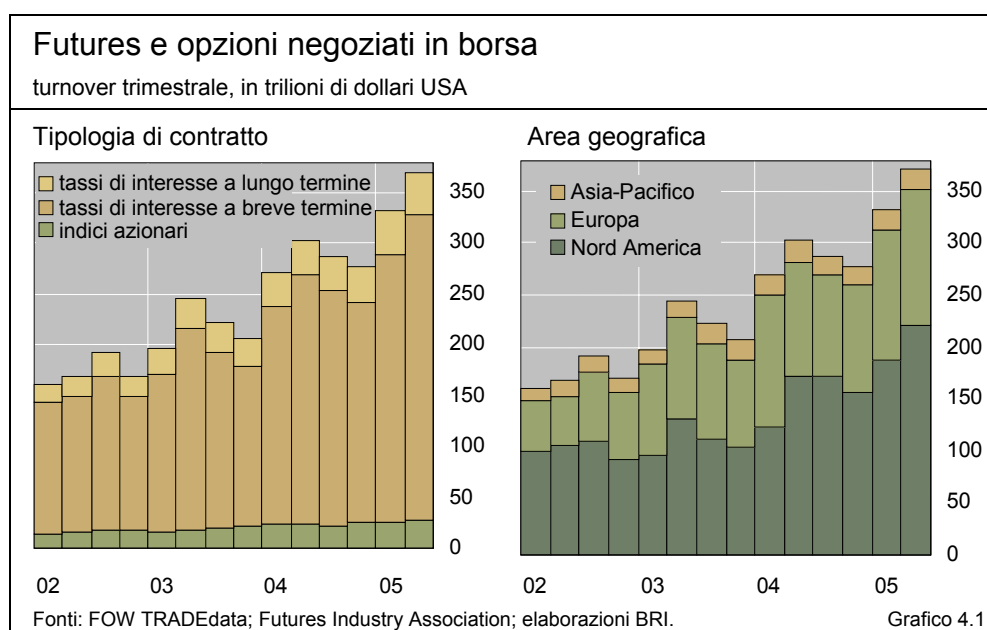


4. I mercati degli strumenti derivati

Nel secondo trimestre 2005 gli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali hanno continuato a essere vigorosi. Il turnover complessivo di prodotti su reddito fisso, indici azionari e valute è cresciuto dell'11%, a \$372 trilioni, dopo l'aumento del 20% segnato nel primo trimestre.

L'incremento dell'attività è dovuto principalmente alle mutevoli percezioni degli operatori riguardo all'andamento futuro dei tassi di interesse ufficiali. Di conseguenza, l'aumento degli scambi è stato maggiore nel comparto dei contratti su tassi a breve (sia futures che opzioni), mentre l'attività nel segmento a lunga ha subito una leggera flessione (grafico 4.1). Il volume delle contrattazioni su indici azionari è salito per il terzo trimestre consecutivo, seppure a un ritmo inferiore. Il turnover dei derivati valutari negoziati in borsa ha registrato un balzo del 15%, a \$3 trilioni, ma rimane modesto rispetto a quello degli strumenti su tassi di interesse e indici azionari¹.

