



di Alfonso Scarano*

Il lato oscuro del tasso "Euribor"

Abstract

Il giorno 29 novembre 2007 il tasso Euribor® (*Euro Interbank Offered Rate*) ad 1 mese è aumentato del 15,35% rispetto il giorno precedente. L'impatto sui mutui a tasso variabile è stato immediato e molto significativo. Tale incredibile aumento mi ha indotto ad approfondire la genesi del calcolo dell'Euribor.

In questo articolo, mi propongo di riassumere alcuni risultati di questa ricerca e di porre alcune domande che ancora non hanno avuto una risposta.

Una in particolare.

"Perché i cittadini europei sono costretti, quasi per una convenzione loro sfavorevole, a sottoscrivere con le banche contratti di mutuo a tasso variabile che prevedono di utilizzare l'Euribor come parametro di indicizzazione, quando questo parametro appare storicamente effetto dal fluttuare del rischio di credito tra le controparti bancarie?"

In realtà, il profilo del flusso di cassa del rimborso di un mutuo è definito esattamente al momento della stipula del contratto stesso. Infatti, per un mutuo a tasso variabile, si negozia come addendo al tasso variabile (l'Euribor), uno "spread" aggiuntivo che sostanzialmente quantifica il costo del merito creditizio del mutuatario.

C'è da chiedersi perché chi sottoscrive il mutuo debba essere assoggettato, attraverso il tasso Euribor, a pagare un costo che è in relazione non ad un rischio proprio, bensì al rischio di merito creditizio tra banche, e ciò per tutto l'arco temporale di esistenza del mutuo.

Che colpa ne ha il sottoscrittore del mutuo, se le banche si guardano con maggiore o minore sospetto a proposito del reciproco costo di merito creditizio che si possono addossare?

E quanta responsabilità hanno le banche

nel fissare i tassi, tenuto conto che, attraverso il tasso Euribor, potranno scaricare integralmente sulla propria clientela il costo del proprio rischio di credito?

E infine, può il metodo di calcolo con cui viene elaborato il tasso Euribor dar luogo ad inefficienze?

Genesi del tasso Euribor

Un cenno storico. Dal primo gennaio del 1999, per l'entrata in vigore dell'Euro per i 12 paesi aderenti, si è sviluppato un nuovo mercato finanziario che ha nel parametro Euribor® (*Euro Interbank Offered Rate*) il proprio benchmark di riferimento per la moneta e per i mercati dei capitali. L'Euribor è quel tasso al quale le banche primarie scambiano tra di loro i depositi interbancari a termine denominati in euro. L'Euribor è diventato il benchmark di riferimento nell'area euro, e lo si ritiene comunemente affidabile e significativo per il semplice fatto storico che fa riferimento a un grande mercato integrato con una singola moneta (l'Euro), per la partecipazione di un importante numero di primarie banche con rating creditizio di massimo livello, per un codice di condotta consolidato e, infine, per un comitato indipendente di esperti del mercato, lo Steering Committee, che sovrintendono all'applicazione del codice di condotta e monitorano lo sviluppo del mercato. Il

tasso Euribor viene elaborato e comunicato al mercato da Reuters Ltd. ogni giorno alle ore 11,00. La serie storica dei dati parte da inizio 1999, essendo stato il dato pubblicato la prima volta il 30 dicembre 1998. L'organizzazione che sovrintende la produzione dell'Euribor è sponsorizzata sia dalla Federazione delle Banche Europee (*European Banking Federation - FBE*) che rappresenta gli interessi di circa 4.500 banche in 24 stati membri dell'unione europea e di Norvegia, Svizzera e Islanda, sia dalla *Financial Markets Association (ACI)*.

