

4. I mercati degli strumenti derivati

Nell'ultimo trimestre 2004 il controvalore complessivo dei contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute scambiati in borsa è sceso del 3%, a \$279 trilioni. Il calo è interamente dovuto al ristagno del comparto dei tassi a breve termine, mentre tassi a lunga, indici azionari e valute hanno registrato una solida crescita. A fine 2004 gli ammontari nozionali sono tornati in prossimità dei valori prevalenti in marzo, poiché i cali del secondo semestre sono stati più che compensati dall'enorme incremento registrato nel primo.

All'origine delle deboli negoziazioni di contratti su tassi a breve vi è forse una più ampia uniformità di vedute sulla possibile evoluzione della politica monetaria negli Stati Uniti dopo il primo aumento dei tassi a giugno. Nel segmento opposto della curva, così come nel comparto degli indici azionari, la maggiore attività di copertura nel quarto trimestre potrebbe essere stata determinata da una più debole crescita attesa del PIL mondiale, mentre il brusco deprezzamento del dollaro avrebbe contribuito all'aumento degli scambi sui prodotti valutari.

Il profilo della crescita negli scambi è stato simile in tutte le aree geografiche, con un'unica importante eccezione: l'attività in contratti su tassi di interesse a breve termine, che per l'intero 2004 ha rappresentato circa l'80% delle negoziazioni complessive sui mercati regolamentati, è stata particolarmente fiacca in Asia e negli USA, ma intensa sui mercati europei.

La minore incertezza sui tassi limita gli scambi

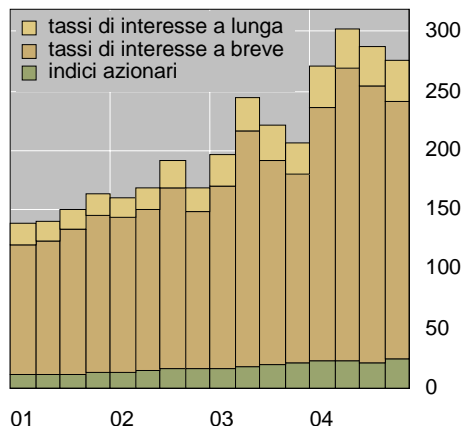
Il controvalore complessivo degli scambi di borsa su strumenti a reddito fisso nell'ultimo trimestre 2004 è sceso del 5%, come nel trimestre precedente, a \$252 trilioni. Il calo è interamente dovuto alla flessione delle negoziazioni su tassi a breve. Gli scambi di strumenti del mercato monetario – che comprendono quelli su tassi Euribor, eurodollaro ed euroyen – sono diminuiti del 7%, a \$217 trilioni. Il calo ha interessato sia i futures che le opzioni, il cui turnover è sceso rispettivamente del 5 e dell'11% (a \$164 e 53 trilioni). Le contrattazioni in derivati su titoli obbligazionari sono invece salite dell'8%, a \$36 trilioni (grafico 4.1), con un aumento degli scambi in futures (+10%) e un calo di quelli in opzioni (-4%).

Le transazioni sul
reddito fisso calano
ulteriormente ...

