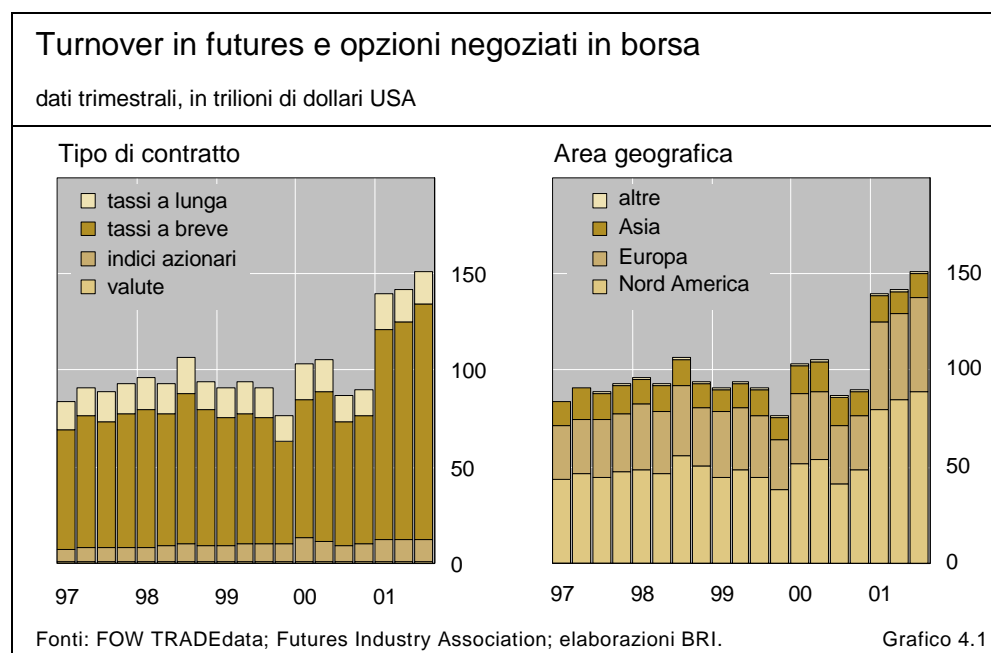


4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato degli strumenti derivati negoziati nelle borse ha raggiunto un nuovo record nel terzo trimestre 2001. Il valore nozionale dei contratti rilevati dalla BRI è salito del 6%, a \$150 trilioni. L'attività complessiva, relativamente sottotono in luglio e agosto, ha subito un forte impulso a seguito degli attacchi terroristici dell'11 settembre negli Stati Uniti. Sono inoltre proseguite talune tendenze osservate negli ultimi tempi. Ad esempio, gli scambi di contratti del mercato monetario USA, che erano stati eccezionalmente vivaci nei due trimestri precedenti per effetto dell'allentamento della politica monetaria e di cambiamenti nelle strategie di gestione del rischio, sono continuati a ritmo sostenuto. Per contro, l'attività in altri tipi di strumenti, come quelli su titoli di Stato e indici azionari, è rimasta generalmente debole.

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato globale dei derivati negoziati fuori borsa (OTC) segnalano un lieve recupero dell'attività nella prima metà del 2001, con un aumento dei contratti in essere a \$98,8 trilioni (+ 4%). Mentre il ritmo di espansione del mercato OTC è



in complesso rallentato nel corso dell'ultimo anno, alcuni comparti – come gli swaps su tassi d'interesse in dollari USA – rimangono su livelli sostenuti.

Sul mercato monetario forte aumento delle opzioni indotto dal rifinanziamento di prestiti ipotecari

