicciamente utilizzati come veicoli di copertura e di posizionamento. Di fatto, le contrattazioni di futures in euro sui mercati

monetario e obbligazionario hanno registrato un balzo nel periodo precedente l'introduzione della moneta unica e negli anni immediatamente successivi (tabella 1). I contratti del London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) basati sull'Euribor a tre mesi – una media troncata dei tassi d'interesse quotati per i depositi a termine nel mercato interbancario dell'area dell'euro – sono i futures di tasso a breve di gran lunga più attivamente trattati sul mercato dell'euro. L'attività sul segmento a più lungo termine è invece dominata dai contratti su titoli di Stato tedeschi negoziati all'Eurex.

Gli operatori nel mercato degli swap

La gamma degli operatori in swap è più diversificata ...

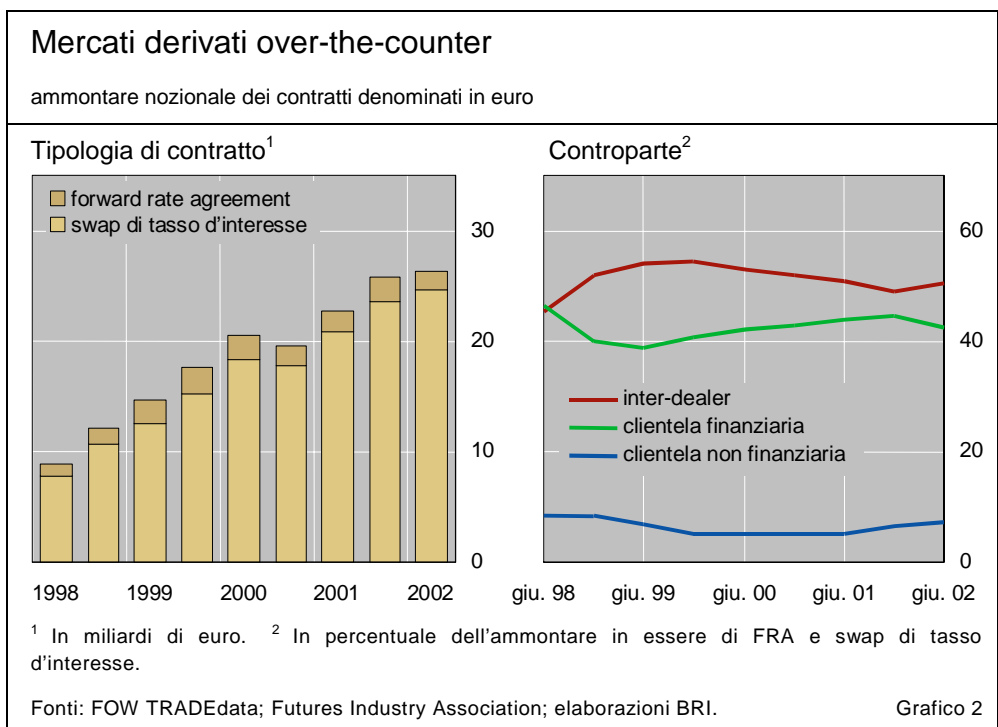
La crescita del mercato degli swap in euro è stata accompagnata da una maggiore diversificazione nella gamma di soggetti che vi operano. Nel periodo appena precedente l'avvento dell'unione monetaria europea l'espansione di questo mercato era stata trainata dalle operazioni "inter-dealer": a fine 1998 le posizioni su tale segmento concorrevano al 52% dell'ammontare nozionale in essere di swap e contratti a termine su tassi d'interesse in euro. Il segmento "dealer-customer" ha acquisito sempre maggiore importanza a partire dal 1999 (grafico 2). A fine giugno 2002 le operazioni nei confronti della clientela finanziaria e non finanziaria erano pari rispettivamente al 42 e al 7% delle consistenze in termini di ammontare nozionale. A titolo di confronto, sul mercato degli swap in dollari tali percentuali ammontavano a quella data al 41 e al 15% dei contratti in essere. La minore incidenza del comparto "inter-dealer" sul mercato del dollaro – 45%, rispetto al 51% di quello dell'euro – è in parte ascrivibile alla più accentuata concentrazione di tale mercato, che spinge i dealer a compensare una quota maggiore delle proprie transazioni unilateralmente piuttosto che facendo ricorso ad altri intermediari.

