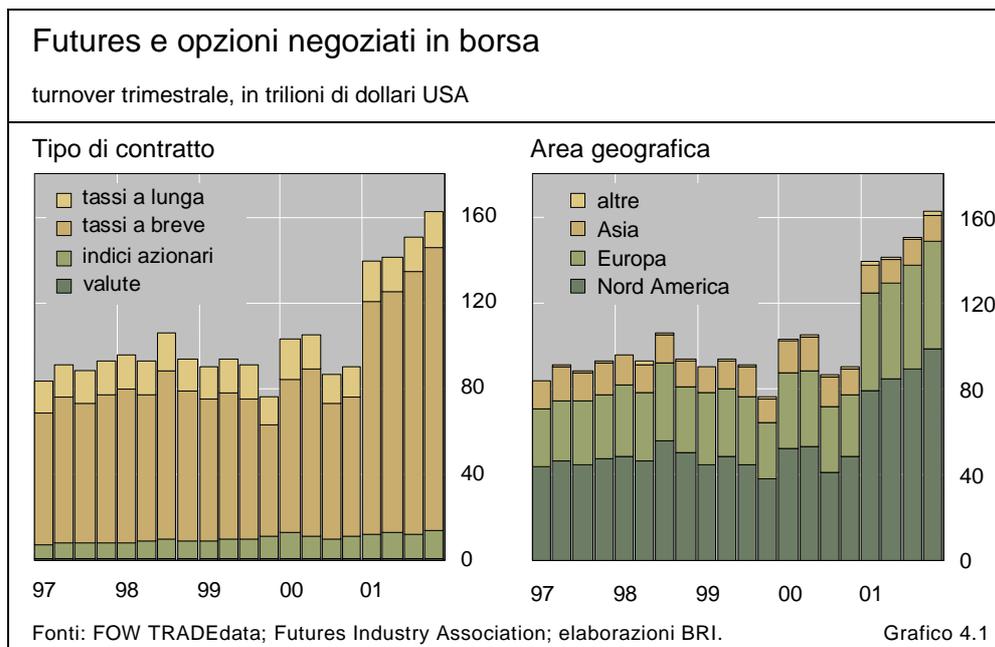


4. I mercati degli strumenti derivati

Nel quarto trimestre il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI ha toccato un nuovo massimo per la quarta volta consecutiva. Il valore nozionale dei contratti è cresciuto dell'8%, a \$163 trilioni (grafico 4.1). Il protrarsi dell'incertezza circa la portata di un ulteriore allentamento monetario nei maggiori paesi industriali e la brusca inversione della tendenza decrescente nei rendimenti dei titoli di Stato a metà trimestre si sono accompagnati a una forte crescita degli scambi nel comparto a reddito fisso. Le contrattazioni in strumenti del mercato monetario – che dagli inizi dell'anno erano state eccezionalmente intense in presenza di condizioni monetarie più distese e di cambiamenti nelle prassi di gestione del rischio – sono rimaste molto sostenute. Anche le negoziazioni in contratti su indici azionari hanno registrato incrementi.

L'attività per l'intero 2001 mostra una spettacolare crescita dei volumi trattati in borsa, il cui valore è cresciuto del 54%, a \$594 trilioni. L'espansione è stata trainata dagli strumenti del mercato monetario, aumentati del 71%¹.



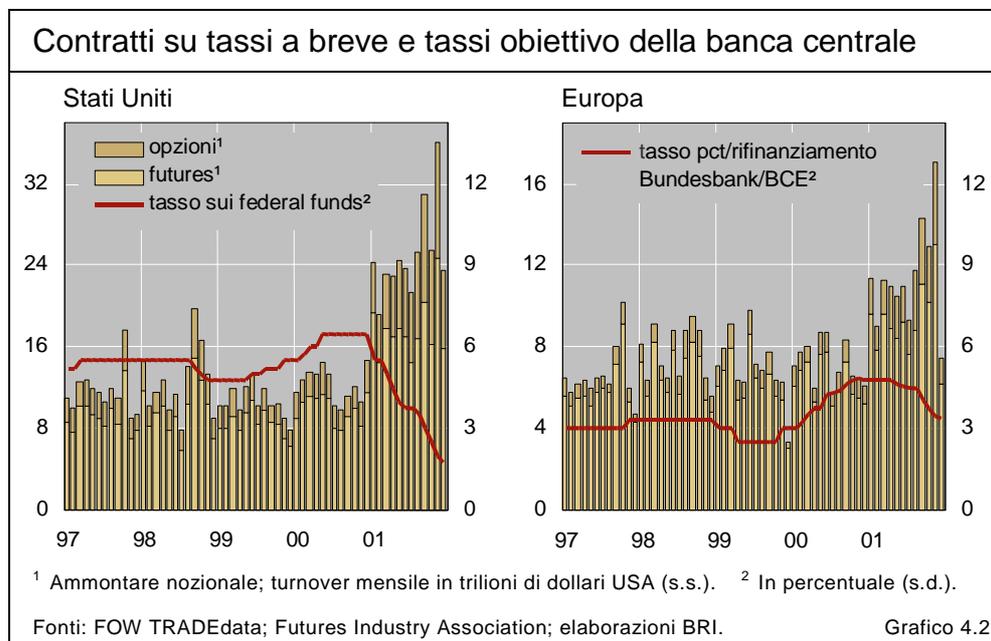
¹ Le principali tendenze dei mercati borsistici nel 2001 sono descritte nel riquadro a pag. 39.