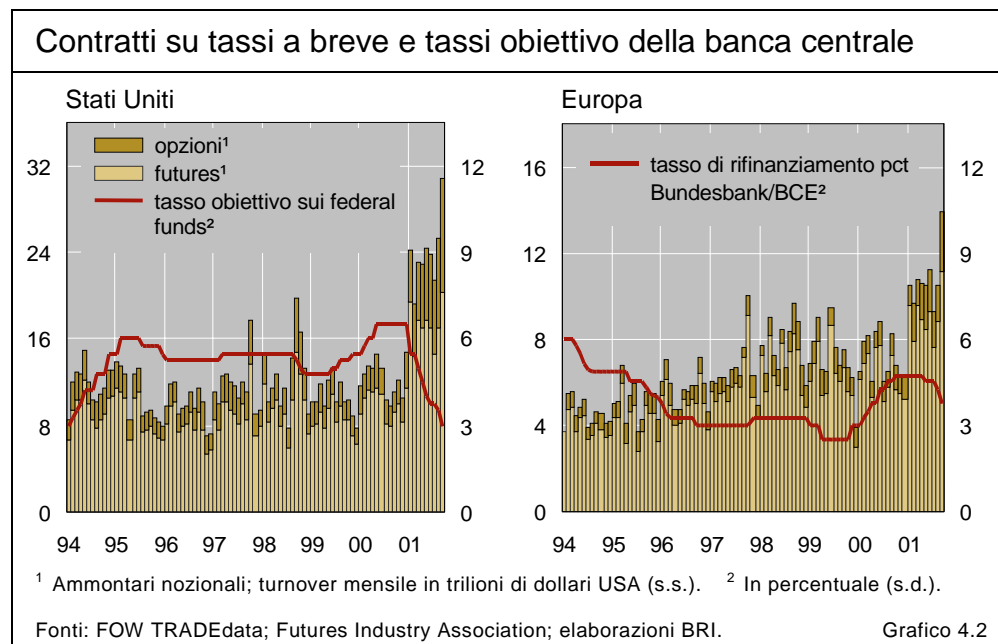
L'attività di borsa in contratti su tassi d'interesse si è accelerata nel terzo trimestre 2001. Il turnover totale è cresciuto del 7%, a \$137,9 trilioni, contro l'1% del trimestre precedente. Ancora una volta gli scambi sono stati trainati dalle operazioni in futures e opzioni del mercato monetario, salite a \$122,1 trilioni (+ 9%).

L'attività in futures a breve è sostenuta dalle riduzioni di tassi ufficiali ...

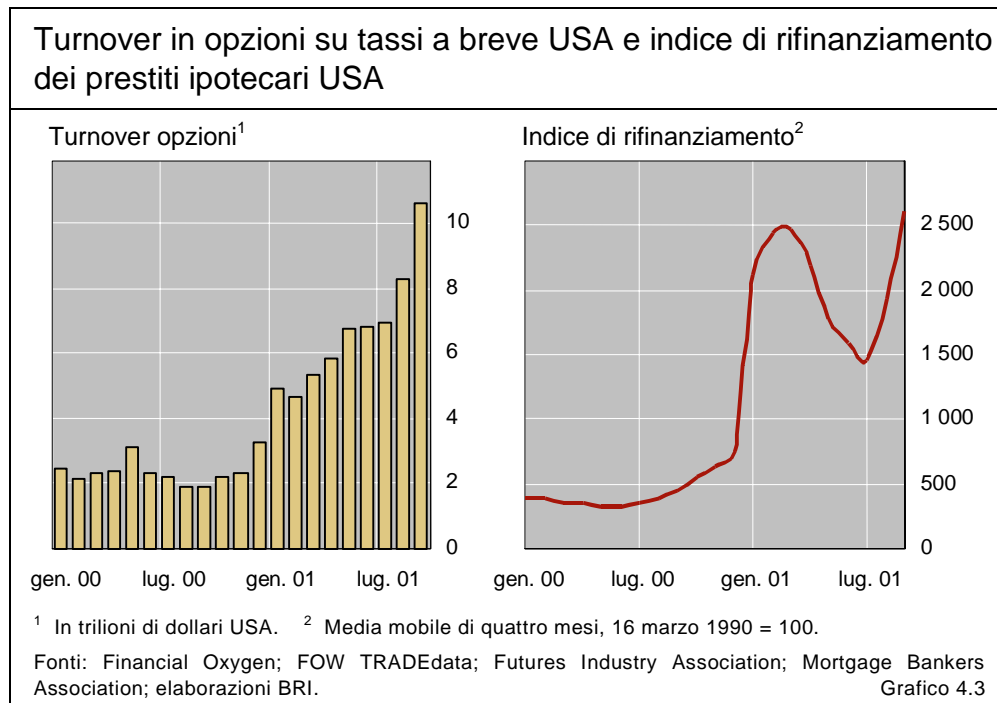
I contratti futures del mercato monetario sono cresciuti del 2%, a \$88,5 trilioni. Il volume di transazioni in questi strumenti, su livelli eccezionalmente elevati dall'inizio dell'anno, può essere spiegato da vari fattori congiunturali e strutturali. Fra i primi, particolarmente importante è stato l'allentamento della politica monetaria USA. Il venir meno delle speranze in un recupero dell'economia statunitense ha suscitato sempre più forti aspettative di riduzione del tasso ufficiale, stimolando l'attività in strumenti USA a breve. Parallelamente, crescenti segnali di debolezza economica in altre regioni hanno indotto attese analoghe, intensificando le transazioni in strumenti del mercato monetario. In effetti, il profilo dell'attività in contratti su tassi d'interesse a breve nei comparti dell'euro e della sterlina è stato simile, ancorché meno marcato, a quello osservato per il dollaro USA.