... e comprende i governi europei

Persino i governi europei hanno cominciato a utilizzare swap di tasso d'interesse per gestire le loro esposizioni al rischio. A partire dall'ottobre 2001 la Repubblica francese è ricorsa a questi strumenti per accorciare la scadenza media del debito pubblico³: a fine luglio 2002 gli swap sottoscritti a questo titolo ammontavano a €61 miliardi in termini nozionali, pari a circa l'8% dello stock di obbligazioni sovrane emesse dal paese. Il governo tedesco si avvale degli swap per ridurre gli oneri da interessi: attualmente esso è facoltizzato a effettuare operazioni di swap fino a un massimo di €20 miliardi, corrispondenti al 3% circa del debito in essere. Anche le amministrazioni di Italia, Paesi Bassi e Spagna operano attivamente sul mercato degli swap in euro. L'ingresso dei prenditori sovrani in questo mercato ha tendenzialmente posto un tetto ai differenziali di swap in euro. All'aumentare dello spread di rendimento fra titoli pubblici e swap, il Tesoro trova conveniente incassare il tasso fisso.

Malgrado l'ampliamento della gamma di operatori, il numero degli intermediari è in calo. Gli swap sono massimamente trattati sul segmento over-the-counter, il che rende la figura del dealer essenziale al funzionamento

³ Nel settembre 2002 il governo francese ha temporaneamente sospeso questo tipo di operazioni a causa dei timori circa il livello e la volatilità dei differenziali di swap.



del mercato. Data la tradizionale preferenza dei clienti per controparti di qualità elevata, le contrattazioni sui mercati OTC sono da tempo dominate da un numero ristretto di dealer con alto merito di credito, solitamente banche commerciali con rating non inferiore alla doppia A⁴. Negli ultimi anni la concentrazione degli intermediari sui mercati OTC si è ulteriormente intensificata per effetto delle operazioni di M&A. Ad esempio, a seguito della fusione tra Chase Manhattan e J.P. Morgan nel 2000, la quota della nuova entità sul mercato OTC per i prodotti di tasso era pari a circa il 25%. Nel secondo trimestre 2001 ai cinque e ai venti maggiori intermediari facevano rispettivamente capo il 48 e l'88% dell'attività complessiva nel mercato degli swap sull'EONIA (BCE, 2002). In altri segmenti del mercato degli swap in euro l'attività risultava ancor più concentrata, con il 60% del turnover riconducibile ai cinque maggiori dealer. Il livello di concentrazione del mercato dell'euro è tuttavia inferiore a quello del mercato del dollaro, dove due istituti concorrono da soli a quasi i tre quarti del totale dei contratti derivati di tasso d'interesse contabilizzati da banche USA, e le cinque maggiori banche a oltre il 90%.

Gli istituti con sede nell'area dell'euro sono gli intermediari più attivi sul mercato degli swap in questa valuta: il valore nominale dei contratti da essi sottoscritti rappresentava a fine giugno 2002 il 46% del totale in essere (tabella 2). Tra le banche dell'area spiccano quelle tedesche, con una quota di mercato del 21%, seguite dalle francesi con il 15%. A fine giugno 2002 la quota delle banche USA sul mercato dell'euro era pari al 35%, contro il 54% sul

Ma l'attività di intermediazione è concentrata nelle mani di pochi dealer

⁴ Le società di intermediazione mobiliare tendono ad avere rating inferiori a quelli delle banche, e sono generalmente quotate singola A. Tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta svariate società di questo tipo hanno istituito affiliate quotate tripla A per operare in strumenti derivati; tuttavia, esse non sono mai riuscite a conquistare una quota rilevante del mercato.