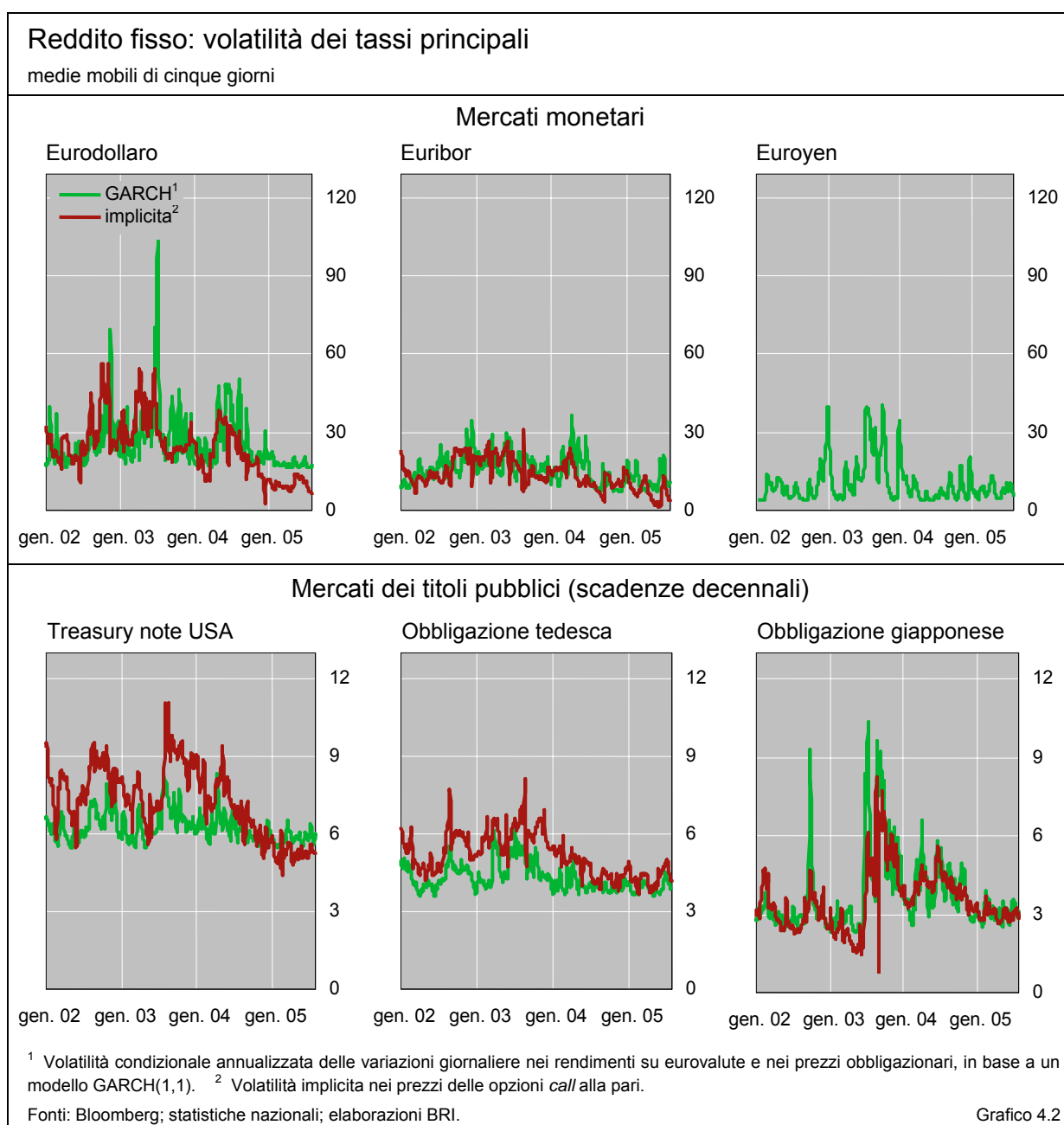


¹ Il presente capitolo tratta esclusivamente dei derivati di borsa. Le statistiche semestrali sul mercato OTC sono pubblicate nelle edizioni di giugno e di dicembre della *Rassegna trimestrale BRI*. Dallo scorso dicembre la BRI raccoglie dati sui *credit default swap* e sul grado di concentrazione nel mercato OTC, che nel maggio di quest'anno sono stati pubblicati nelle tabelle 4 e 5 del comunicato stampa *OTC derivatives market activity in the second half of 2004* (disponibile sul sito internet della Banca).

Crescita robusta dei contratti su tassi di interesse a breve termine

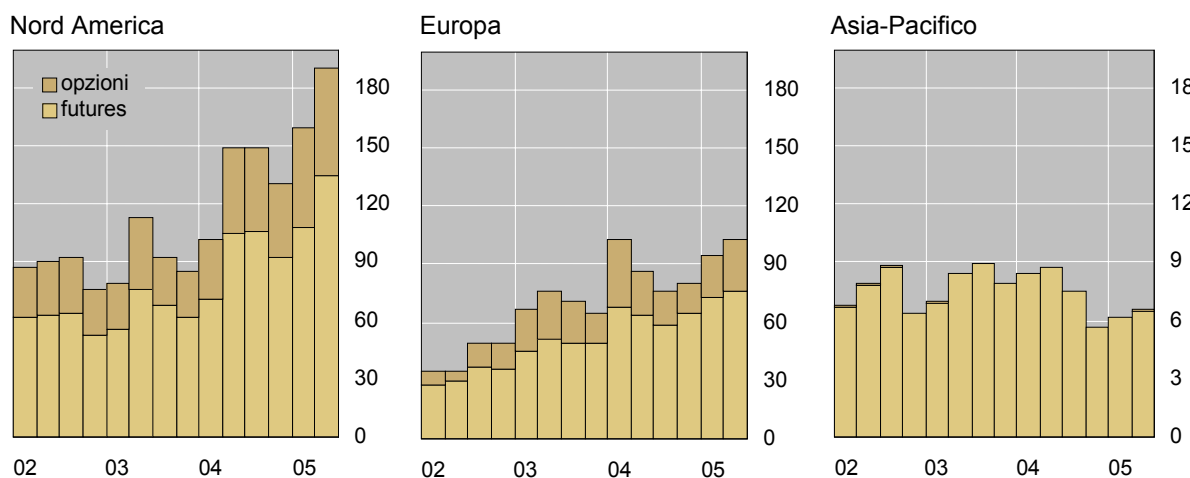
Benché la volatilità dei tassi del mercato monetario sia rimasta contenuta per gran parte del secondo trimestre (grafico 4.2), il mutare delle attese degli investitori circa gli interventi futuri di politica monetaria ha stimolato le contrattazioni in derivati. Negli Stati Uniti le notizie negative sull'attività economica in aprile hanno indotto un appiattimento del segmento a breve della curva dei rendimenti, in quanto gli operatori si attendevano che la Federal Reserve moderasse il ritmo di innalzamento dei tassi. Ciò ha concorso a un'impennata degli scambi di derivati su tassi a breve in dollari, saliti in aprile a \$71 trilioni, la cifra mensile più alta mai registrata in questo segmento. Nei mesi seguenti l'economia si è ripresa ed è divenuto chiaro che la Fed avrebbe mantenuto la politica di incrementi graduali dei tassi. Nel prosieguo del

Si modificano le aspettative sui tassi di interesse negli Stati Uniti ...