... e dalle turbolenze seguite agli attacchi dell'11 settembre

Le negoziazioni in strumenti a breve hanno inoltre ricevuto impulso dagli attacchi terroristici dell'11 settembre per la grave incertezza creatasi sul mercato. Le ampie iniezioni di liquidità delle banche centrali hanno ulteriormente accresciuto le attese di un calo dei tassi ufficiali, alimentando gli scambi sul mercato monetario. Poiché negli Stati Uniti le contrattazioni in



futures si svolgono principalmente a Chicago, queste hanno subito minori disfunzioni operative, ed è pertanto possibile che parte delle operazioni di copertura e di posizionamento su tassi a breve sia stata spostata dal mercato a contante a quello dei futures¹.



Un altro sviluppo di rilievo nel terzo trimestre è stato il rapidissimo incremento dell'attività in opzioni su futures del mercato monetario (cresciuta del 33%, a \$33,6 trilioni). Tali scambi, particolarmente sostenuti sui mercati USA fin dagli inizi del 2001, paiono aver beneficiato di alcuni degli stessi impulsi che hanno sostenuto le contrattazioni in futures nel segmento a breve. Sembra inoltre che il loro andamento sia strettamente connesso con l'evoluzione del mercato ipotecario statunitense. Le banche di credito ipotecario e i detentori di titoli garantiti da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS) temevano che un eventuale ulteriore calo dei tassi a lunga potesse provocare un aumento dei riscatti anticipati, e ciò ha contribuito dall'inizio dell'anno a un graduale incremento della domanda di call swaptions (opzioni che consentono di attivare uno swap di tasso d'interesse come percettore del tasso fisso)². Gli intermediari che offrivano tali strumenti hanno coperto le

Il rifinanziamento ipotecario origina forti scambi di opzioni sul mercato monetario USA

¹ CBOT e CME hanno sospeso gli scambi nel comparto a reddito fisso l'11 settembre e ogni tipo di operazione il giorno successivo. Le due borse hanno riaperto il 13 settembre, ma con un orario di contrattazione ridotto.

² Gli investitori in MBS incorrono in notevoli rischi di rimborso anticipato (o di "convessità") dovuti al fatto che i titolari dei prestiti sottostanti godono di talune prerogative, come la facoltà di rifinanziare le ipoteche a condizioni più favorevoli allorché calano i tassi a lunga. I rimborsi anticipati spingono a loro volta gli emittenti di MBS a riscattare titoli via via che si riduce il pool di ipoteche sottostanti. Per cautelarsi dall'accorciamento della durata dei loro portafogli e dalla perdita di proventi da interessi, i detentori di MBS possono acquistare call swaptions, che consentono loro di ricevere un tasso fisso predeterminato in caso di riscatto anticipato dei titoli posseduti.

proprie esposizioni corte mediante opzioni negoziate in borsa e sul mercato OTC. Il profilo dell'attività in opzioni su tassi a breve appare sostanzialmente in linea con gli sviluppi del mercato ipotecario USA, dove i rifinanziamenti hanno toccato una punta massima verso la fine del terzo trimestre.

Gli operatori ad alto leverage sono più attivi nel comparto a breve ...

L'elevato turnover in strumenti del mercato monetario USA potrebbe essere dovuto anche ad altri fattori temporanei. Fonti di mercato hanno fatto rilevare che alcuni operatori ad alto grado di leva, specie quelli che praticano "momentum trading strategies" (strategie basate sull'inerzia dei movimenti di prezzo), sono stati particolarmente attivi sul segmento a breve negli ultimi mesi, acquistando contratti sull'eurodollaro in periodi di forti rialzi dei corsi³. Generalmente, tali operatori considerano il mercato dei futures più vantaggioso di quello a contante perché consente loro di a) minimizzare le esposizioni in bilancio, b) ridurre i rischi di finanziamento associati a possibili tagli delle linee creditizie a fronte delle operazioni pct e c) evitare il rischio specifico dovuto alla "specialità" dei tassi d'interesse su queste operazioni⁴.

... ma la vivacità di quest'ultimo segmento rispecchia anche fattori più di fondo

La vivacità del mercato a breve termine rispecchia probabilmente anche fattori più di fondo, come uno spostamento delle operazioni di copertura e di negoziazione dalla curva dei rendimenti del Tesoro USA a quella dei tassi a breve e di swap sul Libor (cfr. "La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark", a pag. 53). In precedenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI* è stato messo in rilievo il ruolo svolto dalle emissioni globali di titoli a reddito fisso nella crescita del mercato degli swaps su tassi d'interesse e, di conseguenza, in quella dei futures sull'eurodollaro. Il perdurante vigore di questi ultimi nonostante la contrazione delle emissioni globali sui mercati del reddito fisso nel terzo trimestre (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 24), parrebbe segnalare cambiamenti di più lungo periodo nella gestione del rischio da parte degli operatori o forse l'ingresso di nuovi partecipanti⁵. A tale riguardo, fonti di mercato fanno osservare che negli ultimi tempi gli istituti di credito ipotecario e gli investitori in MBS sono ricorsi in misura crescente agli swaps su tassi d'interesse per gestire la durata finanziaria dei loro portafogli⁶.