Quote di mercato dei maggiori intermediari in swap			
in percentuale degli ammontari nozionali in essere a fine giugno 2002			
Sede dell'intermediario ¹	Swap in euro ²	Swap in dollari ²	Swap in yen ²
Area dell'euro	45,8	24,2	19,5
Germania	20,5	13,1	11,0
Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, HypoVereinsbank			
Francia	14,7	7,1	7,3
BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole			
Belgio, Italia, Paesi Bassi	10,6	4,0	1,2
ABN AMRO, Rabobank			
Stati Uniti	35,0	53,8	37,2
J.P. Morgan Chase, Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch			
Giappone	2,0	4,5	33,1
Fuji Bank, Bank of Tokyo-Mitsubishi, Sumitomo Bank			
Canada, Regno Unito, Svezia, Svizzera	17,2	17,4	10,3
UBS, Royal Bank of Scotland, Barclays, HSBC			
<i>Per memoria: ammontari nozionali, in miliardi di euro</i>	<i>26 322</i>	<i>26 247</i>	<i>12 507</i>
¹ Si riportano gli intermediari che a fine 2001 detenevano uno stock di contratti swap per almeno €1 miliardo. ² Swap e contratti a termine di tasso d'interesse.			
Fonti: Swaps Monitor; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.			Tabella 2

mercato del dollaro. Gli istituti giapponesi svolgono un ruolo solo marginale sui mercati degli swap in queste due valute, mentre detengono il 33% del mercato degli swap in yen.

Determinazione del prezzo degli swap in euro

EONIA ed Euribor sono i più comuni tassi di riferimento

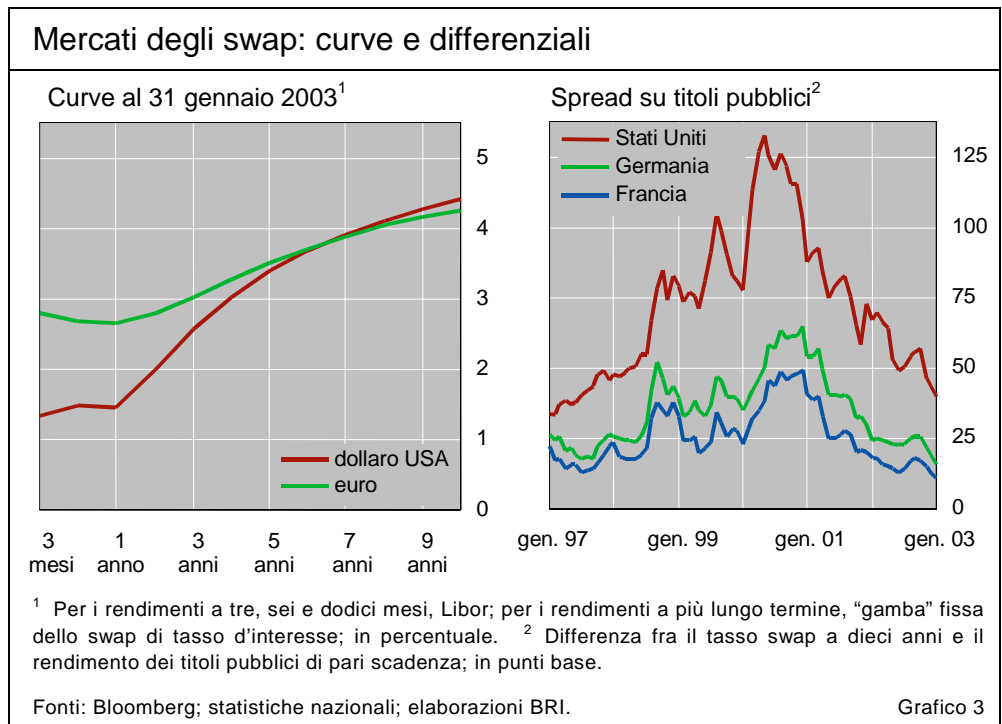
Il "pricing" degli swap di tasso dipende generalmente dalla misura dell'interesse utilizzata per la "gamba" variabile del contratto. Il rendimento del lato a tasso fisso dovrebbe incorporare le aspettative circa l'andamento futuro del tasso variabile per tutta la durata del contratto, nonché il rischio associato alla volatilità di tale tasso. Per quanto riguarda gli swap in euro, la scelta del tasso variabile dipende di solito dalla scadenza del contratto; come visto in precedenza, per gli swap a breve il tasso comunemente assunto è l'EONIA. Nel 2000 esso aveva soppiantato l'Euribor nel segmento a breve della curva swap, benché quest'ultimo fosse il riferimento corrente subito dopo l'avvio dell'unione monetaria. Per i contratti a più lungo termine l'Euribor continua a svolgere la funzione di benchmark. Visto che sono i depositi interbancari non garantiti a costituire il sottostante per entrambi i tassi, questi riflettono un certo grado di rischio creditizio. Di fatto, la maggior parte degli istituti segnalanti ai fini della determinazione di EONIA ed Euribor è quotata doppia A (BRI, 2001).

