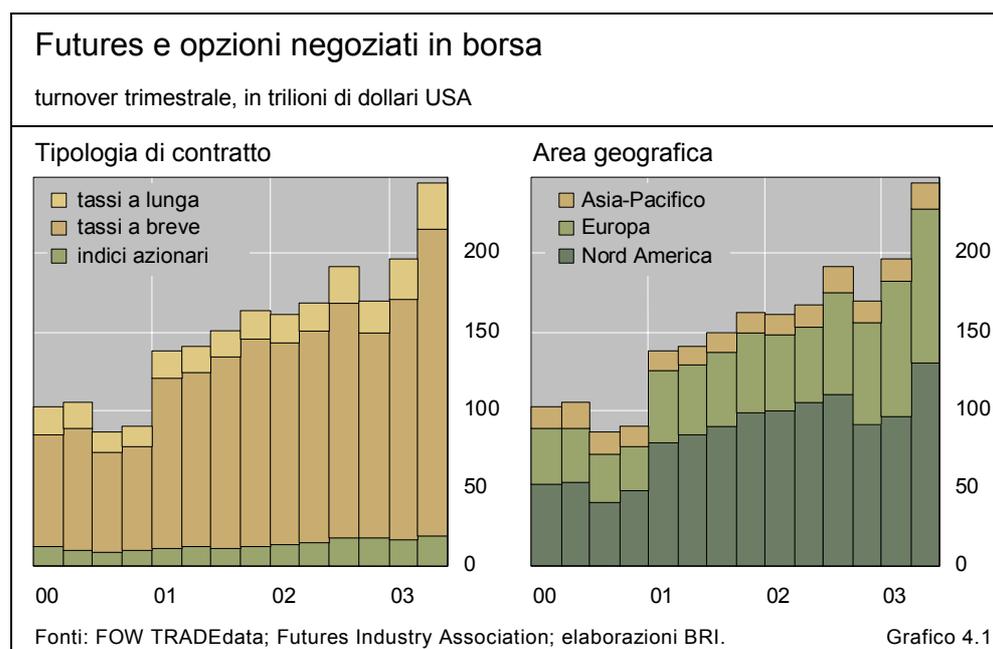


4. I mercati degli strumenti derivati

Nel secondo trimestre 2003 il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è cresciuto nuovamente: il valore aggregato delle contrattazioni in prodotti su tassi d'interesse, indici azionari e valute è salito del 24%, raggiungendo \$246 trilioni (grafico 4.1). Gli scambi sono stati sostenuti per tutte le grandi categorie di rischio di mercato, ma in modo particolare per i contratti su tassi d'interesse.

L'incremento dell'attività a reddito fisso ha interessato soprattutto le borse statunitensi, e sembra derivare da operazioni di copertura effettuate in previsione di future manovre di politica monetaria, nonché da ulteriori aggiustamenti della durata media finanziaria dei portafogli di grandi intermediari attivi sul mercato USA dei prestiti ipotecari. L'inversione dei rendimenti sul mercato obbligazionario globale a partire dalla fine di giugno ha influito in misura solo limitata sull'attività complessiva in luglio, con un notevole aumento delle operazioni in contratti su titoli del Tesoro USA e un calo di quelle su strumenti a reddito fisso di altri paesi.



Gli scambi di contratti su indici azionari sono tornati a crescere nel secondo trimestre, dopo la lieve contrazione del periodo precedente. Al tempo stesso, il comparto relativamente esiguo dei derivati su valute ha mostrato segni di ripresa da una lunga fase discendente. Le borse valori hanno continuato a introdurre una serie di nuovi prodotti, soprattutto su indici azionari (cfr. il riquadro a pag. 45).

L'attività di hedging stimola gli scambi di strumenti su reddito fisso

Il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in prodotti su tassi d'interesse, la più importante fra le principali categorie di rischio di mercato, ha continuato a espandersi notevolmente nel secondo trimestre 2003: esso è cresciuto del 25%, a \$226,2 trilioni, rispetto al 18% del periodo precedente. Gran parte dell'aumento in termini assoluti è riconducibile ai contratti su tassi a breve (fra cui quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen), saliti del 28%, a \$197,8 trilioni. L'attività in prodotti a più lungo termine – che comprendono i titoli decennali dei governi statunitense, tedesco e giapponese – ha registrato una crescita inferiore, pari al 9% (a \$28,4 trilioni).

L'aspetto di maggiore rilievo del comparto a reddito fisso nel periodo in esame è stato il brusco aumento del turnover nelle borse nordamericane, cresciuto del 39% a \$121,5 trilioni, riconducibile sia agli strumenti su tassi a breve (+42%, a \$112,5 trilioni) che a quelli a più lungo termine (+17%, a \$9 trilioni). Le negoziazioni di derivati su tassi a breve hanno registrato un incremento senza precedenti presso il Chicago Board of Trade (CBOT) – del 148%, a \$22,3 trilioni – e un'espansione sostenuta al Chicago Mercantile Exchange (CME), pari al 28% (a \$88,2 trilioni).