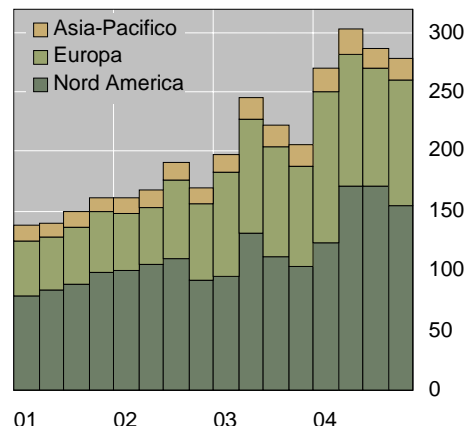
Futures e opzioni negoziati in borsa

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

Tipologia di contratto



Area geografica



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

Grafico 4.1

L'attività in contratti su tassi a breve ha seguito dinamiche assai differenti tra le varie aree geografiche. Gli scambi sono diminuiti bruscamente negli Stati Uniti (del 13%, a \$128 trilioni), dove sia il comparto dei futures che quello delle opzioni sono arretrati allo stesso ritmo (grafico 4.2). In Europa, al contrario, le negoziazioni sono cresciute del 6%, a \$80 trilioni, grazie soprattutto al comparto dei futures, che ha guadagnato il 10%, mentre gli scambi di opzioni sono calati dell'8%. Così, nel periodo in esame il turnover in Europa sfiorava i due terzi di quello negli Stati Uniti, rispetto ad appena la metà del terzo trimestre. La ripresa dell'attività in futures nei mercati europei ha riguardato entrambi i comparti principali – contratti su eurosterlina a 3 mesi e su Euribor a 3 mesi –, che hanno messo a segno aumenti del 7%. specularmente, anche la flessione nel volume degli scambi di opzioni ha interessato ambedue i comparti.

Il calo dell'attività in contratti su tassi a breve termine, intervenuto dopo il primo aumento dei tassi ufficiali negli Stati Uniti a giugno, è probabilmente dovuto alla minore incertezza e al maggior grado di consenso circa l'orientamento della politica monetaria. Nella seconda metà del 2004 la Federal Reserve ha costantemente segnalato ai mercati che il futuro andamento dei tassi a breve sarebbe stato ascendente, ma attuato gradualmente e a un "ritmo misurato". Nel corso dell'ultimo trimestre la volatilità implicita desunta sia dalle opzioni su futures sull'eurodollaro a 3 mesi sia dalle swaption sul tasso a un anno con scadenza ravvicinata è scesa considerevolmente, rispettivamente dal 34 al 24% e dal 23 al 18%.

Il nesso tra scambi di derivati su tassi a breve e grado di consenso sull'evoluzione della politica monetaria è confermato dall'andamento delle contrattazioni in futures sui federal fund. Nella prima metà del 2004 (cfr. l'edizione del dicembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*) queste erano cresciute notevolmente a causa di una maggiore assunzione di posizioni in un

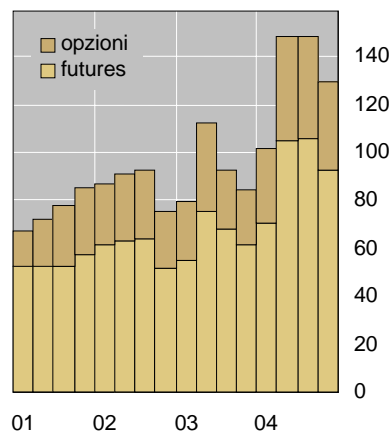
... a causa di scambi ridotti su contratti a breve ...

... e di una più ampia uniformità di vedute circa l'orientamento della politica monetaria