Le procedure di calcolo dell'Euribor

Comprendere le procedure di calcolo dell'Euribor, appare il mezzo migliore per entrare nel cuore del problema. Il processo è diviso in quattro fasi: contribuzione, verifiche preliminari, calcolo e pubblicazione (vedi *Tabella 1*). Entro le ore 10,45 le banche del *panel* di contribuzione inseriscono volontariamente i propri dati in pagine di contribuzione telematiche del sistema informativo della società Reuters Ltd; tali dati possono essere corretti ed aggiornati fino alle ore 11,00. Allo scoccare di quest'ora, gli addetti al calcolo della società Reuters lanciano le procedure di elaborazione che calcolano una media semplice dei dati scartando il 15% delle contribuzioni di valore maggiore ed il 15% delle contribuzioni di valore inferiore. Il calcolo viene ritenuto valido se almeno 12 soggetti hanno contribuito; in caso contrario Reuters si prodiga con telefonate e contatti diretti a sollecitare la contribuzione.

NOTA

* Analista indipendente.



Il lato oscuro del tasso "Euribor"



Contribuzione:	Ogni banca direttamente inserisce i propri dati entro le ore 10:45 a.m. (CET) per ogni giorno in cui lavora il sistema Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer system (TARGET). Ogni banca contribuisce su una pagina dedicata e privata che può essere vista dalla sola banca o dal personale tecnico di Reuters che gestisce il processo di fissazione del parametro. Dalle ore 10:45 a.m. fino alle ore 11:00 a.m. (CET) la banca, se lo ritiene, può correggere le proprie quotazioni.
Calcolo:	Alle ore 11:00 a.m. (CET), Reuters attiva la procedura di calcolo dell'Euribor. Reuters, seguendo questa procedura deve eliminare le maggiori e le minori contribuzioni per un 15% ciascuno dell'insieme dei dati raccolti. Dei dati rimanenti ne viene calcolata la media con tre cifre decimali.
Pubblicazione:	Reuters, dopo aver eseguito il calcolo alle ore 11:00 a.m. (CET), pubblica istantaneamente il dato Euribor® reference rate sulle pagine Reuters numero 248-249, che renderà disponibili ai propri clienti ed agli altri distributori di dati. Nello stesso momento viene pubblicato il sottostante insieme delle banche contributrici su una serie di 15 pagine che mostrano tutti i tassi per <i>maturity</i>
Procedure di gestione delle anomalie:	Prima di lanciare il calcolo, alle ore 11:00 a.m. (CET) in ogni giorno di negoziazione del sistema TARGET Reuters verifica (<i>"shall verify"</i>) se tutte le banche dell'elenco hanno contribuito in accordo con le procedure stabilite. Ma se una o più banche non lo hanno fatto Reuters impiega ogni ragionevole sforzo (<i>"shall use reasonable efforts to remind"</i>) per ottenere i dati (<i>"by telephone or any other means of communication.."</i>) e invita <i>"shall invite"</i> a provvedere alla contribuzione immediatamente; dopo questa segnalazione se la banca non provvede a contribuire con i propri dati entro le 11:00 a.m. (CET), Reuters calcola (<i>"shall calculate"</i>) il tasso Euribor per quel giorno senza il dato mancante e prontamente notifica l'Euribor FBE per iscritto. Se più del 50% delle banche dell'elenco omette di fornire i propri dati per le 11:00 a.m. (CET), Reuters ritarda (<i>"shall delay"</i>) il lancio del calcolo dell'Euribor finché almeno il 50% dei contributori abbiano immesso nel sistema le loro quotazioni. Se questo non fosse possibile prima delle 11:15 a.m. (CET), Reuters alle ore 11.15 a.m., provvede come segue: (1) se 12 o più banche di 3 o più paesi, hanno contribuito con i dati, allora il calcolo e la comunicazione dell'Euribor è basata su questi dati; (2) se hanno contribuito meno di 12 banche o se queste sono riferibili a meno di 3 paesi, Reuters ritarda il lancio del calcolo finché 12 o più banche di 3 o più paesi abbiano provveduto. Reuters, alle 11:15 a.m. (CET), indicherà il ritardo sulle pagine dove l'Euribor dovrebbe essere (<i>"should be displayed"</i>) pubblicato.