L'aumento particolarmente sensibile delle contrattazioni su tassi a breve nelle borse valori USA ha rispecchiato due principali fattori di fondo. In primo luogo, gli operatori avrebbero erroneamente interpretato la scelta del Federal Open Market Committee (FOMC) il 6 maggio di esprimere in modo diverso la propria valutazione delle condizioni economiche. Mentre la decisione del FOMC di mantenere invariato il tasso obiettivo sui federal fund era ampiamente scontata, la pubblicazione di due separate valutazioni dei rischi in materia di crescita e di inflazione ha rappresentato uno scostamento significativo dalla prassi consueta, che prevedeva un'unica valutazione. Nel suo annuncio, il FOMC ha operato una distinzione fra un contesto economico in cui i rischi apparivano sostanzialmente bilanciati e una dinamica dei prezzi tale per cui la deflazione poneva un rischio maggiore dell'inflazione. Gli operatori di mercato sono sembrati insicuri circa l'interpretazione del nuovo schema di valutazione dei rischi, con riguardo soprattutto alle possibili implicazioni per le future mosse del FOMC, e nell'intento di tutelarsi contro questa nuova fonte di incertezza hanno intensificato il ricorso ai contratti su tassi d'interesse a breve.

Le preferenze degli operatori si sono rivolte principalmente verso i futures e le opzioni sul tasso dei federal fund USA a 30 giorni negoziati presso il CBOT. L'insolita rapidità dell'espansione ha determinato un significativo aumento nell'incidenza di tali contratti sul turnover totale del mercato statunitense degli strumenti a breve, salita al 20% nel secondo trimestre,

I contratti su tassi a breve alimentano la crescita degli scambi ...

... soprattutto in Nord America ...

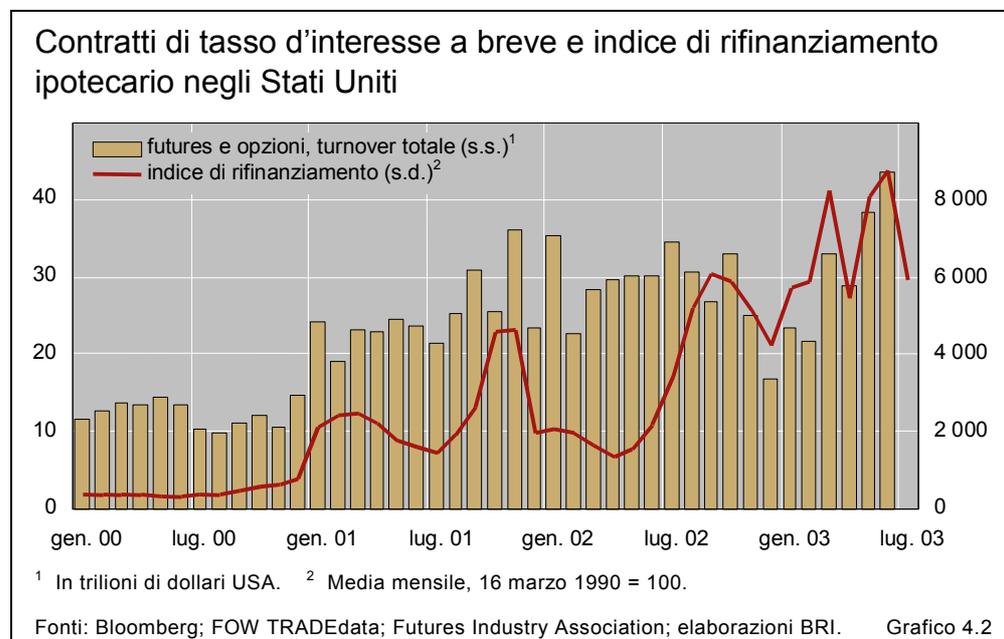
... dove i mercati reagiscono al mutamento nelle prassi del FOMC

I contratti sui federal fund guadagnano quote di mercato

contro il 12% del periodo precedente e una media del 9% per l'insieme del 2002. La forte crescita dei prodotti del mercato monetario costituisce una novità per il CBOT, dove tradizionalmente hanno avuto la tendenza a prevalere le negoziazioni di strumenti a più lungo termine, quali i contratti su titoli del Tesoro. Avviati alla fine del 1988, gli scambi di futures sui federal fund presso il CBOT hanno registrato una netta accelerazione a partire dagli inizi del 2001, allorché il FOMC aveva avviato una serie di consistenti riduzioni del tasso ufficiale. Lo sviluppo di un mercato liquido per tali futures ha indotto la borsa a introdurre nel primo scorcio di quest'anno contratti di opzione su questi strumenti, che hanno incontrato l'immediato favore degli investitori. Poiché i derivati sui federal fund sono direttamente collegati al tasso ufficiale USA, essi si confanno in modo particolare agli operatori che desiderino assumere posizioni sulle manovre future di politica monetaria negli Stati Uniti¹. Anche i ben consolidati contratti sull'eurodollaro negoziati al CME sono stati largamente impiegati in tali strategie di posizionamento. Tuttavia, la loro utilità come strumenti di negoziazione dipende dalla misura in cui il Libor – al quale sono agganciati – ricalca la dinamica del tasso sui federal fund. Il loro utilizzo nell'assunzione di posizioni su tassi ufficiali comporta pertanto un rischio di base più elevato di quello implicito nei futures sui federal fund.