Secondo le convenzioni di “pricing” adottate, gli swap in euro vengono quotati in termini di rendimento riferito ai pagamenti a tasso fisso del contratto, mentre la quotazione degli swap in dollari viene di solito effettuata in termini di spread sui rendimenti del Tesoro USA. Così, il prezzo di uno swap in euro a cinque anni potrebbe essere quotato al 4%, senza riferimento alcuno al rendimento dei titoli pubblici, mentre il prezzo di uno strumento analogo in dollari potrebbe essere fissato in 50 punti base al disopra del rendimento del Treasury bond di pari scadenza⁵.

Nonostante il ruolo di benchmark svolto dagli swap in euro, i loro rendimenti tendono ancora ad attestarsi al disopra di quelli dei più liquidi titoli di Stato di pari scadenza quotati tripla A, così come i rendimenti swap in dollari tendono a superare quelli dei Treasuries; nel segmento a dieci anni, per esempio, a fine gennaio 2003 il tasso fisso degli swap in euro era di circa 20 punti base più elevato del rendimento sul Bund tedesco (grafico 3). Ciò è giustificato dal fatto che i tassi swap incorporano un premio per il rischio di controparte che è sovente associato agli operatori principali del mercato. Parallelamente, la percezione di un deterioramento nel merito di credito sovrano potrebbe tradursi in un assottigliamento dello spread. Nel 2001 e nel 2002, ad esempio, le difficoltà di bilancio incontrate dalla Germania sono parse contribuire a un restringimento del differenziale tra swap in euro e titoli pubblici tedeschi (Artus e Teiletche, 2003).

I tassi swap includono un premio per il rischio di controparte

In passato il rischio di controparte poteva essere mitigato frazionando le posizioni su diversi intermediari. Man mano che il processo di consolidamento



⁵ Per la precisione, a New York vige la convenzione di quotare gli swap in dollari USA in termini di spread, mentre a Londra è più comune la quotazione in termini di rendimento.

Crescente ricorso
alla collateralizza-
zione

del settore finanziario ha ridotto il numero dei dealer attivi sul mercato degli swap, e che i rating di quelli restanti sono stati declassati, si è fatto sempre maggiore ricorso al regolamento giornaliero e, in particolare, alla collateralizzazione. Il diffuso impiego di tali tecniche per l'attenuazione del rischio di controparte ha contribuito a ridurre l'ampiezza e la volatilità dei differenziali. Ciò nondimeno, in talune occasioni tale rischio potrebbe ancora destabilizzare il mercato degli swap. Nel luglio 2002, ad esempio, i timori circa il merito di credito di alcune grandi banche statunitensi – tra cui primari operatori in strumenti derivati – hanno determinato un ampliamento dei differenziali swap in dollari e, in misura minore, in euro (BRI, 2002b).