Contratti su tassi di interesse a breve termine

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



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

Grafico 4.3

trimestre il turnover nei detti contratti è sceso a una media mensile di \$59 trilioni, sebbene le posizioni aperte (*open interest*) abbiano continuato ad aumentare in maggio. Nell'insieme del periodo gli scambi di derivati su tassi di interesse a breve denominati in dollari hanno raggiunto \$190 trilioni, di cui \$56 trilioni ascrivibili al comparto delle opzioni (grafico 4.3).

... e in Europa

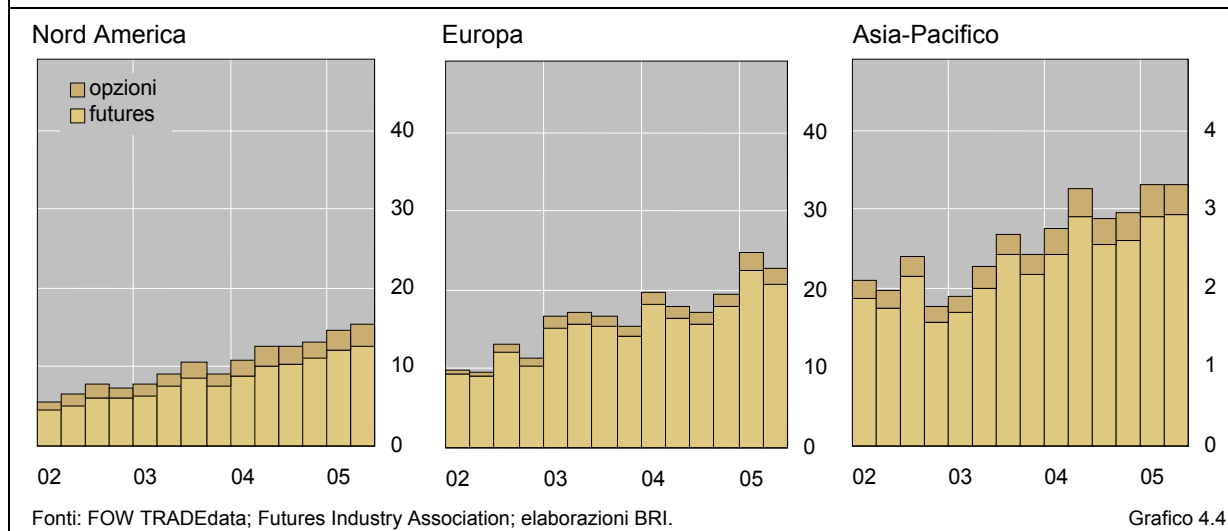
In Europa i segnali di rallentamento dell'economia e le dichiarazioni rilasciate da funzionari della BCE verso la fine del trimestre hanno indotto i mercati a rivedere le aspettative circa il futuro corso della politica monetaria. Invece di incorporare nei prezzi le attese di un inasprimento (come in aprile e in maggio), gli operatori hanno iniziato ad assegnare una piccola probabilità all'eventualità di una riduzione dei tassi. In giugno la volatilità implicita nelle opzioni sull'Euribor a tre mesi si è impennata. Di fronte alle prospettive sempre più incerte per i tassi ufficiali, in quel mese le negoziazioni di opzioni su tassi a breve in euro sono più che raddoppiate, a \$9 trilioni, e l'attività nei futures sottostanti è salita a \$23 trilioni, dai \$15 trilioni di maggio. Nell'insieme del secondo trimestre le negoziazioni di derivati su tassi di interesse a breve in euro hanno raggiunto \$74 trilioni, in rialzo del 6% sul periodo precedente. Una ripresa è stata osservata anche per le contrattazioni degli analoghi contratti in sterline britanniche, cresciute di circa il 20% per il secondo trimestre consecutivo, allorché tra gli investitori si rafforzava la convinzione dell'imminenza di una riduzione dei tassi.

L'attività in contratti su obbligazioni diminuisce nell'area dell'euro ...

L'attività di borsa in derivati su tassi di interesse a lungo termine è stata nell'insieme più contenuta rispetto a quella nel segmento a breve, scendendo del 3%, a \$41 trilioni, nel secondo trimestre. La flessione è principalmente riconducibile a un calo del 9% del turnover in contratti in euro (grafico 4.4), che, a \$22 trilioni, resta comunque superiore a quello complessivo per l'insieme delle altre valute. L'attività è stata debole in aprile e maggio, ma si è ripresa in giugno.

Contratti su titoli pubblici

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



Sul mercato del dollaro, invece, il turnover è aumentato lievemente, a \$15 trilioni. In aprile gli scambi sono stati modesti, ma i livelli record di contratti aperti indicano che gli operatori hanno ulteriormente incrementato le posizioni sui tassi di interesse a lunga rispetto ai valori già elevati di fine marzo. In maggio le contrattazioni di futures su obbligazioni pubbliche statunitensi sono aumentate più rapidamente in presenza di rendimenti ancora in calo, mentre le posizioni aperte sono scese su un livello analogo a quello prevalente nei primi due mesi dell'anno. È interessante notare come né il breve rialzo dei rendimenti né l'impennata dei rimborsi anticipati di prestiti ipotecari in giugno abbiano determinato un'espansione visibile degli scambi di derivati, che sono anzi calati nel segmento dei futures e aumentati solo lievemente in quello delle opzioni. Il livello inferiore di volumi e posizioni aperte in giugno segnala che l'attività di copertura è stata soltanto modesta prima del calo dei corsi obbligazionari nel mese successivo.