³ Tali questioni sono trattate in dettaglio da Gerald Lucas e Joseph Schatz in "Futures vs cash volumes", *Merrill Lynch Fixed Income Strategy*, 24 agosto 2001.

⁴ Il termine "speciale" viene impiegato nel mercato pct per contraddistinguere tassi overnight o a termine inferiori a quelli di mercato per le operazioni basate su titoli a offerta ridotta. Gli operatori disposti a fornire questi titoli possono beneficiare di costi di finanziamento sensibilmente più bassi.

⁵ L'emissione di titoli a reddito fisso è generalmente associata a una domanda di swaps su tassi d'interesse di breve durata a fini di copertura. Un calo nella domanda di tali swaps indurrebbe una corrispondente flessione del turnover in futures del mercato monetario, dato che questi ultimi sono di impiego corrente per la copertura di swaps a breve.

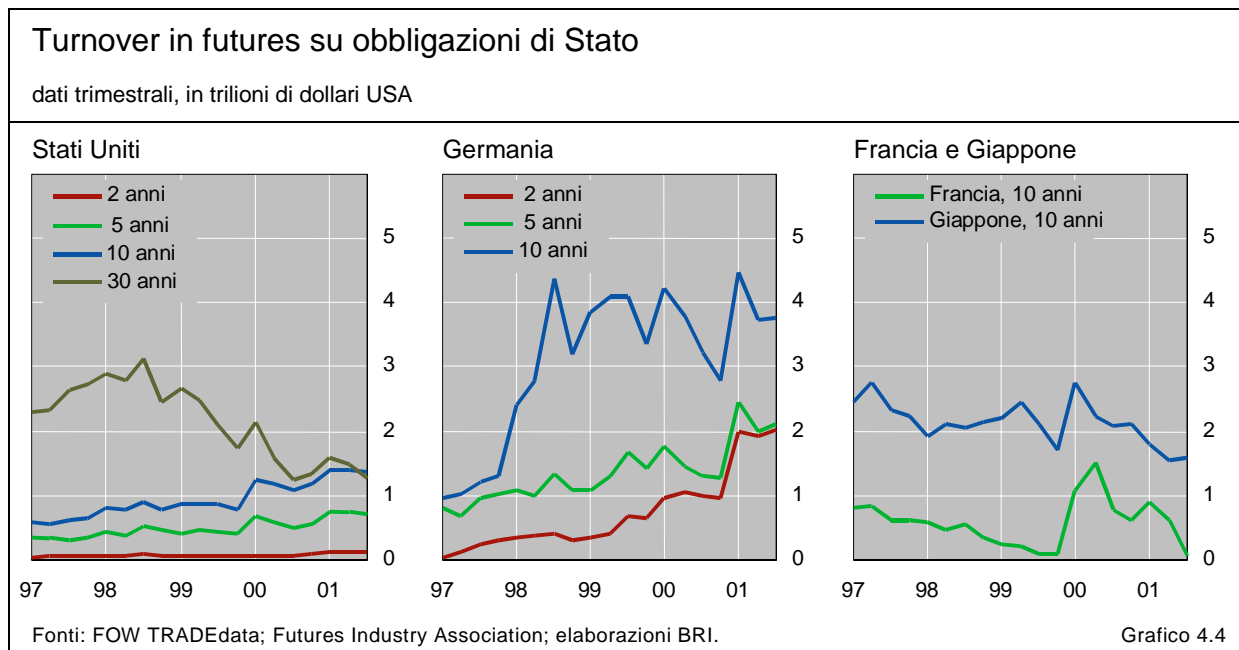
⁶ Questa problematica è analizzata in varie edizioni della rivista bimestrale del Credit Suisse First Boston, *The global credit strategist*.

Nuova flessione per i contratti su obbligazioni

In contrasto con la perdurante sostenutezza del mercato monetario, l'attività aggregata in strumenti a più lungo termine è diminuita per il secondo trimestre consecutivo, anche se solo leggermente. Gli scambi di contratti obbligazionari sono scesi del 2%, a \$15,9 trilioni. Lo stretto intervallo entro cui si sono mossi i tassi a lunga nel corso del terzo trimestre spiega forse questa debole dinamica. Infatti, persino nelle settimane immediatamente successive agli attacchi dell'11 settembre i rendimenti sui titoli di Stato sono calati molto meno di quelli sugli strumenti del mercato monetario. Ciò ha probabilmente rispecchiato le aspettative di una ripresa economica nell'ultima parte dell'anno, oltre ai timori che l'allentamento fiscale potesse ampliare i disavanzi di bilancio e, di conseguenza, il fabbisogno netto di finanziamento del Tesoro USA.