Fonte: portale Internet www.euribor.com

Tabella 1

Ciò che lascia più perplessi nella procedura di calcolo qui descritta è che il dato Euribor viene calcolato come contribuzione volontaria e non come sistema di calcolo integrato al suo mercato sottostante. Un parametro così importante per la vita dei cittadini europei come l'Euribor viene calcolato non in base a dati oggettivi attinti direttamente dal mercato e con procedure ad esso integrate, ma è calcolato in base a contribuzioni volontarie, eventualmente sollecitate da una telefonata, e potenzialmente soggette anche ad un rischio di intervento discrezionale. C'è dunque da domandarsi seriamente se tutto questo possa apparire ragionevole, anche alla luce dell'andamento un po' schizofrenico di questo indicatore e soprattutto dell'ultimo aumento avvenuto lo scorso 29 novembre, quando è aumentato del 15,35% in un solo giorno. E poi si potrebbe anche ritenere che il risultato del calcolo possa essere soggetto

ad un reale problema di significatività statistica, dato che vi è comunque il rischio, contemplato nella procedura di calcolo sopra riportata, di esiguità numerica delle banche contributrici, e comunque può sembrare insufficiente che un calcolo fatto in base anche a soli 12 contributori possa venire considerato congruo ed accettabile per rappresentare un parametro universalmente adottato come riferimento di indicizzazione per i mutui dei cittadini europei.

Chi sono i contributori ed i controllori

Il tasso Euribor è calcolato sulla base delle informazioni fornite volontariamente da un elenco di primarie banche e relative ai tassi che si formano nelle negoziazioni del circuito interbancario degli scambi di depositi. L'elenco delle banche attualmente contributrici alla formazione del parametro Euribor è riportato in

Tabella 2. Il medesimo panel di banche contribuisce alla formazione del tasso overnight dell'euro indicato come Eonia® (*Euro OverNight Index Average*).

La scelta delle banche che diventano partecipi della contribuzione dei dati è espresso da quanto scritto sul sito Internet dell'organizzazione che calcola l'Euribor:

"The choice of banks quoting for Euribor® is based on market criteria. These banks are of first class credit standing. They have been selected to ensure that the diversity of the euro money market is adequately reflected, thereby making Euribor® an efficient and representative benchmark."

Come dire che la presenza o meno di un contributore sia riposta solamente nella dimensione della banca potenzialmente contributtrice e dal suo rating di credito. Dal punto di vista geografico le

Elenco delle banche che contribuiscono al calcolo del tasso Euribor

Paese	Banche contributrici
Austria	Erste Bank der Österreichischen Sparkassen RZB - Raiffeisen Zentralbank Österreich AG
Belgio	Dexia Bank Fortis Bank KBC
Finlandia	Nordea
Francia	BNP – Paribas IXIS CIB HSBCFrance Société Générale Natexis Banques Populaires Crédit Agricole s.a. Crédit Industriel et Commercial CIC
Germania	Bankgesellschaft Berlin Bayerische Landesbank Girozentrale Deutsche Bank Dresdner Bank Landesbank Hessen - Thüringen Girozentrale WestLB AG Commerzbank DZ Bank Deutsche Genossenschaftsbank Landesbank Baden-Württemberg Girozentrale Norddeutsche Landesbank Girozentrale
Grecia	National Bank of Greece
Irlanda	AIB Group Bank of Ireland
Italia	Intesa Sanpaolo Monte dei Paschi di Siena UCI Milano
Lussemburgo	Banque et Caisse d'Épargne de l'État
Olanda	ABN Amro Bank ING Bank Rabobank
Portogallo	Caixa Geral De Depósitos (CGD)
Spagna	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Banco Santander Central Hispano Confederacion Española de Cajas de Ahorros
Altre banche UE	Barclays Capital Svenska Handelsbanken Den Danske Bank
Banche internazionali	Bank of Tokyo – Mitsubishi Citibank J.P. Morgan Chase & Co. UBS (Luxembourg) S.A.

rappresentanze nazionali più rilevanti sono quelle di Francia e Germania. Notiamo poi che per l'Italia, per effetto delle fusioni bancarie, sono rimaste nel panel solamente Intesa San Paolo, Monte dei Paschi ed Unicredit.