... ma aumenta negli Stati Uniti

Il calo dell'attività in giugno non sembra connesso con i timori di una carenza di titoli consegnabili per il future sul Treasury decennale USA con scadenza in giugno, dal momento che gli scambi su obbligazioni con altre scadenze hanno evidenziato nel tempo un profilo analogo. L'annuncio del Chicago Board of Trade il 29 giugno di una disposizione che poneva un limite alle consegne di obbligazioni sottostanti ha depresso i prezzi dei futures ma è intervenuto troppo tardi per produrre effetti di rilievo sui volumi in quel mese.

I timori di una carenza di Treasuries consegnabili non influiscono sui volumi

Nella regione Asia-Pacifico gli scambi di derivati su tassi di interesse sono saliti del 4%, a \$10 trilioni, grazie soprattutto alla crescita degli strumenti in dollari australiani (+11%, a \$5 trilioni). Come nella maggioranza delle altre aree geografiche, le contrattazioni si sono concentrate nel segmento a breve della curva dei rendimenti per la revisione al ribasso delle aspettative sui tassi degli operatori. Gli scambi di opzioni su tassi australiani a breve si sono incrementati in misura notevole (+58%), con volumi elevati in aprile e maggio. Ciò nonostante, a \$104 milioni, essi restano irrilevanti al confronto con quelli dei corrispondenti futures (\$4,7 trilioni). A differenza di gran parte degli altri grandi

Cresce il turnover nelle valute dell'Asia-Pacifico

mercati, quello dei contratti su tassi di interesse denominati in yen ha registrato livelli di attività sostanzialmente invariati (\$4,7 trilioni), in linea con la volatilità bassa e stabile nei segmenti sia a breve sia a lunga della curva dei rendimenti.

Rallenta la crescita dei derivati azionari

La minore propensione al rischio deprime la crescita dei contratti su azioni

Tra aprile e giugno la crescita degli scambi di derivati su indici azionari è scesa al 4% (a \$28 trilioni), dal 9% dei tre mesi precedenti, nonostante l'aumento della volatilità implicita nei principali mercati azionari nella prima metà del trimestre. Le esigenze di copertura connesse alla maggiore incertezza potrebbero essere state controbilanciate dalla minore disponibilità degli operatori a esporsi al rischio azionario, in linea con il calo degli indicatori della propensione al rischio nel periodo (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2005). Le posizioni aperte, dopo un balzo del 22% nel primo trimestre, sono salite del 2%, un incremento pari alla metà di quello dei volumi scambiati. Tale rallentamento è coerente con il già citato aumento della volatilità implicita, che solo in parte è stato compensato dall'effetto della maggiore discordanza di vedute fra gli analisti in materia di crescita futura degli utili. In passato le posizioni aperte in contratti su indici azionari hanno esibito una correlazione positiva con il grado di disaccordo fra gli analisti e negativa con la volatilità implicita (cfr. il riquadro a pag. 56).

La crescita del turnover è stata più o meno equamente distribuita fra i principali mercati dei derivati, in linea con l'evoluzione analoga dei corsi azionari e della volatilità. Le eccezioni di maggiore rilievo sono rappresentate dai contratti sugli indici azionari coreani e britannici, i cui volumi sono scesi rispettivamente del 5%, a \$7 trilioni, e del 3%, a \$0,8 trilioni. Fra i mercati minori, quelli scandinavi hanno registrato un cospicuo incremento dei volumi, rispettivamente pari al 34, 27 e 14% in Danimarca, Norvegia e Svezia. In tali paesi i corsi azionari sono saliti a un ritmo notevolmente più rapido che nei principali mercati europei nel secondo trimestre. Nella regione Asia-Pacifico, il turnover è aumentato a Taiwan (Cina) e in Australia, rispettivamente del 26 e 15%. In America latina, le contrattazioni si sono incrementate del 15% in Brasile, mentre sono scese del 6% in Messico. Infine, anche in Sudafrica l'attività ha subito un calo del 6%.

Derivati su azioni singole

Il turnover in strumenti su azioni singole – per i quali sono disponibili soltanto dati sul numero di contratti scambiati – è aumentato di oltre il 2% nel secondo trimestre, una crescita analoga a quella del numero di contratti su indici azionari (e in contrasto con l'aumento del 4% dei valori nozionali descritto in precedenza). Ciò nondimeno, questa analogia è artificiosa, vista la differente composizione regionale delle contrattazioni in prodotti su titoli singoli e su indici. Nei mercati di Stati Uniti e area dell'euro, dove entrambe le tipologie di contratto sono trattate in parallelo, la crescita dei derivati su indici è stata notevolmente superiore a quella dei prodotti su azioni singole. Se è vero che gli investitori tendono a utilizzare i contratti su azioni individuali per le negoziazioni fondate su notizie relative alle singole imprese e i contratti su indici quando si basano su informazioni concernenti il mercato nel suo insieme,