Contrariamente al secondo trimestre, quando l'Eurex aveva subito la flessione più pronunciata (-14%), nel terzo trimestre buona parte del calo va attribuita al CBOT, che ha perso l'8%. Il turnover USA è stato particolarmente debole in luglio, ma ha recuperato in certa misura nel mese successivo grazie a un aumento della volatilità. Sebbene gli eventi dell'11 settembre abbiano impresso una forte spinta all'attività nella seconda metà del mese, il turnover mensile ha risentito dei due giorni di chiusura della borsa di Chicago. Nell'insieme, ad eccezione del contratto sulla "note" biennale, cresciuto del 5% nel trimestre in esame, tutti gli altri strumenti sui titoli a medio e lungo termine del Tesoro hanno registrato un minor volume di transazioni. Va però rilevato che il contratto sulla note a due anni viene ampiamente usato per assumere posizioni su previste manovre di tasso della Federal Reserve.

Prosegue il calo nel turnover dei contratti su titoli del Tesoro USA ...



Nonostante le disfunzioni nel mercato statunitense dei titoli pubblici, si sono confermate talune delle tendenze osservate nel comparto a più lungo termine dei derivati USA. L'incertezza circa lo status dell'obbligazione

trentennale ha continuato a influire sugli scambi nei mercati a contante e dei futures; dopo un breve recupero nei primi due trimestri dell'anno, le contrattazioni sono tornate a flettere, perdendo il 15%. Grazie al calo molto minore (-2%), il future sulla note decennale ha soppiantato quello sull'obbligazione a 30 anni come contratto a lunga più attivamente trattato negli Stati Uniti.

... mentre aumenta il turnover sui titoli di Stato tedeschi a due e cinque anni

L'attività negli strumenti su titoli di Stato tedeschi presso l'Eurex è aumentata del 5%. Il turnover è cresciuto notevolmente sulla scia degli attentati negli Stati Uniti e, secondo alcuni osservatori, l'incremento sarebbe in parte avvenuto a scapito dei contratti benchmark USA. L'espansione si è concentrata sulle scadenze a due e cinque anni (Euro Schatz e Euro Bobl), confermando la tendenza a una crescente affermazione dei titoli di Stato tedeschi con scadenze intermedie come benchmark europei. Al tempo stesso, è stato evitato l'insorgere di strozzature di offerta, presumibilmente grazie ai limiti di posizione fissati da Eurex sui contratti in titoli di Stato, nonché al dichiarato intento della Finanzagentur, il neoistituito ente per la gestione del debito pubblico tedesco, di intervenire al fine di evitare tali squilibri di mercato.

Rarefazione degli scambi sull'Euro Notionnel

Per contro, il Matif (Euronext Paris) ha registrato un'ulteriore drastica flessione negli scambi del contratto sull'Euro Notionnel (-90%), che per vari anni è stato il suo strumento di maggior prestigio nel comparto a reddito fisso. Secondo gli osservatori, il calo sarebbe dovuto alla liquidazione, in settembre, di Matif Intervention Bancaire (MIB), un'iniziativa a sostegno dell'Euro Notionnel varata alla fine del 1999. Il MIB aveva in effetti determinato una ripresa delle contrattazioni nel 2000, ma lo spostamento della liquidità verso i futures su titoli di Stato tedeschi all'Eurex ha reso sempre più difficile trattare ingenti volumi presso la borsa di Parigi. È questa un'ulteriore conferma di come la liquidità tenda a concentrarsi su pochi strumenti e di quanto sia ristretto in genere il margine per inserire più di un contratto di una data scadenza in ogni zona oraria. Il Matif ha creato una struttura di market-making per la nuova versione del suo contratto sul titolo di Stato quinquennale. Si ritiene che questo strumento abbia migliori prospettive, dato il previsto accorciamento della scadenza media del debito pubblico francese.

Infine, nel terzo trimestre hanno continuato a espandersi gli scambi dei nuovi contratti Swapnote in euro negoziati al LIFFE, con un aumento di quasi il 30% (per una trattazione più approfondita, si veda la precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Va tuttavia notato che le contrattazioni, inferiori al 2% del turnover dei futures sulle obbligazioni pubbliche tedesche, restano d'importanza marginale.

Cala l'attività in contratti su indici azionari nonostante le turbolenze di mercato

Minore attività nel terzo trimestre ...

Nel periodo in esame il turnover in contratti su indici azionari ha subito una flessione del 4%, scendendo a \$11,6 trilioni. L'attività è proceduta a ritmo sostenuto in Europa e nella regione Asia-Pacifico (con aumenti del 13 e del 18% rispettivamente), ma è diminuita nettamente in Nord America (-15%). Per

il secondo trimestre consecutivo le opzioni su indici azionari sono state trattate più attivamente dei corrispondenti futures.