Il comitato garante della produzione del tasso Euribor, che nella documentazione viene definito come "indipendente", si riunisce un paio di volte all'anno a Bruxelles o a seconda delle circostanze, ed è chiaramente composto da esponenti e rappresentanti delle banche contributrici.

L'importanza dei tassi Euribor

I tassi Euribor (1 mese, 3 mesi e 6 mesi) costituiscono di fatto una "metrica" di riferimento in area euro per tutto il mondo finanziario e per l'economia europea in generale. Ad esempio, i mutui a tasso variabile che i cittadini europei stipulano con le banche per comprarsi casa sono generalmente indicizzati all'Euribor, utilizzando per il calcolo del valore della rata il dato Euribor in varie modalità, come ad esempio prendendo il dato puntuale di una data specifica (ad esempio l'ultimo giorno di fine mese) o a una media di valori che si riferiscono ad un certo periodo (il dato medio dell'intero mese). La variazione del tasso Euribor incide in maniera sostanziale sulla quantificazione della rata del mutuo e sulla generale struttura del rimborso dei prestiti contratti sia con le banche che con altre istituzioni. Se lo osserviamo in un grafico (*Grafico 1*), nel corso degli ultimi otto anni il tasso Euribor ha tracciato un andamento quasi di tipo sinusoidale, con un ciclo completo con due massimi e due minimi.

Se indaghiamo più precisamente la serie storica, guardiamo alla linea verde (scala



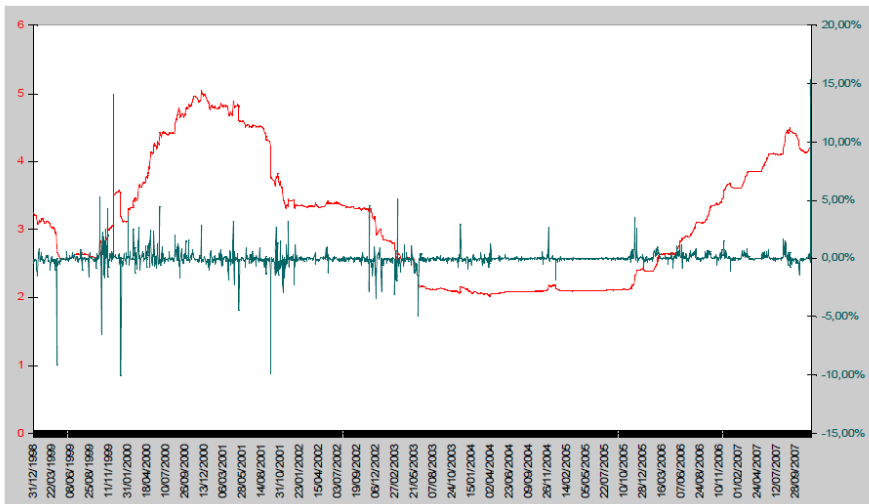
Il lato oscuro del tasso “Euribor”



Partecipanti al comitato garante del calcolo dell'Euribor

G. RAVOET	Secretary General EBF
P. BOSIO	Banca MPS [Euribor® FBE]
J. MAHON	AIB Capital Markets [Euribor® FBE]
P. MORYOUSSEF	Royal Bank of Scotland London [Euribor® FBE]
J-J. QUELLEC	Natixis Paris [Euribor® ACI]
A. SEIGNAT	Crédit Agricole [EACB]
G-H. SIEVEKING	Investitionsbank Berlin [Euribor® ACI]
N. SOULOPOULOU	National Bank of Greece [Euribor® ACI] J. SULIN
	Nordea [Euribor® FBE]
J.M. VERDUGO	Confederacion Española de Cajas de Ahorros [ESBG]

Tabella 2



Tasso Euribor 1m (linea rossa) e variazioni giornaliere (in % scala di destra) dello stesso (linea verde)