Le aspettative di una svolta nel ciclo dei tassi d'interesse alimentano gli scambi in futures del mercato monetario

L'attività in contratti su tassi d'interesse negoziati in borsa è aumentata a ritmo continuo nel quarto trimestre 2001, con un incremento dell'8% del volume aggregato, salito a \$149,2 trilioni. Contrariamente al precedente periodo di segnalazione, quando l'espansione del comparto a breve era stata superiore a quella degli strumenti a più lungo termine, nel trimestre in esame si è osservato un sostanziale equilibrio nella crescita dei due segmenti.

Le transazioni in futures del mercato monetario sono aumentate dell'8%, a \$95,7 trilioni (grafico 4.2). Le aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali nella prima parte del quarto trimestre sono mutate considerevolmente in novembre, alla luce della sostenuta ripresa dei mercati azionari mondiali e della percezione che l'economia USA stesse raggiungendo il punto di svolta inferiore. Tali sviluppi hanno indotto gli operatori a ritenere probabile per il 2002 un minore allentamento delle condizioni monetarie, se non addirittura una manovra restrittiva². Queste crescenti aspettative di inversione nel ciclo dei tassi d'interesse, nonostante le ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali, paiono aver svolto un ruolo centrale nel volume record di attività in futures del mercato monetario USA nel quarto trimestre. Benché nell'area dell'euro l'allentamento della politica monetaria sia stato meno pronunciato, l'incertezza prevalente sui mercati finanziari mondiali sembra aver influito anche in Europa, dove gli scambi su strumenti del mercato monetario hanno raggiunto livelli senza precedenti.