Gli scambi hanno rispecchiato in ampia misura l'andamento della volatilità, aumentando progressivamente nel corso del trimestre via via che gli annunci di indicatori macroeconomici e di profitti societari deludenti deprimevano le quotazioni di borsa. La volatilità si è innalzata significativamente a fine agosto, quando le proiezioni sugli utili di Sun Microsystems e Corning hanno spinto il Dow Jones Industrial Index al disotto dei 10 000 punti per la prima volta da aprile. Gli attentati dell'11 settembre hanno quindi causato una profonda incertezza. La sospensione delle contrattazioni negli Stati Uniti per l'intera settimana ha determinato un brusco aumento del turnover in contratti su indici azionari in altri paesi, e alcune borse europee hanno segnato nuovi massimi giornalieri. Alla riapertura dei mercati derivati statunitensi, la mattina del 17 settembre, l'attività ha avuto un'eccezionale impennata con l'arrivo del cumulo di ordini in vendita. Purtroppo, il calo del 15% delle borse nordamericane non è riconducibile unicamente all'interruzione seguita agli attacchi, poiché già in luglio e agosto il turnover risultava ben al disotto di quello del secondo trimestre. Certo, se le borse statunitensi non fossero rimaste inattive per quattro giorni, i contratti su indici azionari avrebbero registrato un volume trimestrale maggiore, ma è improbabile che ciò avrebbe evitato una contrazione complessiva dell'attività.

... malgrado gli scambi record registrati dopo gli attentati

Lieve espansione del mercato OTC nella prima metà del 2001

I dati provvisori dell'indagine semestrale della BRI sul mercato globale dei contratti derivati OTC evidenziano una leggera ripresa dell'attività nel primo semestre 2001. A fine giugno l'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere era stimato in \$98,8 trilioni, con un aumento del 4% rispetto a fine dicembre 2000. Anche se nel corso dell'ultimo anno il mercato è cresciuto più lentamente, alcuni comparti continuano a mostrare un notevole dinamismo.

Per categorie di rischio di mercato, lo stock dei contratti su valute e tassi d'interesse è aumentato dell'8 e del 4% rispettivamente, mentre quello dei prodotti collegati ad azioni è rimasto stabile. Da un raffronto fra l'attività OTC e quella dei mercati regolamentati nel primo semestre 2001 emergono dinamiche divergenti. Rispetto a fine dicembre 2000 le posizioni aperte in contratti su tassi d'interesse e indici azionari, i più attivamente trattati nelle sedi di borsa, sono salite del 39 e del 28% rispettivamente. Se dovesse continuare, una tale rapida espansione costituirebbe un notevole scostamento dalla tendenza finora in atto, visto che per buona parte degli anni novanta il comparto OTC è cresciuto in genere più rapidamente delle borse organizzate.

Divergenza fra attività in borsa e fuori borsa

I dati più recenti mostrano inoltre che il consolidamento dell'industria finanziaria si ripercuote sull'attività complessiva molto meno di quanto non influisca sulla sua distribuzione per tipo di controparte. Ad esempio, taluni operatori si attendevano che la fusione fra J.P. Morgan e Chase alla fine del

Il consolidamento del settore finanziario influisce sulla distribuzione per tipo di operatori

2000 avesse un effetto contrattivo sul totale delle posizioni in dollari USA⁷. Ciò, tuttavia, non si è verificato; al contrario, tali esposizioni sono aumentate nettamente. Il consolidamento del settore finanziario potrebbe però essere all'origine del più debole incremento delle transazioni fra dealers nei comparti sia dei tassi d'interesse sia delle valute.

Mercato globale dei derivati OTC¹

posizioni in essere, in miliardi di dollari USA

	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	Fine dic. 1999	Fine giu. 2000	Fine dic. 2000	Fine giu. 2001	Fine dic. 1999	Fine giu. 2000	Fine dic. 2000	Fine giu. 2001
Totale generale	88 202	94 008	95 199	98 835	2 813	2 572	3 180	3 114
A. Contratti su valute	14 344	15 494	15 666	16 910	662	578	849	773
A termine secco e riporti	9 593	10 504	10 134	10 582	352	283	469	395
Swaps	2 444	2 605	3 194	3 832	250	239	313	314
Opzioni	2 307	2 385	2 338	2 496	60	55	67	63
B. Contratti su tassi d'interesse ²	60 091	64 125	64 668	67 465	1 304	1 230	1 426	1 573
FRA	6 775	6 771	6 423	6 537	12	13	12	15
Swaps	43 936	47 993	48 768	51 407	1 150	1 072	1 260	1 404
Opzioni	9 380	9 361	9 476	9 521	141	145	154	154
C. Contratti su azioni	1 809	1 645	1 891	1 884	359	293	289	199
A termine e swaps	283	340	335	329	71	62	61	49
Opzioni	1 527	1 306	1 555	1 556	288	231	229	150
D. Contratti su merci ³	548	584	662	590	59	80	133	83
Oro	243	261	218	203	23	19	17	21
Altri	305	323	445	387	37	61	116	62
A termine e swaps	163	168	248	229
Opzioni	143	155	196	158
E. Altri contratti ⁴	11 408	12 159	12 313	11 986	429	392	483	486
Esposizione creditoria lorda ⁵					1 023	937	1 080	1 019