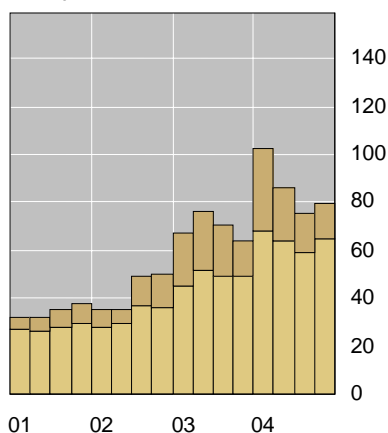
Contratti su tassi di interesse a breve

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

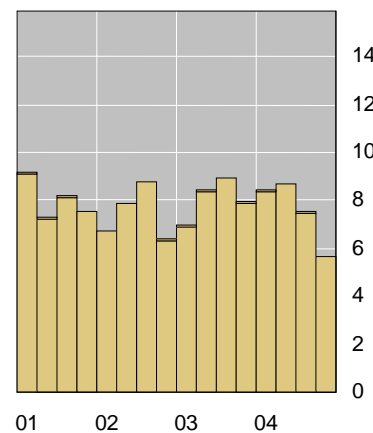
Nord America



Europa



Asia-Pacifico



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

Grafico 4.2

contesto caratterizzato da difformità di vedute in vista del primo aumento dei tassi da parte della Federal Reserve a giugno. Le transazioni, tuttavia, sono bruscamente calate in luglio, continuando a diminuire durante l'ultimo trimestre. Questa dinamica sembra riflettere le indicazioni di una minore divergenza di opinioni sulla politica monetaria. Secondo un'indagine di Bloomberg, la deviazione standard delle previsioni circa il tasso obiettivo sui federal fund ha raggiunto il massimo dell'anno a fine maggio ed è poi calata sensibilmente dopo la decisione di giugno, per rimanere in seguito su valori molto bassi.

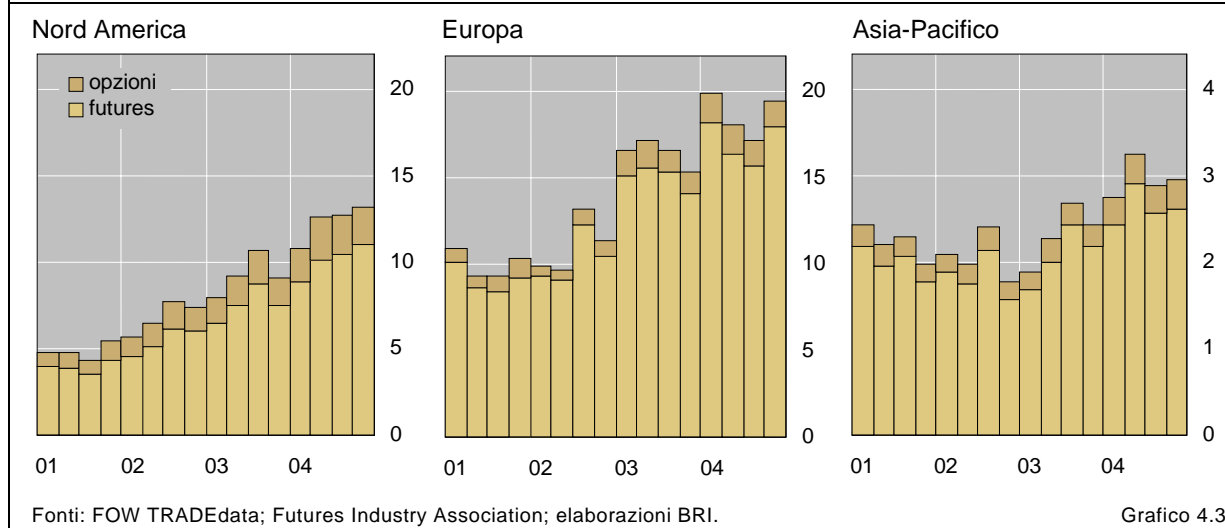
Come rilevato in precedenza, nel periodo sotto rassegna gli scambi su tassi a breve sono stati più elevati in Europa che non negli Stati Uniti. Ciò si è verificato soprattutto nel mese di novembre, quando l'attività è stata vigorosa sui mercati europei (che hanno segnato un'espansione del 23%) e sostanzialmente invariata negli Stati Uniti. Tale differenza può essere ricondotta al fatto che l'incertezza sull'andamento dei tassi non è sembrata diminuire come accaduto al di là dell'Atlantico: durante l'ultimo trimestre 2004 le volatilità sui tassi a tre mesi sono rimaste piuttosto stabili in Europa, mentre negli Stati Uniti si sono ridotte. Né vi è stata evidenza di un calo della dispersione delle previsioni sui tassi di interesse ufficiali europei.