Mutamento delle aspettative in novembre

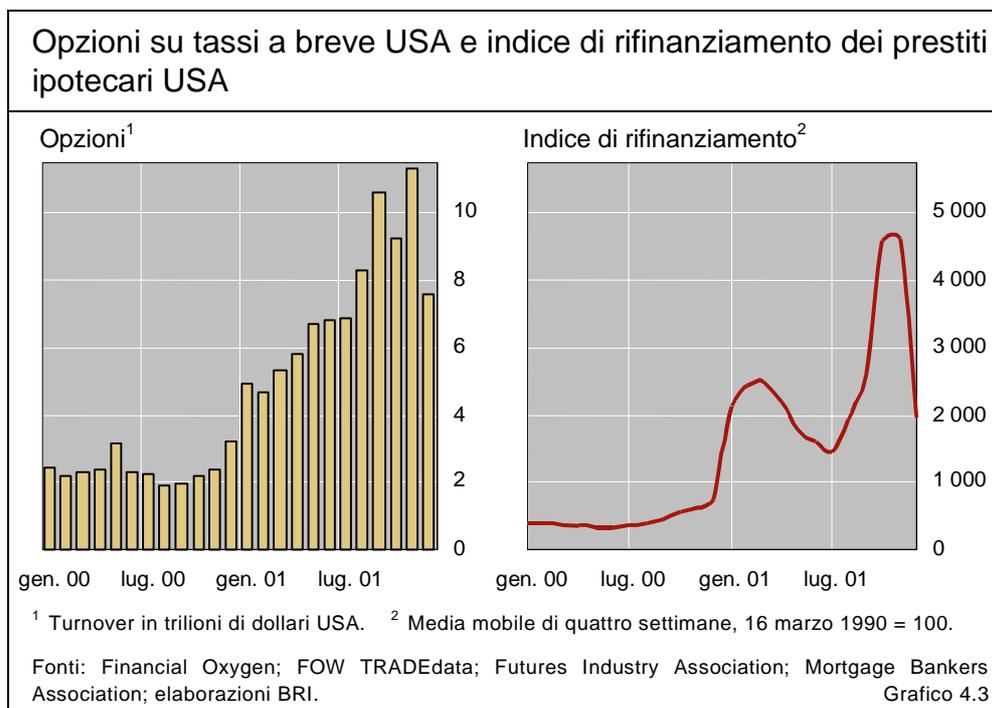


² Ciò si è riflesso nel profilo dell'attività in contratti sull'eurodollaro: quelli con scadenza nel primo mese del ciclo hanno raggiunto quotazioni record, mentre i contratti con scadenze successive hanno perso terreno anche quando i tassi ufficiali USA sono stati abbassati.

Gli sviluppi sul mercato ipotecario USA sostengono l'attività in opzioni del mercato monetario

Nello stesso tempo, la crescita del turnover in opzioni del mercato monetario, un segmento particolarmente vivace dagli inizi del 2001, è rallentata leggermente nel quarto trimestre (+8%, a \$36,2 trilioni). L'attività in opzioni su tassi d'interesse a breve ha nuovamente tratto impulso dagli sviluppi sul mercato ipotecario USA (cfr. l'edizione del dicembre 2001 della *Rassegna trimestrale BRI* per una trattazione più approfondita). Gli operatori del mercato ipotecario all'ingrosso fanno massiccio ricorso a opzioni e swaps di tasso d'interesse per proteggersi dai rischi di rimborso anticipato e di oscillazioni nella durata finanziaria dei loro portafogli³. Come illustrato nel grafico 4.3, le richieste di rifinanziamento ipotecario hanno subito un netto calo dopo la punta massima toccata agli inizi di novembre. Ciò ha determinato un notevole allungamento della durata dei MBS e, di conseguenza, una repentina liquidazione delle coperture in essere, nonché l'acquisizione di nuovi strumenti di protezione contro il rischio di "estensione"⁴.

Il mercato ipotecario USA sostiene l'attività in opzioni su tassi a breve



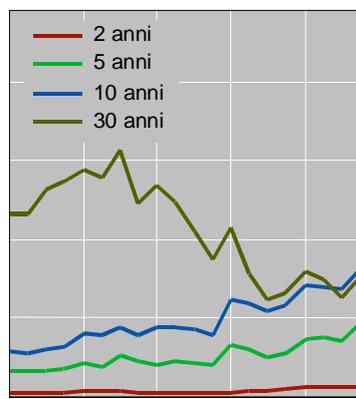
³ Gli investitori in titoli garantiti da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS) incorrono in notevoli rischi di rimborso anticipato (o di "convessità") dovuti al fatto che i titolari dei prestiti sottostanti godono di talune prerogative, come la facoltà di rifinanziare le ipoteche a condizioni più 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. In caso di aumento dei tassi a lungo termine accade esattamente l'opposto, poiché i minori rimborsi determinano un allungamento della durata finanziaria dei portafogli.

⁴ Lo scopo di questi nuovi strumenti di copertura è quello di accorciare la durata dei portafogli di MBS. Alcuni di essi comportano il pagamento di un tasso fisso nel quadro di swaps di tasso d'interesse o l'acquisto di put swaptions.

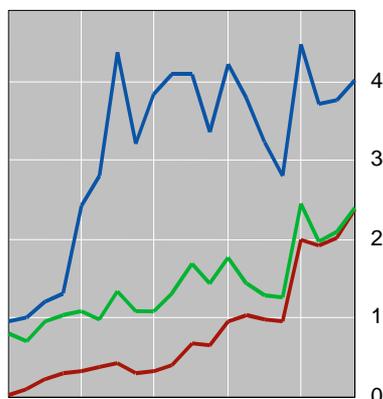
Futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

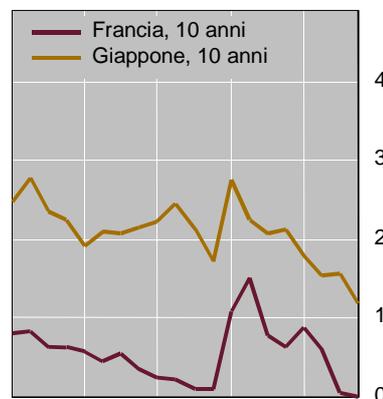
Stati Uniti



Germania



Francia e Giappone



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

Grafico 4.4

Tornano a crescere le contrattazioni in strumenti su titoli di Stato

Nel quarto trimestre 2001 si è assistito a una ripresa degli scambi di contratti su titoli di Stato, dopo due flessioni trimestrali consecutive. Il turnover aggregato è cresciuto dell'11%, a \$17,7 trilioni; in particolare, i futures sono aumentati del 9%, a \$15,2 trilioni, e le opzioni del 24%, a \$2,5 trilioni.