Grafico 1

di destra +20% / -15%)¹ che è costruita come variazione del tasso Euribor di un giorno rispetto al giorno precedente. Osserviamo che questa serie numerica presenta numerosi picchi, con forti discontinuità. L'incremento del 15,35% che si è verificato il giorno 29 novembre 2007 rispetto il giorno precedente, non può lasciare indifferenti, anche perché ha direttamente impattato su tutti quei mutui che vengono calcolati con il dato puntuale del tasso Euribor colto

nell'ultimo giorno del mese. Ma poi, se analizziamo i dati della serie storica degli ultimi otto anni, vediamo che le variazioni improvvise e decisamente rilevanti non sono un caso isolato, anche se la variazione dello scorso 29 novembre è stata in assoluto la più consistente. Il 29 novembre appare una data ricorrente. Cercando di occultare il battito cardiaco di questo parametro quando va in fibrillazione, si rinviene che la data del 29 novembre 3 volte nei primi 11 incrementi

per importanza e, comunque, il mese di novembre ricorre per 7 volte su 12 campioni. (vedasi *Tabella 3*: Prospetto con i maggiori incrementi registrati a partire dal 1999).

Variazioni giornaliere di questa consistenza potrebbero apparire rivelatrici di una certa criticità del parametro Euribor preso come riferimento e del sistema con cui viene calcolato, oppure potrebbero essere rivelatrici di un problema di efficienza del mercato interbancario sottostante, o di una combinazione di entrambi.

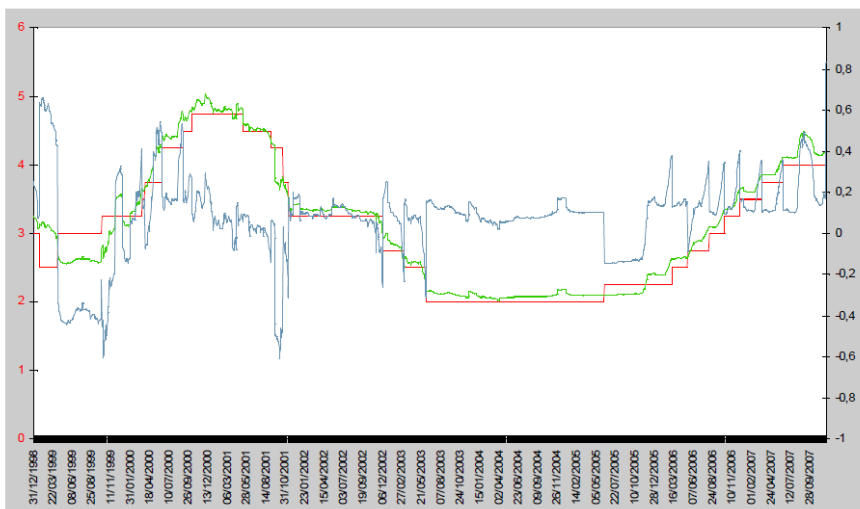
Figura: tasso Euribor 1m (%) (verde) scisso nelle due componenti: tasso BCE (rossa) e residuo (blu, scala a destra).

I movimenti del tasso Euribor a un mese (1m), appaiono ancora più sensibili se si normalizza l'andamento del parametro rispetto i tassi espressi dalla BCE. L'approccio di normalizzare l'Euribor al tasso BCE, che è il costituente delle “fondamenta” della struttura dei tassi, dovrebbe apparire ragionevole. E in effetti, a ben vedere e soprattutto nel periodo a partire dall'inizio del 2005, è come se il tasso Euribor tirasse o

data	Incremento Euribor 1 m (%) Giorno (t) / giorno (t-1)
29/11/2007	15,35%
29/11/1999	14,11%
04/10/1999	5,23%
07/03/2003	5,08%
08/11/2002	4,53%
09/06/2000	4,43%
02/11/1999	4,25%
27/01/2000	3,58%
21/11/2005	3,54%
12/04/2001	3,26%
29/11/2001	3,23%
27/11/2003	2,91%

Prospetto dei maggiori incrementi del tasso Euribor a partire dal 1 gennaio 1999

Tabella 3



Euribor, in rosso, scala sinistra, e le variazioni giornaliere di (Euribor - tasso BCE), in blu scala a destra

trascinasse verso l'alto il tasso BCE, in ogni occasione precedente al suo aggiornamento.