Nel segmento dei tassi di interesse a lungo termine le contrattazioni sono cresciute dell'8% nel quarto trimestre, a \$36 trilioni. Gli scambi sono aumentati del 3% in Nord America (a \$13 trilioni) e del 13% in Europa (a \$19 trilioni) (grafico 4.3). Tale evoluzione potrebbe essere ricondotta alle correzioni al ribasso della crescita futura dell'economia, che potrebbero aver stimolato l'attività di copertura sul segmento a lungo termine della curva dei rendimenti. Nell'ultimo trimestre 2004, infatti, le previsioni di crescita fornite da Consensus Economics per il 2005 sono state riviste verso il basso sia per gli Stati Uniti che per l'Europa.

I contratti su obbligazioni a lunga scadenza crescono, specie in Europa

Contratti su titoli pubblici

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



Gli scambi su tassi a lunga potrebbero anche essere stati favoriti da una più piatta struttura a termine delle volatilità implicite, un fenomeno particolarmente pronunciato negli Stati Uniti, a causa di una brusca riduzione delle volatilità nel breve termine e di volatilità stabili sulle scadenze più lunghe (grafico 4.4). La volatilità relativamente più elevata dei tassi a lungo termine ha modificato le caratteristiche di rischio-rendimento dei portafogli su tassi di interesse, aumentando forse la necessità di coperture.

Nella regione Asia-Pacifico il turnover è diminuito del 17%, a \$9 trilioni. Il calo è dovuto alla ridotta attività su tassi a breve, scesa del 24%, mentre gli scambi su tassi a lunga sono cresciuti del 3%. Ancora una volta, la più ampia contrazione nel segmento a breve termine ha interessato l'Asia, dove gli scambi – che avevano già perduto il 25% nel terzo trimestre – sono diminuiti di un ulteriore 46% nel quarto. A registrare le maggiori flessioni tra i paesi asiatici sono stati il Giappone, dove l'intero comparto ha subito un calo del 27%, e Singapore, che ha registrato un crollo del 74% nei futures su strumenti sull'eurodollaro a tre mesi¹ e una riduzione del 24% nei futures sull'euroyen a tre mesi. Il calo delle assunzioni di posizioni su tassi a breve in Giappone deriva probabilmente da una minore domanda di copertura contro un possibile abbandono della politica di allentamento quantitativo da parte della banca centrale nel breve-medio termine, visto il considerevole peggioramento nelle stime di crescita del PIL per il 2005, passate da quasi il 2% in giugno a poco più dell'1% lo scorso dicembre. In Australia, dove le transazioni in derivati su tassi di interesse erano aumentate del 18% nel terzo trimestre, l'attività è rimasta vivace nel periodo in esame, pur crescendo a un ritmo assai più lento (+5% per i contratti sia sul breve che sul lungo termine).

Le transazioni sono scese per il secondo trimestre successivo in Asia ...

... ma continuano a crescere in Australia

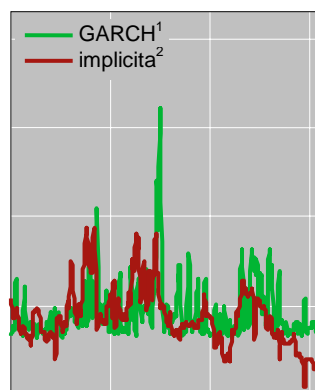
¹ Tali contratti sono negoziati a Singapore nel quadro di un accordo di compensazione reciproca con il Chicago Mercantile Exchange.

Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

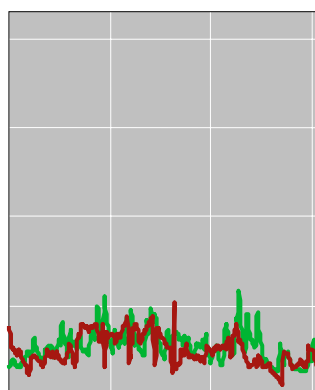
medie mobili di cinque giorni

Mercati monetari

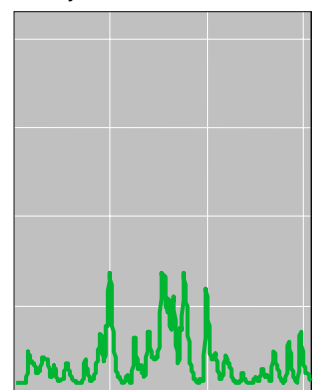
Eurodollaro



Euribor



Euroyen



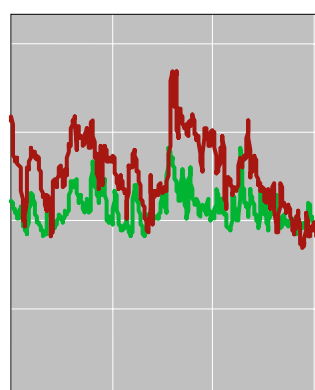
gen. 02 gen. 03 gen. 04 gen. 05

gen. 02 gen. 03 gen. 04 gen. 05

gen. 02 gen. 03 gen. 04 gen. 05

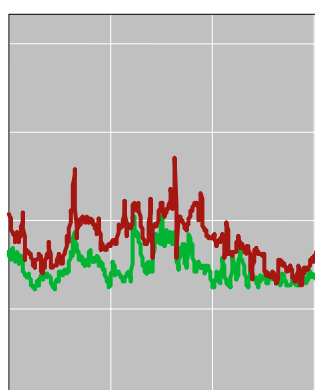
Mercati dei titoli pubblici (obbligazioni decennali)

Stati Uniti



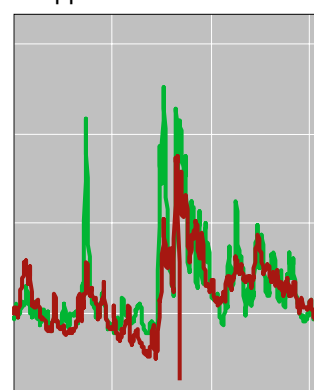
gen. 02 gen. 03 gen. 04 gen. 05

Germania



gen. 02 gen. 03 gen. 04 gen. 05

Giappone



gen. 02 gen. 03 gen. 04 gen. 05

¹ Volatilità condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere nei rendimenti su eurovalute e nei prezzi obbligazionari, in base a un modello GARCH(1,1). ² Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call "at-the-money".

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 4.4

Ulteriore espansione dell'attività in contratti valutari

L'attività in prodotti su valute si espande ulteriormente ...

In netto contrasto con il calo delle contrattazioni su tassi di interesse, nel quarto trimestre 2004 il turnover dei derivati valutari negoziati in borsa è aumentato del 36% sul trimestre precedente, a \$2,3 trilioni. Nonostante la sua espansione, questo comparto continua a rappresentare solo l'1% del turnover totale negoziato su mercati regolamentati. Esso si compone per la stragrande maggioranza di futures (\$2,1 trilioni), mentre le opzioni concorrono ad appena l'8% degli scambi complessivi. Il forte aumento del quarto trimestre è dovuto