La ripresa è stata indotta da una serie di fattori di ordine generale e più specifico che hanno spinto la volatilità di mercato a livelli elevatissimi. L'influsso di più vasta portata pare essere provenuto dall'inversione di tendenza dei mercati obbligazionari mondiali in novembre. Sul segmento dei titoli del Tesoro USA, in particolare, hanno influito i segnali di stabilizzazione dell'economia statunitense e la liquidazione di posizioni "rifugio" acquisite dopo gli attacchi dell'11 settembre. Inoltre, i timori che tali attentati potessero provocare un ulteriore aumento dei fallimenti di società USA, unitamente al dissesto di Enron, hanno innescato episodi di volatilità nel mercato delle obbligazioni societarie, e il conseguente flusso di fondi verso il segmento dei Treasuries ne ha forse amplificato la volatilità. Tali sviluppi di carattere generale hanno probabilmente concorso a gran parte dell'aumento del 26% nel turnover dei contratti su obbligazioni di Stato USA.

I vari segmenti del mercato dei titoli del Tesoro USA sono stati interessati anche da influssi specifici. L'annuncio del 31 ottobre secondo cui il Tesoro statunitense avrebbe cessato la vendita dell'obbligazione trentennale sembra aver colto di sorpresa gli operatori, determinando uno dei più massicci rialzi mai osservati sul mercato dei titoli di Stato⁵. Poiché numerosi intermediari

L'inversione sui mercati mondiali del reddito fisso rilancia i futures su obbligazioni

Desta sorpresa l'annuncio del Tesoro USA

⁵ Nel febbraio 2001 il Borrowing Advisory Committee del Tesoro aveva raccomandato di cessare le vendite di obbligazioni di Stato, ma la debolezza dell'attività economica aveva presumibilmente spinto gli operatori a non tener conto di tale annuncio.

sembravano aver assunto posizioni in Treasuries in vista di un'accentuazione della curva dei rendimenti⁶, l'annuncio ha innescato una tornata di operazioni di copertura di posizioni corte, che ha contribuito in misura rilevante ai repentini rialzi di prezzo nel segmento a lunga. L'attività nel mercato dei futures su obbligazioni del Tesoro, in graduale declino nei primi tre trimestri dell'anno, ha ripreso vigore, aumentando del 21%. Hanno parimenti segnato una forte crescita gli scambi del contratto decennale, assunto ora all'indiscusso rango di benchmark USA, e dei futures a cinque anni. Per contro, il contratto sul titolo biennale ha subito un lieve calo. Secondo fonti di mercato, la liquidità nel segmento a due anni – scadenza strategica per l'assunzione di posizioni in previsione delle manovre della Federal Reserve – potrebbe essersi spostata sul mercato a contante.

Riprendono vigore le negoziazioni sui Treasury bonds

I segni di debolezza dell'economia paiono aver incrementato gli scambi di contratti su obbligazioni di Stato anche in Europa; il turnover degli strumenti su titoli del governo tedesco è salito dell'11% nel quarto trimestre. Sebbene le negoziazioni sul Bund decennale siano aumentate in misura apprezzabile (7%), l'espansione è stata ancora una volta maggiore nelle scadenze a due e a cinque anni (Euro Schatz ed Euro Bobl), presumibilmente di riflesso alla crescente accettazione di tali strumenti come benchmark europei⁷.

La debolezza dell'economia europea alimenta il mercato dei futures obbligazionari

Per contro, l'attività in futures su titoli del governo giapponese ha proseguito la tendenza calante osservata dagli inizi del 2000, registrando una flessione del 25%. Il declassamento del debito pubblico nipponico da parte di un'agenzia di rating a fine novembre e la fragilità delle condizioni economiche complessive del paese hanno indotto gli operatori a vendere talune attività interne a più lungo termine, comprese obbligazioni di Stato. Ciò potrebbe a sua volta aver ridotto l'esigenza di impiegare futures a fini di copertura.