A incrementare le transazioni in strumenti a reddito fisso ha concorso anche l'attività di copertura dei titoli garantiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). I rifinanziamenti ipotecari negli Stati Uniti hanno toccato un nuovo record alla fine del secondo trimestre, e numerosi MBS sono stati rimborsati in via anticipata, il che ha indotto un ulteriore accorciamento della

Anche la copertura di MBS alimenta gli scambi



¹ Cfr. R. S. Gürkaynak, B. Sack ed E. Swanson, "Market-based measures of monetary policy expectations", *FEDS paper* 2002-40, Federal Reserve Board, agosto 2002. Gli autori riscontrano che, nella previsione delle variazioni del tasso sui federal fund su orizzonti temporali di vari mesi, il tasso dei corrispondenti futures prevale su tutti gli altri tassi d'interesse di mercato.

durata media finanziaria dei relativi portafogli². Al fine di ridurre al minimo le asimmetrie di scadenza fra l'attivo e il passivo, i detentori di MBS avrebbero cercato di allungare la duration delle loro attività in vari modi, ad esempio acquistando obbligazioni del Tesoro e MBS di nuova emissione, assumendo posizioni lunghe in futures su titoli di Stato o assicurandosi l'incasso del tasso fisso dalla vendita di swap. Mentre l'assunzione di posizioni lunghe in titoli di Stato e relativi futures ha determinato un aumento diretto degli scambi sui mercati a pronti e borsistici, le sottoscrizioni di swap si sono ripercosse indirettamente sul volume delle contrattazioni in futures su tassi a breve. Questi ultimi – specie quelli sull'eurodollaro negoziati al CME – sono altamente liquidi e, pertanto, vengono comunemente utilizzati dagli intermediari nella copertura di swap, in quanto una serie di contratti futures distribuiti su diversi cicli di consegna può essere impiegata per creare un'esposizione simile a quella di uno swap di tasso. Tale interpretazione sembra essere suffragata dal grafico 4.2, che evidenzia una certa correlazione tra la dinamica dei rifinanziamenti ipotecari e l'attività in contratti su tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti.

Già aumentato nettamente in maggio, il volume aggregato delle contrattazioni in strumenti su tassi USA a breve ha registrato un'espansione ancor più sostenuta in giugno, e il 26 di quel mese l'attività in strumenti su federal fund ed eurodollaro ha toccato un massimo. Nella giornata precedente i mercati finanziari erano sembrati delusi dall'esigua entità del taglio dei tassi ufficiali e dalla conseguente minore probabilità che la Federal Reserve ricorresse a misure "non convenzionali" di politica monetaria (cfr. la trattazione nel "Quadro generale degli sviluppi").

Anche la ripresa segnata fino alla metà di giugno dai mercati a reddito fisso statunitensi ha generato un volume significativo di transazioni in strumenti su obbligazioni del Tesoro USA; l'attività è stata sostenuta lungo l'intera gamma di scadenze (grafico 4.3). Mentre i futures e le opzioni sulla note decennale – i contratti maggiormente scambiati all'interno di questo comparto – hanno registrato un aumento del 13% in termini di turnover, quelli sul titolo trentennale, per lungo tempo gli strumenti più prestigiosi del CBOT, sono cresciuti del 26%. Le negoziazioni in prodotti su titoli del Tesoro statunitense erano rimaste in larga parte stagnanti dopo che quest'ultimo aveva annunciato, nell'ottobre 2001, la cessazione delle vendite del titolo trentennale. La recente ripresa degli scambi potrebbe aver rispecchiato l'ampia disparità di vedute circa la futura evoluzione del livello dei prezzi negli Stati Uniti, che avrebbe effetti di particolare rilievo sulla quotazione delle attività a lungo termine. Possono inoltre avervi concorso le aspettative di una ripresa delle emissioni di titoli trentennali. Gli scambi di strumenti su obbligazioni del Tesoro USA sono

Crescente liquidità
dei contratti di
tasso sui federal
fund USA

Scambi sostenuti di
contratti su
obbligazioni USA ...

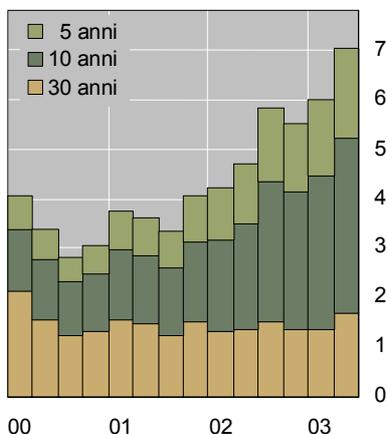
... soprattutto nel
segmento a lunga

² Gli investitori in MBS incorrono in notevoli rischi di rimborso anticipato dovuti al fatto che i titolari dei prestiti sottostanti hanno la facoltà di rifinanziare le ipoteche a condizioni più favorevoli allorché calano i tassi a lunga. Per una trattazione dell'impatto delle attività di copertura degli MBS sui mercati finanziari, cfr. il riquadro a pag. 7.