E dunque le forti oscillazioni che si osservano in concomitanza al cambiamento dei tassi BCE appaiono ben correlate all'andamento delle decisioni BCE e pare anzi che siano delle proxy piuttosto fedeli ed affidabili delle successive decisioni sulla moneta da parte BCE. La tensione che ha determinato il picco del +15,35% del 29 di novembre è come se avesse fortemente voluto un adeguamento verso l'alto dei tassi, che poi non c'è stato; ma una successiva conseguenza che invece si è effettivamente realizzata è stata la più massiccia iniezione di liquidità mai effettuata dalla BCE, per quasi 350 miliardi di euro.

Conclusioni

Vista la rilevanza di questo indicatore, sarebbe meritevole che si desse consistenza ad una nuova serie di studi indipendenti per comprendere in maniera quantitativa e statistica la reale significatività storica del dato Euribor, come è stato calcolato in questi otto anni, rispetto il complesso delle transazioni avvenute sul sistema interbancario. Il dubbio legittimo è che possa essersi stabilizzata una procedura di calcolo inadeguata e inefficiente che offre al pubblico degli utilizzatori un risultato, il parametro Euribor, meno significativo di quanto dovrebbe essere. Un ulteriore legittimo dubbio è che ci possa essere anche il rischio di consentire una disparità informativa per cui alcuni soggetti bancari possano lucrare dei "delta di interesse" senza che questi assumano un correlato rischio; per il generale contesto economico e sociale europeo si tratterebbe di una inaccettabile posizione di rendita.

Occorre infine domandarsi se pare logico e corretto che il sottoscrittore di un mutuo debba essere soggetto successivamente alla stipula del contratto alla fluttuazioni di reputazione tra le banche nel mercato interbancario, che ben impattano sulla rata che ogni mese deve pagare attraverso il parametro Euribor. Il rischio di merito creditizio il mutuatario già lo paga attraverso lo spread.

Non parrebbe più ragionevole che il parametro da prendersi a riferimento del tasso variabile debba essere lo stesso tasso BCE?

(riproduzione riservata)

Dopo la pubblicazione dell'articolo **Mario Draghi**, allora Governatore della Banca d'Italia, rispose all'Aiaf con la lettera che pubblichiamo a pag. 20.

Al Governatore della Banca d'Italia

Roma, 11 maggio 2009

Gentile Ingegnere Scarano,

ho letto con interesse le sue riflessioni in merito al ruolo svolto dal tasso Euribor nell'attuale fase congiunturale.

Possibili elementi di debolezza di questo indicatore sono stati spesso sottolineati da operatori e studiosi dei mercati monetario e bancario. I principali riguardano la natura di tasso solo indicativo delle condizioni alle quali le banche sono disponibili a offrire fondi non garantiti nonché la rappresentazione parziale delle diverse comunità bancarie nazionali nel panel preso a riferimento per il calcolo dell'indice; per il sistema bancario italiano, ad esempio, sono presenti solo tre primari istituti.

Pertanto, come Lei ricorda, l'indicatore è elaborato e diffuso da un soggetto privato, la Federazione Bancaria Europea, al quale compete l'iniziativa per una eventuale revisione della metodologia di elaborazione.

L'Eurosistema contribuisce al patrimonio informativo disponibile per gli operatori e i mercati con una produzione statistica ampia, diversificata e costantemente verificata sul piano qualitativo. In particolare, per quanto riguarda il mercato interbancario italiano, i tassi di interesse medi ponderati relativi alle contrattazioni sulla piattaforma e-Mid sono riportati con cadenza periodica nelle pubblicazioni della Banca d'Italia.

Nel ringraziarla per l'attenzione riservata alla Banca d'Italia, le invio i saluti più cordiali.



Ill.mo Signor
ing. Alfonso Scarano
Associazione Italiana degli Analisti Finanziari
Milano