

Coperture dal rischio tassi, oggi ottime occasioni

I tassi Irs paiono invitanti per trasformare i finanziamenti da tasso variabile a fisso, anche se, da quando c'è l'euro, non sono mai stati convenienti

/ Stefano PIGNATELLI e Luigi FASCIANO

Proprio in questi giorni, i **tassi Irs** (*interest rate swap*) hanno **aggiornato i nuovi minimi storici**: Irs a 3-5-10 anni rispettivamente all'1,13%-1,48%-2,22%. Paiono oggettivamente livelli **invitanti** per procedere alla trasformazione di finanziamenti da tasso variabile in **tasso fisso**.

Tuttavia, chi sta continuando a **rinvviare** questa decisione, per timore di nuovi peggioramenti del quadro economico-finanziario, è stato **premiato**. L'**aumento dell'avversione al rischio** (calo delle Borse, aumento dei rendimenti dei Titoli periferici europei e degli *spread* sul Bund), alla luce delle difficoltà della Spagna e di un potenziale rallentamento della crescita globale, ha condotto alla **riduzione dei tassi Irs**.

Ovviamente, è difficile esprimersi sulla prosecuzione o meno di tale tendenza, che, prima o poi, è auspicabile finisca. Quello che si può segnalare, in ogni caso, è l'**oggettiva appetibilità** delle condizioni di **tasso fisso** spuntabili attualmente tramite Irs: ad esempio, sui **10 anni**, una copertura "baciata" ad un piano di ammortamento a rate trimestrali costanti è perfezionabile attorno all'**1,75%** (margine per la banca compreso – NB: condizione per primari), mentre una copertura cosiddetta "**Bullet**", cioè con capitale nozionale fisso, può essere chiusa al **2,25%** circa. Sui **5 anni**, le due diverse tipologie di copertura possono essere perfezionate rispettivamente all'**1,20%** e **1,50%** circa.

Per curiosità, siamo andati a ritroso nel tempo, sin dall'introduzione dell'euro, per vedere quando fosse e se fosse stato **conveniente** trasformare in fisso, tramite Irs (*interest rate swap*), un finanziamento a tasso variabile. Per operazione Irs si intende un contratto mediante il quale cliente e banca **si scambiano flussi finanziari**: tipicamente, il cliente paga un fisso (tasso Irs di *swap*) e riceve un tasso variabile (Euribor). I risultati di tale analisi sono consultabili su www.aritma.eu. Abbiamo considerato operazioni "**Bullet**" (quindi, senza ammortamento del capitale nozionale) **a 5 anni**: in sostanza, siamo andati a vedere, giorno per giorno, fino ad inizio 1999, quando fosse risultato **conveniente** sottoscrivere un Irs. Ebbene, il risultato è che chi fosse stato a mercato (**tasso variabile**) avrebbe **quasi sempre fatto un affare**.

Sarebbe risultato conveniente coprirsi solo tra aprile e

ottobre 2005, a fine 2004, a marzo 2004 e a giugno 2003, con vantaggi peraltro molto limitati.

Visti gli attuali minimi dei tassi Irs, potrebbe essere oggi la volta buona sottoscrivere una copertura che in futuro possa risultare conveniente?

Il **negativo risultato storico** delle operazioni Irs **non** deve, tuttavia, essere necessariamente letto come "**guadagno delle controparti bancarie**". Le banche, nel momento di definizione della copertura, provvedono a coprirsi a loro volta, quindi i loro profitti non sono legati all'**andamento della copertura**. Questi derivano invece da alcune voci che vengono "caricate" sul tasso Irs teorico, che possiamo definire anche *best price* di mercato. Al *best price* si aggiunge un costo di *hedging* tipicamente rappresentato dallo *spread* denaro/lettera applicato in condizioni normali di mercato. A ciò, la banca aggiunge uno *spread* (margine), che tendenzialmente dovrebbe **coprire i rischi** di credito, i rischi operativi e legali oltre a quelli amministrativi. Tale costo è spesso anche **direttamente proporzionale** alla complessità del derivato.

In passato, proposti derivati complessi e non legati ai bisogni di copertura

Purtroppo, nel passato, proprio per aumentare i margini di profitto, venivano proposti **derivati** decisamente **complessi** che poco avevano a che fare con i bisogni di copertura. Rileviamo che questa tendenza è andata via via scemando e negli ultimi anni gli operatori sono tornati a proporre **operazioni classiche** di copertura.

Quando si ha intenzione di sottoscrivere una copertura, è necessario, quindi, essere perfettamente **consapevoli** di quello che è il *best price* e quelle che sono le normali condizioni di *spread* applicate dalle banche. Per far ciò è necessario avere a disposizione **modelli di calcolo adeguati**.

La valutazione tecnica dell'operazione può essere eseguita anche a ritroso su operazioni di copertura chiuse nel passato, per capire quali furono i margini di profitto della banca e la loro congruità, nonché per controllare i pagamenti avvenuti.