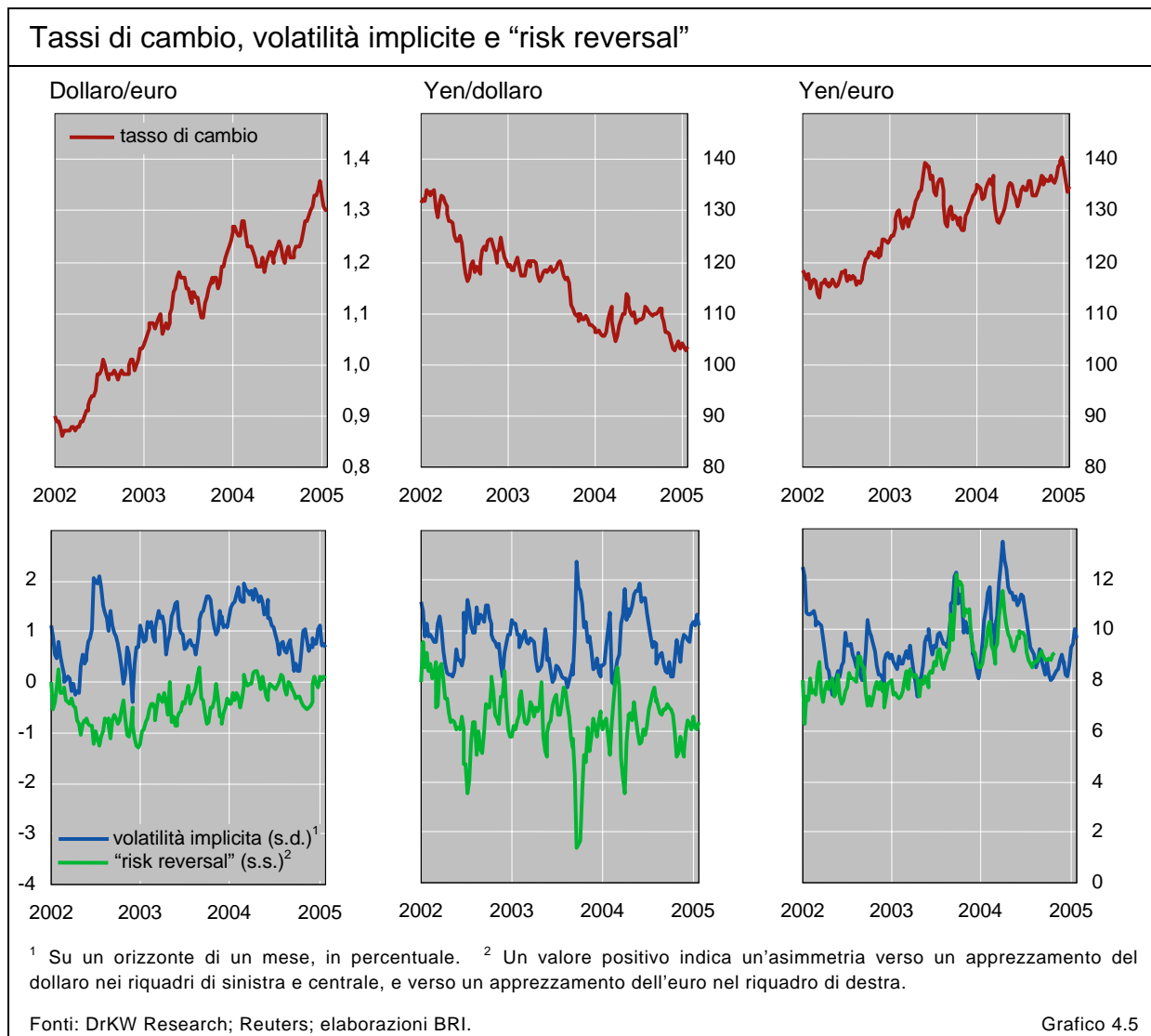
soprattutto ai segmenti euro/dollaro, yen/dollaro e franco svizzero/dollaro, cresciuti rispettivamente del 44, 41 e 36%.

L'incremento del turnover è stato registrato su scala mondiale: gli scambi sono saliti del 39% (a \$2,1 trilioni) negli Stati Uniti, del 43% (a \$4 miliardi) in Europa e del 16% (a \$30 miliardi) in Asia. Sebbene l'attività resti concentrata per il 90% nelle borse USA, il Brasile costituisce una piazza particolarmente attiva, specie per le opzioni. Il volume di futures e opzioni scambiati sulla Borsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) di San Paolo è stato pari a \$177 miliardi, sei volte il totale negoziato congiuntamente sulle borse asiatiche e australiane (\$29 miliardi). La contrattazione di strumenti derivati sul BM&F ha avuto inizio nel 1986 e ha acquisito particolare vigore dopo il 1994, in coincidenza con l'avvio del "piano real".