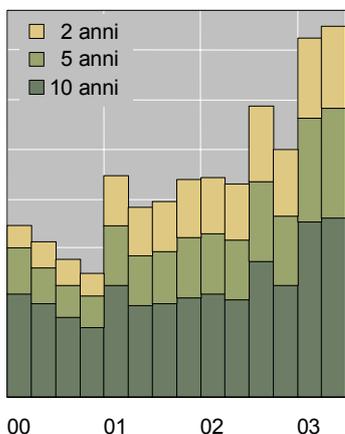
Futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

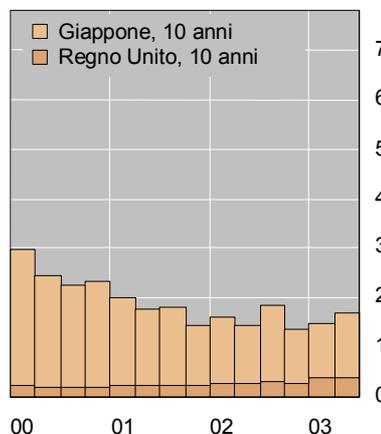
Stati Uniti



Germania



Giappone e Regno Unito



Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; elaborazioni BRI.

Grafico 4.3

stati particolarmente intensi in maggio, raggiungendo livelli estremamente elevati il 28 e 29 del mese, allorché l'annuncio di deludenti ordinativi di beni durevoli ha eclissato i precedenti rialzi dei mercati azionari e indotto gli operatori ad assumere posizioni sui mercati a reddito fisso.

Nella regione Asia-Pacifico le contrattazioni di prodotti su tassi d'interesse sono cresciute del 21%, a \$10,7 trilioni. A Singapore – il più ampio mercato asiatico per questo tipo di strumenti – l'attività è aumentata del 25%, a \$5,9 trilioni. L'aumento è in gran parte riconducibile al dinamismo dei contratti sull'eurodollaro. Sulle borse australiane è proseguita la tendenza ascendente osservata a partire dagli inizi del 2001, con un incremento delle negoziazioni pari al 22%, a \$2,5 trilioni. Questa netta espansione sarebbe da ascrivere all'attività di copertura delle nuove emissioni sul mercato delle obbligazioni private. Nei primi due trimestri dell'anno è stato registrato un incremento senza precedenti delle emissioni "offshore" di obbligazioni in dollari australiani sulla scia della sostenuta domanda estera. Ciò ha indotto molti non residenti a emettere titoli di debito in tale moneta per poi convertirne il ricavato nelle rispettive denominazioni valutarie mediante contratti di swap. Il conseguente andamento dei differenziali di swap ha reso assai appetibile per i mutuatari australiani, e in particolar modo le istituzioni finanziarie, emettere titoli di debito in valuta e stipulare quindi swap con contropartita in dollari australiani. L'aumento delle emissioni "swap-driven" ha determinato una contestuale espansione dell'attività di borsa, in quanto gli intermediari hanno coperto le loro esposizioni al rischio mediante futures su titoli di Stato e su tassi a breve³.

L'andamento degli scambi di derivati su tassi d'interesse presso le borse giapponesi è stato eterogeneo. Il volume aggregato delle transazioni è salito del 15% (a \$2 trilioni), con un'ulteriore flessione (a \$0,4 trilioni) nel segmento

Crescono i contratti sul reddito fisso a Singapore e in Australia

Eterogeneo andamento dell'attività in Giappone

³ Per una trattazione più approfondita, cfr. "Statement on monetary policy", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, maggio 2003, pagg. 37-46, all'indirizzo Internet www.rba.gov.au.

degli strumenti a breve e un balzo del 25%, a \$1,6 trilioni, in quello dei contratti su obbligazioni di Stato. L'attività in futures e opzioni su titoli governativi ha segnato un aumento particolarmente brusco nella seconda metà di giugno, in un contesto in cui gli operatori si affrettavano a coprire le proprie posizioni o a ridurre le esposizioni sul reddito fisso a lungo termine sulla spinta dei deludenti risultati dell'asta di titoli di Stato ventennali tenutasi il 17 giugno (per un'analisi degli andamenti in Giappone, cfr. "Quadro generale degli sviluppi").

Rispetto al Nord America e alla regione Asia-Pacifico, le negoziazioni in strumenti di tasso d'interesse in Europa hanno registrato una crescita modesta. Il turnover è salito dell'11%, a \$93,3 trilioni; gli strumenti del mercato monetario sono aumentati del 13%, a \$76,2 trilioni, e quelli su titoli governativi del 3%, a \$17,1 trilioni⁴. Gli scambi di entrambi i tipi di contratti sono stati particolarmente intensi in giugno e hanno toccato un massimo il 5 del mese, in concomitanza con l'annuncio di politica monetaria della BCE. La riduzione di 50 punti base del tasso sulle operazioni di rifinanziamento della Banca centrale, unitamente alle dichiarazioni del suo Presidente, che lasciavano trasparire la probabilità di un ulteriore allentamento in caso di mancata accelerazione della crescita, avrebbero innescato un rialzo sui mercati a reddito fisso dell'area dell'euro e una frenetica attività nei relativi contratti.