¹ Tutte le cifre sono al netto delle duplicazioni. Gli importi nozionali sono stati corretti dimezzando le posizioni verso gli altri operatori dichiaranti. I valori lordi di mercato sono calcolati sommando l'importo dei contratti con valore lordo positivo all'importo assoluto dei contratti con valore lordo negativo con controparti non dichiaranti. ² Solo contratti su un'unica valuta. ³ Le rettifiche per eliminare le duplicazioni sono stimate. ⁴ Posizioni stimate delle istituzioni che non segnalano su base regolare. ⁵ Valori lordi di mercato tenuto conto degli accordi di compensazione bilaterali legalmente vincolanti.

Tabella 4.1

Tornano a crescere gli swaps su tassi d'interesse ...

Il mercato dei *prodotti di tasso d'interesse* ha fatto registrare un aumento del 4% nella prima metà del 2001, salendo a \$67,5 trilioni. Questo segmento è stato interessato da tre sviluppi significativi. In primo luogo, l'attività è stata sospinta dal ritorno a tassi positivi di crescita nel comparto degli swaps su tassi d'interesse, di gran lunga il più importante del mercato OTC, dove le contrattazioni sono salite a \$51,4 trilioni (+5%). Per contro, il comparto delle

⁷ Le fusioni e acquisizioni determinano il consolidamento delle transazioni bilaterali e, di conseguenza, una riduzione dei contratti in essere.

FRA e opzioni su tassi d'interesse è rimasto stagnante, con un aumento appena percettibile nel periodo sotto rassegna. In secondo luogo, il mercato dei prodotti su tassi d'interesse pare aver attratto una crescente gamma di operatori finanziari, come dimostra il continuo aumento dal 1998 delle posizioni detenute dalle istituzioni finanziarie non dichiaranti. A ciò fa riscontro un calo dei contratti conclusi fra dealers dichiaranti e la debole attività del settore non finanziario. In terzo luogo, gli strumenti in dollari USA stanno rapidamente guadagnando terreno rispetto a quelli in euro (cfr. grafico a pag. 61).

... e si amplia la base degli operatori

In effetti, l'attività sul mercato degli swaps in dollari USA è stata particolarmente vivace nel primo semestre 2001, con un incremento del 22% dei contratti in essere, saliti a \$15,9 trilioni. Tali strumenti sono aumentati a ritmo sostenuto negli ultimi anni grazie a un cambiamento delle strategie di copertura e di negoziazione. La ridotta liquidità dei titoli del Tesoro a lungo termine ha incoraggiato gli operatori a ricercare strumenti alternativi, fra cui in particolare gli swaps su tassi d'interesse. Inoltre, la gamma degli intermediari attivi in tale comparto si è ampliata fino a includere, per esempio, le banche USA di credito ipotecario e gli investitori in MBS (come accennato nella sezione relativa all'attività di borsa). Anche l'allentamento della politica monetaria statunitense ha stimolato le operazioni di copertura e di assunzione di posizioni sul mercato degli swaps in dollari.

Il mercato degli swaps in dollari USA si espande rapidamente con il mutare delle strategie

Il mercato degli swaps su tassi d'interesse in euro è tornato a espandersi dopo la netta contrazione del secondo semestre 2000 (+7%, ossia \$17,6 trilioni in termini di contratti in essere). La crescita si è fatta particolarmente rapida dopo l'introduzione della moneta unica, poiché gli swaps hanno visto aumentare la loro attrattiva come benchmark per i mercati europei del reddito fisso. Il rallentamento osservato dalla metà dello scorso anno indica però che tale processo di aggiustamento potrebbe volgere al termine.

Crescita più lenta nel mercato degli swaps in euro

Le posizioni in essere di swaps su tassi d'interesse in yen sono diminuite del 12%, a \$9,7 trilioni. Il calo riflette presumibilmente la convinzione allora prevalente che i tassi d'interesse giapponesi si sarebbero mossi entro un intervallo ristretto. Esso appare poi in contrasto con le recenti notizie di stampa secondo cui le banche nipponiche starebbero assumendo ampie posizioni in swap come percettrici di tasso fisso.