Divergenze di opinione e attività in derivati

Benché in linea di principio le nuove informazioni possano trovare riflesso nei prezzi degli strumenti finanziari anche se non danno origine a transazioni, nella pratica tali transazioni hanno effettivamente luogo. Questo si spiega in parte con l'esistenza di informazioni private. Ciò nonostante, anche se le asimmetrie informative possono occasionare scambi su singoli titoli, non è chiaro se siano sufficienti a spiegare l'attività in contratti su indici azionari, i cui rendimenti sono di norma influenzati più dalle informazioni macroeconomiche^①. Queste ultime sono in gran parte di dominio pubblico, ma potrebbero in ogni caso originare divergenze di opinione fra gli investitori quanto alla loro relazione con i rendimenti azionari. A differenza delle informazioni private, che in genere sono incorporate molto rapidamente nei prezzi, le disparità di vedute possono persistere per periodi prolungati ed essere pertanto connesse con volumi elevati di negoziazione anche a frequenze inferiori^②.

Questo riquadro presenta alcune evidenze preliminari sul rapporto fra le divergenze di pareri e l'attività di contrattazione mensile misurata dalle statistiche della BRI sui derivati. Si riscontra che le posizioni aperte (*open interest*) in derivati su indici azionari sono positivamente correlate al grado di disaccordo fra gli analisti, di riflesso alle maggiori opportunità di negoziazione, e negativamente correlate al livello elevato di incertezza, probabilmente a causa del maggior grado di rischio presente. Il turnover degli stessi contratti, per contro, aumenta nei periodi di incertezza, ma non risente delle differenze di opinione.

La discordanza dei pareri quanto al livello futuro degli utili fra gli analisti del mercato azionario viene qui utilizzata come *proxy* delle divergenze di vedute. Le previsioni impiegate sono quelle sugli utili per azione delle singole società presenti nell'indice S&P 500 rilevate e aggregate da I/B/E/S su base mensile. La deviazione standard di queste previsioni (*stdprofits*) in ogni mese è messa in relazione con misure dell'attività (*y*) quali il turnover mensile di futures e opzioni sull'indice S&P 500 e con le posizioni aperte negli stessi contratti, per un totale di quattro regressioni.

Nella serie di variabili esplicative utilizzate è inoltre inclusa una misura indiretta dell'incertezza circa i rendimenti azionari futuri, data dalla volatilità implicita nelle opzioni sul future sull'indice S&P 500 (*iv*). La volatilità implicita costituisce un utile indicatore del grado di incertezza in un determinato mercato anche se si utilizzano ipotesi meno restrittive di quelle del modello di determinazione del prezzo delle opzioni da cui è ricavata. Benché intuitivamente si possa pensare che le differenze di opinione siano più pronunciate in periodi contraddistinti da un elevato grado di incertezza, questi due concetti non coincidono^③, come mostra la bassa correlazione (0,22) tra la volatilità implicita e la misura delle differenze di opinione qui utilizzata.

Le stime si fondano su dati mensili riferiti al periodo compreso fra giugno 1994 e giugno 2005. Tutte le variabili sono integrate di ordine 1, ma i test di cointegrazione standard non evidenziano alcuna relazione di lungo periodo. I modelli sono stimati in differenze prime con il metodo dei minimi quadrati ordinari (*ordinary least square*, OLS) e la durata del *lag* è determinata dai criteri di informazione di Akaike e di Schwartz. I risultati figurano nella tabella seguente. Le regressioni comprendono inoltre una costante e una serie completa di variabili *dummy* mensili al fine di tener conto della scadenza e di altri effetti stagionali, ma i rispettivi coefficienti non vengono riportati per motivi di spazio.

I risultati delle stime non confortano la tesi secondo la quale le divergenze di vedute sarebbero connesse a un maggiore turnover di futures su indici azionari. Per quanto riguarda le opzioni, esistono anzi deboli riscontri (a un livello di confidenza del 10%) del fatto che tali divergenze si associano a un calo, più che a un aumento, degli scambi nel mese successivo. Il coefficiente di volatilità implicita contemporanea risulta invece statisticamente significativo e positivo in entrambe le equazioni. Ciò concorda con i risultati della letteratura fondati su frequenze giornaliere, ma contrasta con quelli ottenuti da Jeanneau e Micu (2003) su dati mensili^④. La contraddizione potrebbe spiegarsi con il fatto che tali autori hanno tenuto conto del nesso di causalità inversa ricorrendo alla tecnica dei minimi quadrati a due stadi (*two-stage least square*), mentre le stime OLS qui adottate evidenziano soltanto le correlazioni e non il nesso di causalità.

^① La scarsa appetibilità dei contratti su indici per gli operatori che dispongono di informazioni private riduce il costo della selezione avversa connesso alla negoziazione sul relativo mercato, rendendolo particolarmente interessante agli occhi degli investitori non informati. Cfr. A. Subrahmanyam, "A theory of trading in stock index futures", *Review of Financial Studies*, 4(1), 1991, pagg. 17-51. ^② A un livello più astratto, C.T. Shalen, "Volume, volatility, and the dispersion of beliefs", *Review of Financial Studies*, 6(2), 1993, pagg. 405-434, e M. Harris e A. Raviv, "Differences in opinion make a horse race", *Review of Financial Studies*, 6(3), 1993, pagg. 473-506, riscontrano che la dispersione delle vedute degli operatori può avere un effetto positivo sui volumi scambiati su un orizzonte temporale prolungato. ^③ Se il disaccordo fra gli analisti fosse riconducibile esclusivamente al grado di rischio, dovrebbe evidenziare una relazione positiva con i rendimenti azionari futuri, riflettendo un premio per il rischio. La relazione tra i due elementi appare invece negativa. Cfr. K.B. Diether, C.J. Malloy e A. Scherbina, "Differences of opinion and the cross section of stock returns", *Journal of Finance*, 57(5), 2002, pagg. 2113-2141. ^④ S. Jeanneau e M. Micu, "Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 59-68.