Tra i fattori che possono influire sugli spread rientrano altresì il livello generale dei tassi d'interesse e l'inclinazione della curva dei rendimenti. Tuttavia, è difficile spiegare la logica economica che soggiace a tali fattori, e la relazione che li lega agli spread mostra nel tempo una tendenziale instabilità. La liquidità del mercato degli swap in euro è stata fonte di preoccupazione in passato ma, come si vedrà più avanti, essa ha raggiunto un livello tale per cui i rendimenti tendono a non essere influenzati dagli squilibri tra domanda e offerta.

Liquidità del mercato

I mercati europei degli swap erano già piuttosto liquidi prima dell'unione monetaria, e l'introduzione dell'euro ha fornito un ulteriore contributo in tal senso. Il ricorso da parte di alcuni operatori agli swap di tasso d'interesse come strumenti di copertura e di posizionamento ha accresciuto la propensione di altri operatori a fare altrettanto, innescando una spirale virtuosa per cui mercati già liquidi acquisiscono una maggiore liquidità.

Secondo il Comitato per il sistema finanziario globale (CSFG, 2000), un mercato è liquido quando i partecipanti possono eseguire velocemente transazioni di elevato ammontare con un contenuto impatto sui prezzi. Sono almeno tre le dimensioni della liquidità di un mercato: strettezza dei margini, spessore e resilienza. La strettezza dei margini è espressa dalla differenza tra prezzi in acquisto e in vendita; lo spessore è riferito alla dimensione delle transazioni che possono essere effettuate senza che intervengano movimenti nei prezzi di mercato; la resilienza denota la rapidità con cui i prezzi tornano alla normalità a seguito di un temporaneo squilibrio negli ordini.

Sulla base dei dati disponibili, gli swap figurano tra gli strumenti più liquidi offerti sui mercati finanziari in euro. Invero, gli swap sull'EONIA costituiscono il segmento più liquido del mercato monetario in questa valuta (BCE, 2001a): essi vengono regolarmente negoziati nel comparto "inter-dealer" per scadenze fino a tre mesi e tagli da €2 miliardi, anche se non sono infrequenti contratti di ammontare assai più elevato. Lo spread denaro-lettera è generalmente pari a 1 punto base. L'indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati mostra come il turnover medio giornaliero dei contratti OTC su tasso d'interesse denominati in euro sia quasi raddoppiato tra l'aprile 1998 e l'aprile 2001, toccando €231 miliardi (BRI, 2002a). Nel 2001 il volume delle contrattazioni di swap e forward in euro aveva superato quello complessivo dei

Il segmento più
liquido del mercato
a breve in euro è
quello degli swap
sull'EONIA ...

prodotti di tasso, esclusi futures del mercato monetario, titoli governativi statunitensi e (presumibilmente) tedeschi (tabella 1). Buona parte di questa espansione sembra ascrivibile proprio agli swap sull'EONIA.

Oltre le scadenze biennali, tuttavia, il mercato degli swap in euro risulta inferiore al più ampio mercato dei titoli di Stato europei in termini sia di strettezza dei margini sia di spessore. L'evidenza empirica mostra che gli scarti denaro-lettera per gli swap sono maggiori di quelli applicati sui titoli pubblici: 1 punto base per i contratti "inter-dealer", contro meno di mezzo punto per i titoli di Stato tedeschi di più recente emissione. Anche il taglio dei contratti è inferiore: €100 milioni circa per gli swap a 5-10 anni, rispetto ai €150 milioni o più delle ultime tranche emesse di Bobl e Bund. L'attività di negoziazione in swap a più lungo termine rappresenta soltanto una piccola quota di quella dei futures su titoli del governo tedesco.