Espansione relativamente modesta in Europa

Tornano a crescere i contratti su indici azionari

L'attività in futures e opzioni su indici azionari è tornata a crescere nel secondo trimestre 2003, dopo la lieve contrazione del periodo precedente. Il turnover aggregato è salito dell'11%, a \$18,6 trilioni. Come nel caso degli scambi di strumenti a reddito fisso, l'espansione è stata più accentuata nella regione Asia-Pacifico (+20%, a \$6,3 trilioni) e in Nord America (+9%, a \$8,3 trilioni) che non in Europa (+2% appena, a \$3,9 trilioni).

Aumenta l'attività su indici azionari in Corea e negli Stati Uniti

Ancora una volta, la maggiore attività in Asia è ampiamente riconducibile agli intensi scambi di opzioni sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana, soprattutto in aprile. La rivelazione di irregolarità contabili presso uno dei principali conglomerati del paese ha scosso i mercati finanziari in marzo e aprile, determinando un'ondata di vendite di opzioni call sull'indice⁵. L'espansione dell'attività su indici azionari nel Nord America ha riguardato in gran parte il CME, che è riuscito a sfruttare la sostenuta domanda retail per i propri contratti "e-mini" di taglio ridotto e negoziati su una piattaforma elettronica. Di fatto, i futures "e-mini" sull'S&P 500 hanno superato per il quarto trimestre consecutivo gli affermati futures S&P 500, e sono ormai i contratti su

Espansione dei contratti di piccolo taglio

⁴ Va notato che questo aumento in termini di dollari deriva per circa la metà dall'apprezzamento dell'euro tra il primo e il secondo trimestre.

⁵ Cfr. il riquadro sui recenti andamenti del settore finanziario coreano a pag. 11 dell'edizione del giugno 2003 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Tornano in auge i mercati borsistici

Dopo una lunga fase di ristagno, i mercati borsistici hanno registrato una sensibile ripresa a partire dal 2001. Mentre nella seconda metà degli anni novanta il turnover medio delle negoziazioni di borsa in strumenti finanziari rilevate dalla BRI era stato pari a \$360 trilioni, nei primi due anni del nuovo millennio esso è salito di quasi l'80%, a \$644 trilioni. L'aumento è in gran parte riconducibile all'espansione senza precedenti negli scambi di contratti su tassi d'interesse a breve, ragguagliatisi in media a \$512 trilioni nel 2001 e 2002. Anche l'attività in strumenti su titoli governativi ha segnato un aumento sensibile, ancorché inferiore in termini assoluti.

La ripresa è ascrivibile a diversi fattori, alcuni apparentemente ciclici, altri di più lungo periodo. Mentre fra i primi sembra avere maggiore rilievo l'allentamento monetario attuato a partire dagli inizi del 2001, tra i secondi rientra un possibile allontanamento dal mercato OTC in ragione dei timori per il rischio di controparte, nonché le nuove regole per la contabilizzazione delle operazioni di copertura. Benché una quantificazione del contributo relativo dei vari fattori richieda studi più approfonditi, il presente riquadro offre una trattazione preliminare delle più probabili cause della recente crescita di tali mercati.

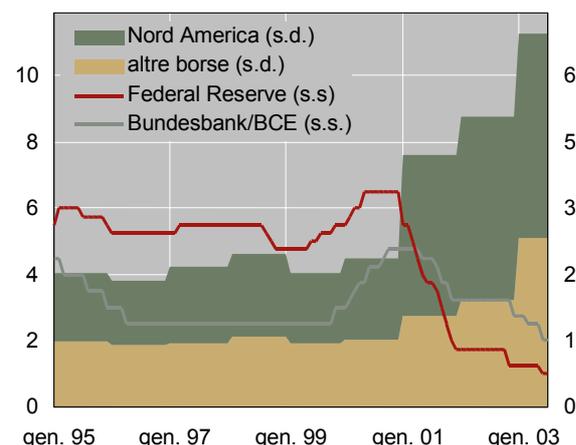
Impatto dei movimenti di mercato

Una serie di studi empirici ha riscontrato l'evidenza di un rapporto positivo tra volatilità giornaliera o infragiornaliera e turnover delle negoziazioni di borsa¹. Secondo studi recenti realizzati presso la BRI sulla base di dati mensili, l'aumento dell'attività in determinati contratti statunitensi si è in parte associato alla volatilità del mercato, anche se la correlazione è debole e non coerente nel corso del tempo². Tali risultati sembrerebbero applicabili anche alle contrattazioni su scala mondiale. Il grafico riportato di seguito mostra come l'evoluzione di lungo periodo del turnover globale in prodotti sul reddito fisso non appaia sistematicamente correlata con l'andamento degli indicatori della volatilità sui mercati finanziari. Una possibile spiegazione consiste nel fatto che le diverse motivazioni alla base degli scambi avrebbero frequentemente prodotto effetti compensativi sul turnover aggregato. Un volume più elevato di transazioni di copertura potrebbe infatti essere stato controbilanciato dalle minori transazioni di natura speculativa in

Strumenti derivati su tassi d'interesse e condizioni nei principali mercati a reddito fisso