Divergenze di opinione e attività in derivati sull'indice azionario S&P 500

	Turnover		Contratti aperti	
	Futures	Opzioni	Futures	Opzioni
Δy_{t-1}	-0,748*** (0,0734)	-0,403*** (0,0844)	-0,295** (0,116) ¹	-0,045 (0,084) ¹
Δy_{t-2}	-0,648*** (0,0741)	-	-0,180* (0,096) ¹	-0,095 (0,103) ¹
Δy_{t-3}	-	-	-	0,362*** (0,092) ¹
$\Delta \text{stdprofits}_t$	-50 770 (73 405)	40 697 (39 124)	17 106** (8 282) ¹	61 850*** (21 021) ¹
$\Delta \text{stdprofits}_{t-1}$	-32 611 (73 576)	-72 475* (37 325)	3 771 (6 705) ¹	-25 926 (22 578) ¹
$\Delta \text{stdprofits}_{t-2}$	-87 430 (72 027)	-	-15 633** (6 113) ¹	-52 760** (22 955) ¹
$\Delta \text{stdprofits}_{t-3}$	-	-	-	7 349 (24 386)
Δiv_t	11 506*** (3 415)	3 709** (1 840)	-817*** (277) ¹	-2 833*** (980) ¹
Δiv_{t-1}	3 602 (3 470)	-1 548 (1 917)	-81 (327) ¹	-1 157 (954) ¹
Δiv_{t-2}	-270 (3 586)	-	-541 (375) ¹	-1 853* (953) ¹
Δiv_{t-3}	-	-	-	1 323 (985) ¹
R ² corretto	0,84	0,41	0,61	0,82
Durbin-Watson	1,88	2,19	1,88	1,93

Nota: errori standard fra parentesi. I simboli ***, ** e * indicano significatività ai livelli dell'1, 5 e 10%, rispettivamente.

¹ Errori standard sottoposti a correzione di White per l'eteroschedasticità.

I risultati relativi alle posizioni aperte differiscono notevolmente da quelli per il turnover. Una maggiore discordanza di vedute tra gli analisti è inizialmente associata all'ampliarsi delle posizioni sia in futures sia in opzioni. L'effetto tuttavia si inverte dopo due mesi, che incidentalmente corrispondono all'incirca alla durata residua media del contratto più intensamente scambiato. Poiché alla scadenza le posizioni devono essere chiuse oppure rinnovate al contratto successivo, il venir meno di tale effetto non desta sorpresa.

Il coefficiente sulla volatilità implicita contemporanea è positivo e altamente significativo. Tale relazione, che resta valida anche in caso di variazioni nella lunghezza del campione o nelle variabili selezionate, contrasta con un'ampia parte della letteratura che studia il nesso fra l'attività di negoziazione e la volatilità a livello giornaliero, ma corrobora il lavoro svolto da Jeanneau e Micu utilizzando dati mensili. Risulta che un aumento dell'incertezza stimola gli scambi nel breve periodo, riducendo al tempo stesso la propensione degli investitori a mantenere aperte le posizioni una volta completata la correzione immediata.