La presenza di chiare tendenze e di una maggiore volatilità sui mercati valutari si accompagna spesso a una crescita dell'attività di investimento e di copertura in tali mercati. Pertanto, la forte domanda di copertura nel quarto trimestre va probabilmente ricondotta all'ulteriore deprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute (pari al 2, 5 e 4% rispetto all'euro in

... favorita da un dollaro in calo ...

... e da più alte volatilità implicite



ottobre, novembre e dicembre rispettivamente), nonché a una più elevata volatilità implicita, salita dall'8,8% su base annua in settembre a oltre l'11% medio, sempre su base annua, nell'ultimo trimestre. L'attività non ha invece risentito delle variazioni attese nei tassi bilaterali delle principali coppie valutarie, anch'esse potenziali fattori di stimolo delle operazioni di copertura. Di fatto, i "risk reversal" sul cambio dollaro/euro e yen/dollaro si sono portati su valori leggermente meno negativi, rimanendo nel complesso assai prossimi allo zero, a segnalare la neutralità delle opinioni riguardo al futuro andamento dei tassi di cambio del dollaro (grafico 4.5).

Tornano a crescere le contrattazioni su indici azionari

Dopo la stabilità del secondo trimestre e il calo del terzo, il turnover mondiale degli strumenti su indici azionari è tornato a segnare una crescita sostenuta nell'ultimo trimestre dell'anno. Le contrattazioni complessive sono salite del 17%, a \$25 trilioni. L'attività è stata particolarmente intensa nella regione Asia-Pacifico (+23%, a \$9 trilioni) e negli Stati Uniti (+15%, a \$10 trilioni), mentre in Europa il turnover è cresciuto in misura inferiore (+10%, a \$5 trilioni). La dinamica relativamente più lenta fatta registrare dai mercati europei è interamente riconducibile alla debole attività nel Regno Unito, dove le negoziazioni su indici azionari sono salite di appena l'1% a causa degli effetti complementari rivenienti dal minor turnover sull'indice FTSE 100 trattato al LIFFE e dalla maggiore attività sugli indici azionari danese e svedese all'EDX. Escludendo il Regno Unito, gli scambi negli altri principali paesi della regione sono cresciuti in media di quasi il 20% (+29% in Spagna, +23% in Italia, +14% in Francia e +11% in Germania).

All'espansione del 17% dell'attività totale in termini di ammontari nozionali fa riscontro un incremento del 9% nel numero dei contratti negoziati. Questo tipo di discrepanza, evidente in tutte le regioni, è stata particolarmente marcata nelle piazze europee, dove si è registrata una crescita del 10% in termini nominali e una diminuzione del 2% nel numero di contratti. Ciò indicherebbe che l'espansione del turnover potrebbe derivare da un aumento di valore degli strumenti derivati a seguito di una crescita degli indici di borsa, piuttosto che da un effettivo incremento nel volume degli scambi.

Nel complesso, in termini di ammontari nozionali il volume delle opzioni è salito del 21%, a \$14 trilioni, mentre quello dei futures è aumentato dell'11%, a \$11 trilioni. La maggiore crescita del primo comparto è principalmente riconducibile al mercato statunitense, dove l'attività in opzioni è cresciuta del 22%. Dopo due flessioni trimestrali consecutive, il turnover sul Chicago Board Options Exchange – che concorre a quasi il 90% degli scambi di opzioni negli Stati Uniti – è tornato a crescere grazie all'intensa attività sugli indici S&P 500, Nasdaq 100 e Dow Jones Industrial. Le negoziazioni di opzioni sono state più vivaci di quelle in futures anche sulle piazze dell'Asia-Pacifico. In Europa sono cresciute del 12%, contro il 6% dei futures. L'attività in opzioni è stata particolarmente elevata in Spagna e in Italia, con aumenti del 64 e 29% rispettivamente, benché i due paesi rappresentino poco più del 3% degli scambi complessivi di opzioni su indici azionari nelle borse europee.