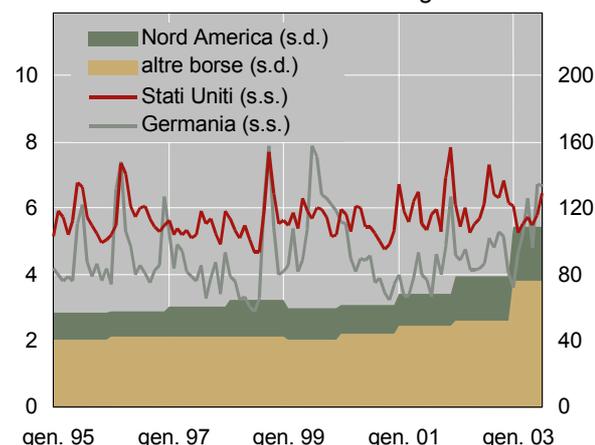
turnover per area geografica, in trilioni di dollari USA (s.d.) e in percentuale (s.s.)

Tassi ufficiali e turnover dei derivati su tassi d'interesse a breve



Nota: per il 2003, dati annualizzati relativi al primo semestre.

Volatilità dei rendimenti obbligazionari¹ e turnover dei derivati su tassi d'interesse a lunga



¹ Varianza condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere dei rendimenti delle obbligazioni di Stato decennali in base a un modello GARCH(1,1).

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

² Per una prima indagine cfr. J. M. Karpoff, "The relationship between price changes and trading volume: a survey", *Journal of Financial and Quantitative Economics*, vol. 22, n. 1, 1987, pagg. 109-26. ³ Cfr. S. Jeanneau e M. Micu, "Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 59-68.

periodi di accresciuta turbolenza dei mercati³.

Ovviamente, una particolare motivazione potrebbe a volte prevalere sulle altre. Ciò sarebbe avvenuto nel 2001, quando la Federal Reserve statunitense ha allentato a più riprese la politica monetaria. Il calo dei tassi ufficiali USA non si è tradotto in una pronunciata accentuazione della volatilità sui mercati statunitensi del reddito fisso, ma si è nondimeno accompagnato a un'espansione senza precedenti negli scambi di contratti su tassi d'interesse USA. Questa sarebbe stata alimentata in gran parte dal sensibile incremento delle transazioni automatiche di copertura. In particolare, le istituzioni finanziarie fanno ampio ricorso ai derivati su strumenti a reddito fisso per correggere le asimmetrie di scadenza tra l'attivo e il passivo al variare dei tassi d'interesse. Tali strategie di "immunizzazione" creano un nesso inequivocabilmente positivo fra transazioni e movimenti del mercato.

Questa relazione generale è stata amplificata negli ultimi anni dal maggiore impiego di strumenti derivati da parte di alcuni grandi operatori, quali le agenzie ipotecarie USA di emanazione governativa. Tali prestatori hanno mantenuto una quota crescente di MBS di nuova emissione nei propri portafogli d'investimento e, dovendosi proteggere dal rischio di rimborso anticipato, sono stati indotti ad avvalersi in misura maggiore di derivati (cfr. il riquadro a pag. 7). Tale fenomeno è stato particolarmente evidente a partire dal 2001. La tendenza discendente dei tassi ipotecari ha spinto i proprietari di case a rifinanziare i mutui e costretto le agenzie ipotecarie ad aggiustare sempre più spesso la durata media finanziaria dei portafogli di MBS.

Va tuttavia notato che l'allentamento monetario non è stato la sola determinante alla base della recente espansione dei mercati borsistici, dal momento che – come avvenuto per gran parte del 2002 – l'attività è stata vivace anche quando i tassi ufficiali USA sono rimasti stabili. Il costante incremento degli scambi osservato negli ultimi anni potrebbe pertanto rispecchiare fattori di più lungo periodo.

Timori per il rischio di controparte

Alla più intensa attività di borsa potrebbero aver concorso i crescenti timori circa il rischio di credito di controparte. Le numerose fusioni e acquisizioni nel settore dei servizi finanziari effettuate nell'ultimo decennio hanno accresciuto la concentrazione dei mercati, rendendo più difficoltoso per gli intermediari diversificare il rischio di controparte connesso con le transazioni in derivati sul mercato OTC. Inoltre, nel corso degli anni si è deteriorata la qualità creditizia dei principali market-maker sui mercati derivati. Ad esempio, mentre nel 1994 il rating del principale operatore sul mercato mondiale degli swap di tasso d'interesse era pari ad AAA/Aaa, nel 2002 esso era sceso ad AA/Aa, limite inferiore della categoria. Per mitigare il rischio di controparte gli operatori del mercato fuori borsa hanno assunto misure quali il regolamento giornaliero, la costituzione di garanzie collaterali e il netting bilaterale. Alcuni potrebbero avere altresì tentato di abbassare tale rischio e i corrispondenti requisiti patrimoniali accrescendo il ricorso a contratti negoziati in borsa⁴.