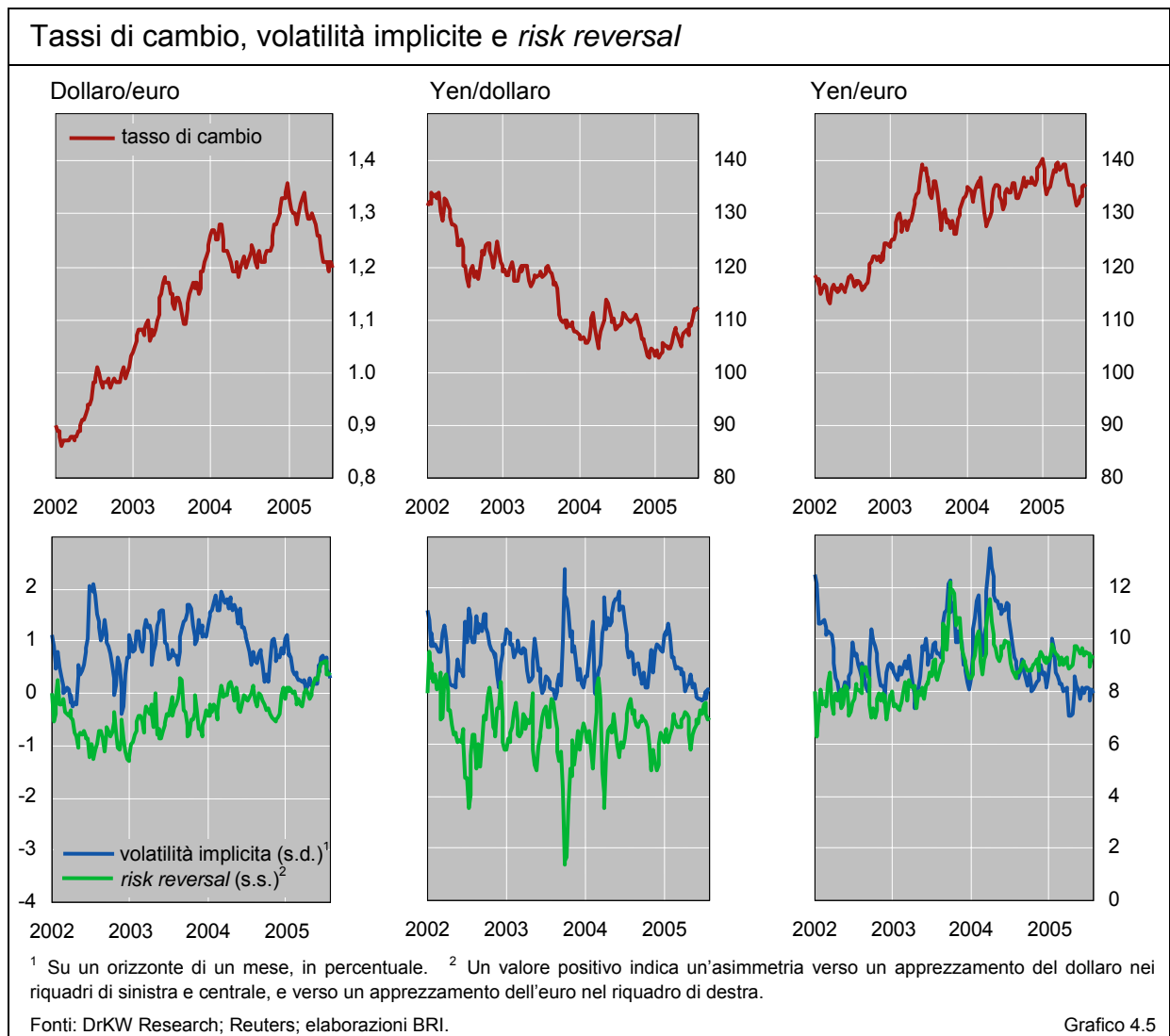
I risultati del presente esercizio offrono un'utile base per l'interpretazione dei movimenti mensili del turnover e delle posizioni aperte descritti in questa e nelle prossime edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*, ma per due motivi non vanno considerati come prova di una teoria formale. Anzitutto, le opinioni degli analisti del mercato azionario potrebbero differire da quelle degli operatori. Sebbene entrambi lavorino spesso per una stessa società, i loro ruoli e incentivi sono diversi. Ciò vale ancor più dopo le recenti riforme introdotte principalmente, ma non solo, negli Stati Uniti al fine di accrescere l'indipendenza degli analisti e l'integrità delle loro previsioni. Inoltre, analisti e operatori potrebbero riferirsi a orizzonti temporali diversi, un'ulteriore potenziale causa di discordanza delle loro opinioni. La seconda riserva riguarda la frequenza dei dati utilizzati. Un esame più approfondito dovrebbe analizzare il profilo temporale con cui le divergenze di vedute e l'incertezza influiscono sull'attività in derivati.

allora due punti di svolta osservati nei prezzi azionari durante il secondo trimestre sarebbero principalmente riconducibili al mutare delle percezioni circa l'attività economica aggregata e il rischio sistemico, più che a eventi isolati riguardanti grandi imprese.

Impennata dei contratti su valute

Il vigore del dollaro USA nel secondo trimestre ha posto le basi per l'ennesima impennata dell'attività di borsa in derivati valutari. Tra il minimo di fine aprile e la fine di giugno il dollaro ha guadagnato il 7% rispetto all'euro e il 6% nei confronti dello yen (grafico 4.5). Su tale sfondo, il turnover in derivati su valute nei mercati regolamentati è cresciuto del 15%, a \$3 trilioni. Mentre in aprile e in maggio l'attività è rimasta su livelli prossimi alla media mensile del trimestre precedente, in giugno è balzata a un nuovo massimo. Il fatto che lo stesso profilo sia stato osservato per i contratti contro euro, yen e sterline britanniche fa ritenere che gli investitori stessero negoziando il rischio specifico al dollaro più che quello connesso ad altre valute. In particolare, i dati non indicano che

L'apprezzamento del dollaro traina il turnover in derivati



gli operatori siano ricorsi al mercato dei derivati per speculare su una rivalutazione del renminbi cinese, che si è effettivamente materializzata il 21 luglio (cfr. “Quadro generale degli sviluppi”). Benché gli scambi diretti di derivati in renminbi siano sottoposti a severe restrizioni dalla normativa cinese, gli operatori avrebbero potuto utilizzare i contratti sulla coppia yen/dollaro quale strumento per speculare sulla probabilità di una rivalutazione del renminbi, poiché vi era la diffusa aspettativa che tale rivalutazione avrebbe determinato un apprezzamento della moneta giapponese su quella statunitense. Per quanto intense, tuttavia, le contrattazioni in tale coppia valutaria (+18% nel secondo trimestre) sono cresciute in linea con quelle sui tassi euro/dollaro (+16%) e sterlina/dollaro (+20%).

Si riducono le posizioni aperte ...