In aggiunta a ciò, la liquidità del mercato degli swap in euro sembra essere più soggetta al rischio di prosciugamento in periodi di estrema volatilità rispetto a quella del mercato dei titoli governativi. In particolare, la liquidità degli swap di tasso d'interesse potrebbe essere superiore se le contrattazioni avvenissero su un mercato organizzato, con una clearing house a fungere da controparte centrale. Il rischio di controparte assume un'importanza cruciale nei periodi di volatilità, quando spesso si acuisce l'incertezza circa lo stato di salute delle istituzioni finanziarie. I meccanismi per l'attenuazione di tale rischio svolgono pertanto un ruolo fondamentale nel determinare la liquidità di mercato in situazioni di stress (Borio, 2000). Sempreché sia garantita la solidità della stanza di compensazione, in condizioni di tensione la liquidità degli strumenti negoziati in borsa tende a essere più robusta di quella degli strumenti OTC (Borio, 2000; CSFG, 1999).

Varie iniziative sono state intraprese al fine di promuovere un maggiore accentramento sul mercato degli swap. Nella prima parte del 2001 la London Clearing House, con il sostegno di alcuni tra i maggiori intermediari in swap, ha avviato la compensazione e il regolamento degli swap di tasso d'interesse in tutte le principali valute. All'incirca nello stesso periodo il LIFFE ha introdotto contratti futures su swap in euro a due, cinque e dieci anni. Questi ultimi concorrono tuttavia a una quota trascurabile dell'attività globale in swap (tabella 1). Per converso, sul mercato dei titoli pubblici tedeschi le negoziazioni di futures su obbligazioni di Stato rappresentano la maggioranza degli scambi.

Il futuro degli swap

Non è ancora chiaro se gli swap continueranno o meno a erodere il ruolo di benchmark svolto dai titoli pubblici e a consolidare la propria supremazia nella copertura e nell'assunzione di posizioni sui mercati del reddito fisso in euro. Oltre ai timori circa il rischio di controparte cui si è accennato in precedenza, permane la possibilità che la partecipazione di grandi operatori che tendono a porsi unicamente come acquirenti o come venditori del contratto (ad esempio, i governi) possa accrescere il rischio di movimenti idiosincratici dei rendimenti di swap – ossia aumentare il rischio di base – e diminuire così l'efficacia di tali strumenti a fini di copertura.

... ma i mercati dei titoli di Stato sono più liquidi sulle altre scadenze

La liquidità dei mercati OTC è meno robusta in situazioni di stress

Le operazioni pronti contro termine potrebbero in futuro contendere agli swap sull'EONIA lo status di benchmark per il segmento a breve della curva dei rendimenti in euro, come di fatto già avviene sul mercato del dollaro USA. I mercati pct europei mostrano una rapida crescita e un'integrazione costante, grazie soprattutto alle iniziative degli operatori per limitare le esposizioni al rischio di controparte. Particolarmente degno di nota è lo sviluppo di un mercato pct a struttura triangolare ("triparty"), in cui il regolamento e la gestione del collaterale sono delegati a una clearing house centrale; esso consente infatti di stanziare a garanzia delle operazioni un paniere di titoli, anche di minore qualità e liquidità (BCE, 2002). Sul segmento più a lunga della curva dei rendimenti i titoli pubblici continuano a essere valori benchmark appetibili, non da ultimo in virtù dell'enorme liquidità dei contratti futures su titoli di Stato tedeschi.

Riferimenti bibliografici

Artus, P. e J. Teiletche (2003): "Les mécanismes sous-jacents au resserrement des spreads dans la zone euro", CDC IXIS special report, gennaio.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001): "The changing shape of fixed income markets", in *BIS Papers*, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 1-43.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002a): *Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati per il 2001*, Basilea, marzo.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002b): "Quadro generale degli sviluppi: si aggrava la crisi di fiducia, diffondendosi ad altri comparti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 1-13.

Borio, C. (2000): "Liquidità di mercato in situazioni di stress; alcune problematiche e implicazioni sul piano delle politiche", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 38-48.

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

Comitato sul sistema finanziario globale (2000): *Market liquidity: research findings and selected policy implications*, Basilea, marzo.

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

Banca centrale europea (2001b): *The euro bond market*, Francoforte sul Meno, luglio.

Banca centrale europea (2002): *Euro money market study 2001 (MOC)*, Francoforte sul Meno, dicembre.

McCauley, R. (2001): "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 39-45.