Modifiche contabili

L'introduzione da parte del Financial Accounting Standards Board (FASB) statunitense di nuove regole contabili per strumenti derivati e di copertura applicabili a tutte le società USA quotate in borsa a decorrere dall'esercizio finanziario chiuso il 15 giugno 2000, nonché l'imminente applicazione delle norme collegate emanate dall'International Accounting Standards Board (IASB) avrebbero entrambe influito sui mercati derivati, determinando forse un aumento nell'incidenza delle transazioni di borsa a scapito di quelle OTC. Ai sensi del "FASB Statement no 133", le società statunitensi sono tenute a registrare in bilancio gli strumenti derivati come poste attive o passive da computarsi al valore di mercato ("fair value"). Le società devono contabilizzare al conto economico, alla voce "Other comprehensive income", ogni variazione nel valore delle poste designate come strumenti di copertura che non sia strettamente controbilanciata da variazioni nel valore delle attività sottostanti. Ciò avrebbe indotto i tesoriери delle società a rivedere l'uso di transazioni derivate complesse, nel timore di non superare il test di efficacia delle relative coperture. Essi si starebbero orientando verso strategie di copertura maggiormente mirate, comportanti l'utilizzo di strumenti più semplici, quali i derivati negoziati in borsa.

³ I movimenti di mercato o l'aumento della volatilità possono avere avuto effetti durevoli ma indiretti sulle contrattazioni nella misura in cui hanno concorso a evidenziare l'esigenza di adeguati programmi di gestione del rischio. Ciò è stato confermato da recenti indagini di mercato, che hanno messo in luce il crescente grado di sofisticatezza della gestione del rischio presso le imprese. Cfr., ad esempio, i risultati dell'indagine condotta dall'International Swaps and Derivatives Association in marzo e aprile 2003 (www.isda.org). ⁴ La clearing house della borsa contribuisce a garantire l'integrità finanziaria dei contratti gestendo un sistema di rivalutazione giornaliera cui è associata la richiesta di versamento di margini per tener conto delle variazioni nelle posizioni nette degli operatori. Tale sistema riduce sostanzialmente il rischio di credito.

indici azionari più attivamente scambiati in termini di valore⁶. Il volume totale degli scambi dei principali strumenti su indici azionari USA ha toccato un picco il 12 giugno, quando la pubblicazione di indicatori economici contrastanti ha accentuato la dispersione delle attese circa le prospettive dell'economia USA.

Timida ripresa dei contratti valutari

Nel secondo trimestre 2003 i contratti valutari negoziati in borsa – che rappresentano meno dell'1% del turnover complessivo in strumenti finanziari – sono aumentati del 18%, a \$1,1 trilioni. La ripresa messa a segno da tali prodotti negli ultimi trimestri, dopo una lunga fase discendente, è riconducibile soprattutto al significativo aumento dell'attività in futures sul cambio dollaro/euro presso il Chicago Mercantile Exchange, la principale piazza mondiale per gli strumenti valutari negoziati in borsa. Al CME le transazioni in strumenti sulle principali valute confluite nell'euro (dollaro/marco e dollaro/franco francese) erano calate bruscamente in vista dell'introduzione della moneta unica all'inizio del 1999. Anche se da allora il nuovo contratto sul cambio dollaro/euro ha rimpiazzato quelli preesistenti, il suo turnover sta appena iniziando a eguagliare gli scambi registrati da questi ultimi nella prima metà degli anni novanta. Operatori di mercato hanno fatto rilevare che la negoziazione elettronica 24 ore su 24 dei contratti valutari al CME, introdotta nell'aprile 2001, e le recenti oscillazioni del dollaro nei confronti dell'euro hanno concorso ad ampliare la gamma di trader che trattano tali strumenti. Grazie alla negoziazione elettronica, le borse possono meglio competere con il molto più ampio mercato OTC degli strumenti valutari.

Cresce la gamma degli operatori in contratti azionari dollaro/euro

Le borse si concentrano sull'andamento dei contratti collegati ad azioni

Nel secondo trimestre 2003 le borse hanno introdotto 127 nuovi strumenti derivati: 80 su indici azionari, 22 su azioni singole, 15 su derrate agricole, 8 su tassi d'interesse, uno su valute e uno su prodotti energetici. Gran parte dei nuovi contratti su indici azionari riguardava fondi negoziati in borsa ("exchange-traded fund", ETF)^①, che hanno registrato negli ultimi anni una rapida espansione soprattutto in Europa, dove sono stati considerati un comparto promettente per lo sviluppo di nuovi strumenti. Nell'ambito dei tradizionali contratti su indici, è degno di nota il tentativo di Euronext di penetrare nel mercato degli indici paneuropei introducendo futures e opzioni sui nuovi FTSEurofirst 80 e 100. Si tratta di un segmento finora dominato dai contratti sull'EURO STOXX 50 di Eurex, che – nell'intento di consolidare ulteriormente la propria posizione in questi prodotti – ha cercato di attrarre liquidità dal mercato OTC offrendo opzioni a lunga scadenza su questo indice.