L'aumento dei volumi osservato in giugno sembrerebbe rispecchiare contrattazioni sui movimenti a breve dei prezzi più che un posizionamento sul più lungo termine, come attesta l'andamento delle posizioni aperte nei contratti su euro, yen e sterline britanniche. I dati corretti per i movimenti valutari mostrano che tali posizioni hanno seguito un profilo sostanzialmente analogo a quello del turnover nei primi due mesi dell'anno, ma sono calate in giugno. Secondo le statistiche della Commodity Futures Trading Commission (CFTC) sul contratto valutario in euro attivamente scambiato presso il Chicago Mercantile Exchange, gli operatori commerciali – che usano i derivati principalmente a fini di copertura – hanno notevolmente accresciuto le loro posizioni a lunga e a breve fino agli inizi di giugno, per poi ridurle verso la fine del trimestre. Il calo è stato solo in parte controbilanciato dall'attività degli altri operatori, che tra aprile e giugno hanno raddoppiato le posizioni corte, mantenendo però costanti quelle lunghe. Ciò concorda con i riscontri provenienti dai *risk reversal*, che consistono nell'acquisto di un'opzione *call out-of-the-money* e nella vendita di una *put* ugualmente *out-of-the-money*. Il prezzo pagato per questa operazione riflette, fra gli altri fattori, la bilancia dei rischi fra la possibilità di forti rialzi o di forti ribassi dei prezzi. Nel secondo trimestre l'indicatore del *risk reversal* per le coppie dollaro/euro e yen/dollaro ha evidenziato una crescita costante (grafico 4.5), a indicare che gli investitori hanno ritenuto il potenziale di rialzo delle posizioni lunghe in dollari superiore a quello di ribasso.

... nonostante le speculazioni su un ulteriore apprezzamento del dollaro

Livelli elevati delle posizioni aperte in Brasile e in Messico

Per gli strumenti negoziati al di fuori degli Stati Uniti non sono disponibili analoghe statistiche sugli operatori commerciali e non commerciali. Esistono tuttavia motivi per ritenere che le esigenze di copertura costituiscano un importante fattore alla base dell'incremento del 35% delle posizioni aperte di contratti sulla coppia dollaro USA/real brasiliano, il quale ha di gran lunga sopravanzato l'aumento del corrispondente turnover (+14%). Tali posizioni, pari a \$44 miliardi alla fine del secondo trimestre, risultavano maggiori di quelle su qualunque altra valuta a eccezione dell'euro (\$49 miliardi). Un andamento simile è rilevabile nello stesso periodo in Messico, dove i contratti aperti sono aumentati del 76% mentre il turnover è sceso del 15%. La notevole crescita dei mercati obbligazionari nazionali e della presenza negli stessi di investitori esteri osservata negli ultimi anni sia in Brasile che in Messico potrebbe spiegare le maggiori esigenze di copertura. La ristrettezza degli spread sul debito brasiliano sta invece a indicare che le turbolenze politiche interne non

hanno probabilmente svolto un ruolo importante in questo senso (cfr. “Quadro generale degli sviluppi”).

Si intensifica l'attività su merci al crescere dell'economia

Le prospettive favorevoli per l'attività economica durante gran parte del secondo trimestre hanno trovato riflesso in una robusta crescita del mercato dei derivati su merci. L'incremento complessivamente modesto del 5% nel numero di contratti (non sono disponibili dati sui valori nozionali) si spiega in parte con il calo del 12% dei derivati su metalli preziosi. Poiché tali strumenti sono spesso utilizzati a fini cautelativi durante le fasi di turbolenza o di debolezza economica, una loro flessione potrebbe ricondursi a notizie positive sull'andamento dell'economia.

Robusta espansione dei contratti su merci ...

Le brusche oscillazioni dei prezzi nel mercato del greggio durante il secondo trimestre hanno indotto un forte aumento (+11%) degli scambi di contratti su prodotti energetici, cresciuti in misura superiore rispetto a quelli su metalli non preziosi (+6%) e derrate agricole² (+4%). Tale crescita riflette le intense contrattazioni basate su notizie a breve piuttosto che un'attività di posizionamento a lungo termine, giacché nello stesso periodo le posizioni aperte sono scese del 9%. Tra i mercati principali, queste ultime sono aumentate soltanto negli Stati Uniti, ma anche in questo caso in misura inferiore (+4%) a quella del turnover (+11%). In base alle statistiche della CFTC, il minore aumento dei contratti aperti ha fatto seguito a una riduzione delle posizioni lunghe degli operatori non commerciali, scese di un quarto tra gli inizi di aprile e la fine di giugno. Benché tali operatori, spesso definiti “speculatori”, rappresentino una percentuale solo esigua dell'*open interest* totale, le loro posizioni sono molto più variabili di quelle degli operatori commerciali (altrimenti noti come “*hedger*”).

... alimentata dalla volatilità dei prezzi sul mercato del petrolio

² Dall'inizio di quest'anno la banca dati della BRI riporta le statistiche su una serie di nuovi contratti su derrate agricole. Per questo motivo vi è stata una correzione al rialzo del numero di contratti scambiati nel primo trimestre rispetto a quanto riportato nell'ultima edizione della *Rassegna trimestrale BRI*. Ciò non consente pertanto di effettuare raffronti con gli anni precedenti.