

# L'INCERTEZZA SUI MERCATI FINANZIARI: IL TERMOMETRO DEI TASSI FUTURE SULL'EURIBOR

di Vincenzo Chiorazzo, Carlo Milani  
01 luglio 2008

Tra le nefaste conseguenze che la crisi americana dei mutui subprime ha provocato sulla scena macrofinanziaria mondiale vi è la straordinaria crescita dell'incertezza. In questo contesto il ruolo della Banca Centrale Europea è particolarmente complesso in quanto deve fronteggiare l'incremento delle quotazioni del petrolio e dei beni alimentari.

Tra le nefaste conseguenze che la crisi americana dei mutui subprime ha provocato sulla scena macrofinanziaria mondiale vi è la straordinaria crescita dell'incertezza. Vi è incertezza non solo sul quando si potrà uscire dalla turbolenza ma: i) sulle capacità degli Stati Uniti di assorbire la contrazione di credito che si sta producendo senza entrare in recessione; ii) sul ruolo che potrà essere svolto dai paesi emergenti a sostituzione degli Usa nel loro ruolo trainante dell'economia mondiale; iii) sui riflessi di questi possibili scenari sui prezzi delle commodities, sia energetiche che alimentari; iv) sulle reazioni delle banche centrali a questi complessi intrecci di dinamiche.

Di questa situazione nebulosa pagano oggi il prezzo un po' tutte le principali aree economiche mondiali, e l'Europa tra esse. I riflessi dell'esplosione della bolla subprime sui paesi europei, ed in particolare per quelli facenti parte dell'Area euro, si possono ben cogliere dall'andamento dei tassi interbancari nelle loro quotazioni spot e future (cfr. grafico 1). Grafico 1. Tassi d'interesse nell'Area euro

Fonte: ns. elaborazioni su dati Datastream. Dal grafico si osserva come nei due mesi successivi allo scoppio della crisi il tasso spot sull'Euribor a 3 mesi sia nettamente aumentato, mentre il tasso future per la scadenza dicembre 2008 abbia avuto una dinamica opposta. Conseguenza di tale andamento anomalo è stato presumibilmente l'incremento del prezzo per il rischio richiesto dai mercati. A partire dai primi di dicembre 2007 si rileva invece come tasso spot e future si siano mossi allo stesso modo, probabilmente a riflesso della stabilizzazione delle aspettative degli andamenti futuri del premio per il rischio su livelli elevati. In altri termini, dalla fine del 2007 il repricing del rischio sembra essere scontato come fattore non più temporaneo ma frutto intrinseco della crisi. Aspetto da notare è la dinamica del tasso future nel periodo considerato, con un accentuato andamento ad "U". Difatti, il tasso future sull'Euribor a 3 mesi è diminuito progressivamente dai valori di metà 2007 fino a toccare un minimo nella prima settimana di febbraio '08. In tale fase le attese del mercato erano di una riduzione del tasso di policy di circa 1,25 punti percentuali (dal 4 al 2,75%)(1). Successivamente, nel periodo più recente, il tasso future è andato fortemente crescendo fino a toccare un punto di massimo nella prima settimana di giugno 2008. Ad osservare gli ultimi dati disponibili i mercati sembrerebbero attendersi una crescita del tasso di policy di circa 75 punti base (dal 4 al 4,75%)(2). Un cambiamento così repentino nelle attese degli operatori, che nel giro di appena quattro mesi hanno rivisto le loro prospettive sui tassi d'interesse aumentare di ben 2 punti percentuali (da una riduzione attesa di 125 punti base ad un incremento di 75 punti) è esso stesso un indicatore molto chiaro del forte grado di incertezza che sta colpendo gli operatori economici condizionandoli nelle loro scelte di investimento/risparmio.

Grafico 2. Tasso future su Euribor a 3M implicito nella scadenza dic. 2008 Dati infragiornalieri relativi al 05/06/2008

Fonte: ns. elaborazioni su dati Bloomberg.

In questo contesto il ruolo della Banca Centrale Europea è particolarmente complesso in quanto deve fronteggiare l'incremento delle quotazioni del petrolio e dei beni alimentari per i loro evidenti riflessi negativi sui prezzi al consumo (nell'eurozona l'inflazione a maggio 2008 è stata pari al 3,7 per cento, ben al di sopra del target Bce "close but below 2%"), in un ambiente macroeconomico di non facile decifrazione.

Interessante, in questo quadro, è valutare quanto accaduto sulla dinamica del tasso future sull'Euribor a 3 mesi nella giornata di giovedì 5 giugno, quando si è riunito il Consiglio Direttivo della Bce(3). Dalle quotazioni infragiornaliere si può constatare come i mercati non si aspettassero cambiamenti nella stance di politica monetaria nel brevissimo termine, tant'è che il tasso future si è mantenuto per tutta la mattinata del 5 giugno intorno ai valori della precedente chiusura, cioè all'incirca sul 5%. Alle 14:30, quando Trichet ha iniziato la consueta conferenza stampa con i giornalisti, il tasso future ha iniziato a mostrare una tendenza

crescente in quanto dalla lettura del comunicato da parte del Governatore si desumeva abbastanza chiaramente la preoccupazione del Consiglio per i rischi di instabilità dei prezzi, con la conseguente necessità di inasprimento dei tassi di policy. Alla fine della lettura del comunicato il tasso future era aumentato di circa 10 punti base. All'apertura alle domande da parte dei giornalisti veniva presentata il seguente quesito: «I have noted you said twice that the Governing Council is in a state of heightened alertness. Could you explain whether that is sort of a signal to the market, and would that even precede something along the lines of "vigilance", could we expect "vigilance" in the coming months?». A questa domanda Trichet rispondeva, intorno alle ore 14:58, nel seguente modo: «We consider that the possibility is not excluded that, after having carefully examined the situation, we could decide to move our rates by a small amount in our next meeting in order to secure the solid anchoring of inflation expectations, taking into account the situation. I don't say it is certain, I say it is possible». La reazione dei mercati a tale risposta è stata pressoché immediata: il tasso future è aumentato di altri 10 punti base nell'arco di due minuti e poi ha continuato la sua ascesa fino a registrare, a fine giornata, un incremento di quasi 40 punti rispetto all'apertura dei mercati. Vincenzo Chiorazzo e Carlo Milani

1) Il premio per il rischio utilizzato è quello di fine novembre 2007, pari a 60 basis point, in quanto, come detto in precedenza, in tale periodo la fase di aggiustamento del prezzo per il rischio si era presumibilmente assestata.

2) Cfr. nota 1.

3) Si veda, per un'analisi degli impatti degli annunci della Bce sui tassi future sull'Euribor, Rosa C. e G. Verga, 2008, "The Impact of Central Bank Announcements on Asset Prices in Real Time", Ente Luigi Einaudi, Temi di Ricerca n.55.