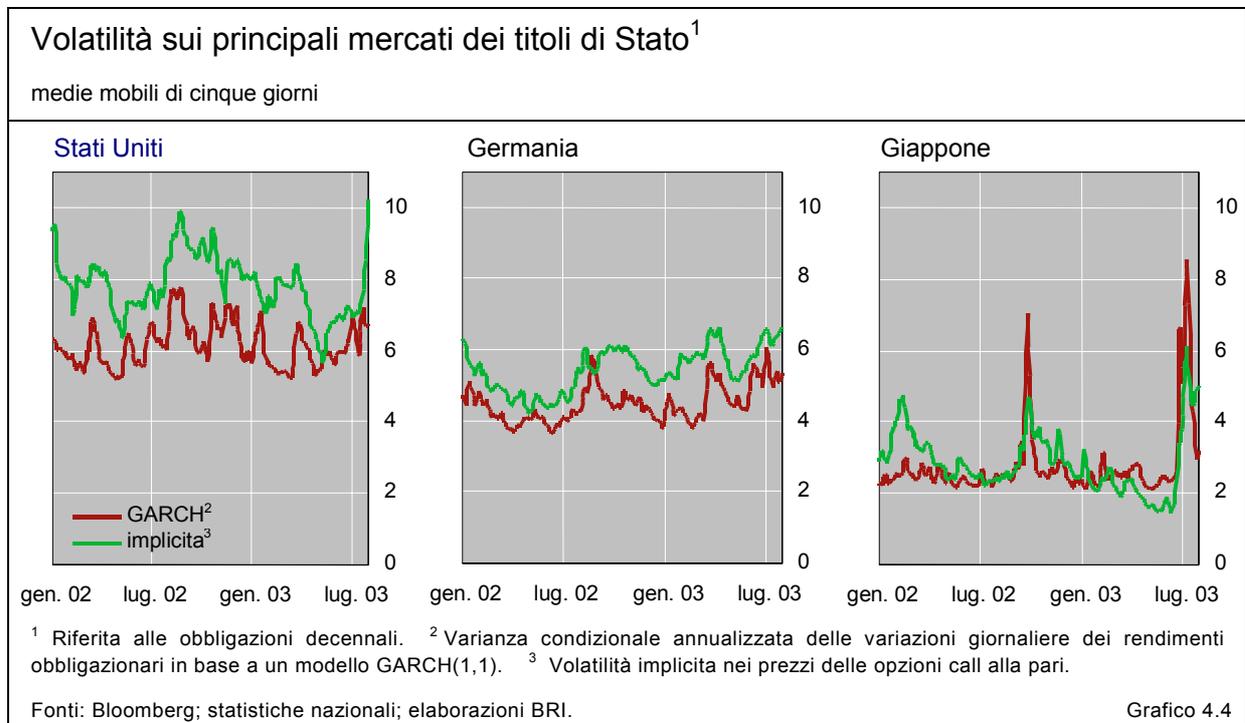
^① Gli ETF sono titoli (o fondi d'investimento indicizzati) negoziati in borsa, garantiti da un sottostante paniere di valori detenuti in gestione fiduciaria. A differenza dei tradizionali fondi comuni, che vengono in genere acquisiti o rimborsati unicamente ai prezzi di fine giornata, gli ETF possono essere scambiati a prezzi infragiornalieri nell'arco dell'intera giornata operativa.

⁶ Va notato che le statistiche sul valore in dollari elaborate dalla BRI si limitano alle transazioni in strumenti su indici azionari, mentre non sono disponibili per futures e opzioni su azioni singole. Per gran parte degli anni novanta questi contratti hanno registrato un incremento quantitativo più rapido rispetto agli strumenti su indici azionari, che hanno peraltro segnato una discreta ripresa a partire dal 2001.

Calo marginale dell'attività mondiale in luglio

Rispetto a giugno, i dati preliminari sul turnover globale dei contratti finanziari rilevato dalla BRI per il mese di luglio mostrano un calo del 4%, a 468,9 milioni, nel numero dei contratti negoziati⁷. Una diminuzione del 15% (a 171,4 milioni) nei contratti di tasso d'interesse ha più che compensato l'aumento nel turnover degli strumenti su indici azionari (+4%, a 291,4 milioni). La brusca impennata dei rendimenti osservata sul mercato obbligazionario mondiale a partire dalla fine di giugno ha influito in misura solo limitata sull'insieme dell'attività sul reddito fisso nel mese successivo. A fronte di un sensibile incremento delle negoziazioni di contratti su Treasuries vi è stato il calo di quelle di strumenti su tassi USA a breve e dei prodotti sul reddito fisso in altri paesi. Il maggior turnover dei contratti su obbligazioni di Stato USA potrebbe essere riconducibile alla particolare dinamica dei mercati statunitensi del reddito fisso. Nella fattispecie, le crescenti dimensioni – in termini sia assoluti che relativi – del segmento degli MBS si sono associate a un maggiore utilizzo degli strumenti di copertura. Negli Stati Uniti l'aumento dei tassi attivi sui mutui in luglio ha determinato una repentina decelerazione dei rifinanziamenti ipotecari (grafico 4.2), allungando in misura significativa la durata media finanziaria dei portafogli di MBS statunitensi. Ciò ha costretto i detentori di tali titoli ad aggiustare rapidamente la propria esposizione al rischio impiegando derivati, il che ha prodotto un sensibile incremento nella volatilità del mercato (grafico 4.4).

I maggiori rendimenti sospingono gli scambi di contratti su titoli di Stato USA



⁷ Al momento della redazione non erano ancora disponibili le statistiche sul valore in dollari delle transazioni rilevate dalla BRI.