Nell'area degli *strumenti valutari* i contratti in essere hanno registrato un aumento dell'8%, portandosi a \$16,9 trilioni. Le transazioni a termine secco e i riporti in cambi, i due segmenti principali del mercato valutario, sono cresciute del 4%, le opzioni in cambi del 7% e gli swaps su valute incrociate del 20%. Questi ultimi sono aumentati costantemente da quando la BRI ha iniziato a raccogliere dati sul mercato OTC. L'attività è stata alimentata dagli ingenti volumi globali di prestiti consorziali e di emissioni in titoli.

Il turnover in *strumenti collegati ad azioni* è rimasto stabile a \$1,9 trilioni, dopo la rapida espansione nel precedente periodo di segnalazione. I *contratti su merci*, il segmento meno rilevante del mercato, sono calati dell'11%, a \$0,6 trilioni.

Prossima
pubblicazione di
ulteriori risultati
dell'Indagine
triennale

Il *valore lordo di mercato* stimato è diminuito in misura marginale, a \$3,1 trilioni, rispetto all'aumento insolitamente ampio (+24%) registrato nel secondo semestre 2000. Il rapporto fra valore lordo di mercato e ammontare nozionale è sceso dal 3,3 al 3,1%.

Risultati più dettagliati sulle consistenze globali dei contratti OTC tratti dall'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati saranno pubblicati separatamente verso la fine di dicembre 2001. Le nuove serie triennali, che coprono un insieme più vasto di operatori, forniscono informazioni anche sui derivati creditizi⁸.

⁸ Questi strumenti non sono compresi nelle periodiche indagini semestrali sui mercati degli strumenti derivati OTC.

Indagine delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati

Gabriele Galati e Serge Jeanneau

Nell'aprile di quest'anno 48 banche centrali e autorità monetarie hanno partecipato all'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, raccogliendo dati sul turnover dei mercati valutari tradizionali – a pronti, a termine secco e riporti in cambi – e nel comparto OTC degli strumenti derivati su valute e su tassi d'interesse^①. In ottobre la BRI e le banche centrali partecipanti hanno pubblicato le statistiche globali preliminari tratte dall'indagine^②. La BRI prevede di rendere note agli inizi del 2002 le statistiche definitive sull'attività dei mercati valutari e sul turnover e gli ammontari in essere nel comparto OTC.

L'indagine mostra che nell'aprile 2001 l'attività giornaliera in cambi ammontava a \$1 210 miliardi, rispetto ai \$1 490 miliardi dell'aprile 1998, con un calo del 19% ai tassi di cambio correnti. Ciò contrasta con le risultanze dell'indagine precedente, che segnalavano un rapido aumento del turnover. In termini di strumenti la flessione ha interessato soprattutto le contrattazioni a pronti. Per ciò che concerne le controparti, le transazioni interbancarie e quelle fra banche e clientela non finanziaria hanno subito una sensibile riduzione, mentre sono cresciute le operazioni fra banche e altri intermediari finanziari. Il saggio monografico a pag. 43 esamina i potenziali fattori all'origine della flessione nel turnover dei mercati valutari.

Nel mercato degli strumenti derivati OTC, il volume medio giornaliero si è ragguagliato a \$575 miliardi, con un aumento del 53% sull'aprile 1998^③. Dall'indagine emerge una divergenza fra contratti su tassi d'interesse, che hanno proseguito la loro rapida ascesa (+85%, a \$489 miliardi) e quelli su valute, che sono invece calati del 31%, a \$67 miliardi. L'espansione del segmento di tasso d'interesse è in buona parte riconducibile all'esuberanza degli swaps, aumentati del 114%, a \$331 miliardi, grazie principalmente al più elevato spessore dei comparti del dollaro USA e dell'euro.

Turnover globale dei mercati dei cambi e derivati OTC¹

medie giornaliere, aprile 2001, in miliardi di dollari USA

	1995	1998	2001
A. Contratti su valute	1 190	1 490	1 210
A pronti	494	568	387
A termine secco	97	128	131
Riporti	546	734	656
B. Strumenti derivati OTC	200	375	575
Swaps su valute	4	10	7
Opzioni su valute	41	87	60
FRA	66	74	129
Swaps su tassi d'interesse	63	155	331
Opzioni su tassi d'interesse	21	36	29

¹ Al netto delle duplicazioni a livello locale e internazionale.

^① I dati sulle posizioni in strumenti derivati OTC sono stati raccolti a fine giugno 2001. I risultati preliminari saranno pubblicati nel dicembre 2001. ^② I risultati nazionali sono depurati dalle duplicazioni relative ai contratti fra intermediari a livello locale, mentre i risultati globali sono depurati dalle duplicazioni a livello sia locale che internazionale e dalle lacune stimate nelle segnalazioni. ^③ Il mercato OTC è costituito dai derivati valutari "non tradizionali", come swaps su valute incrociate e opzioni, e da tutti i derivati su tassi d'interesse.