Il turnover sugli indici azionari aumenta ...

... ma a un ritmo inferiore in Europa

L'aumento delle contrattazioni su indici azionari negli Stati Uniti e in Europa potrebbe riflettere l'ascesa degli indici sottostanti, saliti del 9% circa in entrambe le aree tra fine settembre e fine dicembre 2004, dopo essere rimasti pressoché invariati nei primi otto mesi dell'anno. Esso potrebbe altresì originare dall'inversione della dinamica decrescente seguita dalle volatilità a partire da metà del 2002. Le volatilità implicite, che si erano assottigliate notevolmente dai picchi del settembre 2002 per toccare lo scorso settembre i minimi storici dell'11 e 7% (annualizzati) rispettivamente negli Stati Uniti e in Europa, hanno cominciato a crescere nel quarto trimestre, portandosi in media al 13 e 14%.

Attività sospinta dall'aumento degli indici azionari ...

... in un contesto di maggiore volatilità

Per quanto riguarda le piazze asiatiche, le negoziazioni sulla borsa coreana – che nel terzo trimestre 2004 erano diminuite del 26% a causa di alcune indagini in corso sugli scambi di derivati – sono cresciute del 26% nel quarto trimestre. L'attività è stata vigorosa anche in Giappone (+10%).

L'aumento dell'attività in prodotti collegati ad azioni è altresì evidenziata dall'incremento nel turnover di contratti su azioni singole (per cui sono disponibili soltanto i dati sul numero dei contratti): dopo essere sceso nei due trimestri precedenti, il numero dei futures e delle opzioni negoziati ha segnato una ripresa del 12% nel quarto trimestre. Particolarmente sostenuti sono stati gli scambi di futures sui mercati asiatici, con un aumento del 28%. Il turnover in Europa e negli Stati Uniti ha in pratica ristagnato, con l'unica eccezione delle opzioni scambiate sulle borse statunitensi, salite del 25%.

Crescono i contratti su azioni singole

Gli scambi su merci rimangono invariati

L'attività sui mercati delle merci, che può essere misurata soltanto in termini di numero di contratti, è rimasta praticamente invariata nel quarto trimestre, evidenziando una crescita inferiore al 2%. Essa è diminuita dell'1% negli Stati Uniti e aumentata del 5% in Europa, principalmente grazie a un'intensificazione degli scambi nelle borse britanniche.

Il turnover totale dei derivati su prodotti energetici è cresciuto dell'1%, mostrando tuttavia un'accentuata dispersione fra le diverse aree: l'aumento dell'8% segnato dalle piazze asiatiche contrasta con il calo del 3% negli Stati Uniti e in Europa. Il turnover totale potrebbe essere aumentato maggiormente in termini nozionali, visti i rincari dei prodotti energetici nell'ultimo trimestre 2004, che alla fine dello scorso anno rappresentavano il 42% degli scambi totali su merci. Nondimeno, sono diminuite anche le posizioni aperte, ossia il numero di contratti non ancora perfezionati, a indicare la possibilità di un'effettiva riduzione dell'attività di copertura nel settore energetico.

Aumentano le contrattazioni su prodotti energetici in Asia

Gli scambi di derivati su metalli non preziosi sono saliti dell'8% in totale, del 9% in Europa e del 6% negli Stati Uniti e in Asia. L'incremento dell'attività complessiva è provenuto quasi interamente dal London Metal Exchange, dove le transazioni su alluminio, rame e zinco sono state particolarmente vivaci. Dato che l'attività di negoziazione su tali merci tende ad anticipare le variazioni degli indicatori ciclici coincidenti, non è da escludere che il recente aumento dell'attività prelude a una nuova correzione al rialzo della crescita mondiale futura nel 2005, dopo le revisioni al ribasso del quarto trimestre 2004.

Incremento delle transazioni sui metalli non preziosi