Infine, le contrattazioni presso il LIFFE di Swapnotes in euro sono cresciute a un ritmo sensibilmente inferiore rispetto al trimestre precedente (2%, contro 27%). Sebbene l'attività in questo comparto – che rappresenta meno del 2% del valore del turnover in futures su obbligazioni di Stato tedesche – rimanga alquanto marginale, presso altre borse si ritiene che i futures su tassi swap offrano attraenti prospettive, come dimostra l'introduzione a fine ottobre di un contratto analogo presso il CBOT (cfr. le pagg. 40-42).

Crescita più lenta negli scambi di Swapnotes

Espansione dei contratti su indici azionari in un contesto di decrescente volatilità delle borse

Sebbene la volatilità dei mercati azionari mondiali sia diminuita dopo la punta massima toccata in ottobre, il volume complessivo dei contratti su indici azionari è aumentato del 10%, a \$12,8 trilioni. Le borse asiatiche e nordame-

⁶ Ossia, posizioni lunghe in titoli del Tesoro a breve in previsione di tagli dei tassi d'interesse e posizioni corte in obbligazioni a più lungo termine nell'ipotesi di un aumento dell'offerta.

⁷ Si sono nel frattempo esauriti gli scambi dell'Euro Notionnel presso l'Euronext Paris (Matif), mentre il contratto sull'obbligazione a cinque anni, introdotto dalla borsa francese nel maggio 2001, non ha soddisfatto le aspettative ed è stato pertanto abbandonato.

ricane hanno messo a segno incrementi del 40 e del 7% rispettivamente, mentre quelle europee hanno accusato un calo del 5%. La vigorosa crescita registrata in Asia è dovuta in ampia misura al rapido sviluppo del mercato delle opzioni in Corea. Ciò spiega anche perché dal terzo trimestre 2001 l'attività in prodotti azionari asiatici abbia superato quella in analoghi strumenti europei.

Forte espansione dell'attività di borsa nel 2001

Per il 2001 nel suo insieme il valore aggregato del turnover in prodotti finanziari rilevato dalla BRI è cresciuto del 55%, a \$594 trilioni. Ciò rappresenta l'aumento annuo di gran lunga maggiore dal 1993, anno in cui la BRI ha iniziato a compilare statistiche in termini di valore dei contratti finanziari. Il forte incremento rispecchia il nervosismo che ha contraddistinto i mercati finanziari per buona parte dell'anno. Il risoluto allentamento monetario USA volto a contrastare la decelerazione dell'economia, insieme alle turbolenze causate dagli attentati dell'11 settembre, ha fatto sì che il 2001 sia stato uno degli anni a più elevata volatilità dell'ultimo cinquantennio.

Gli scambi di contratti su tassi d'interesse hanno registrato l'espansione più rapida (60%, a \$543 trilioni), grazie soprattutto alla crescita degli strumenti del mercato monetario (71%, a \$475 trilioni). L'attività in quest'ultimo comparto è stata alimentata sia dalle manovre monetarie distensive sia dal diffuso cambiamento nelle prassi di gestione del rischio (come analizzato in precedenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*). In confronto, i contratti su titoli di Stato sono aumentati a un ritmo più modesto (11%, a \$68 trilioni).

Le negoziazioni in prodotti su indici azionari sono cresciute a un ritmo paragonabile a quelle degli strumenti del mercato obbligazionario (13%, a \$48 trilioni)¹. In termini di valore esse hanno fatto registrare un costante aumento negli ultimi anni, grazie all'introduzione nelle maggiori sedi di contrattazione di nuovi prodotti specifici e destinati alla clientela al dettaglio, nonché al rapido sviluppo delle borse asiatiche di nuova istituzione. L'attività in contratti valutari è aumentata moderatamente (8%, a \$2,8 trilioni); dato che la gestione del rischio di cambio continua a essere appannaggio del segmento OTC, queste transazioni rappresentano solo una quota marginale del turnover di borsa.

Per quanto concerne l'attività complessiva sui principali mercati organizzati, uno degli sviluppi di maggior rilievo è stato il forte balzo registrato dal Chicago Mercantile Exchange (CME)² che, con 412 milioni di contratti (pari a un aumento del 78%), è subentrato al Chicago Board Options Exchange (CBOE) quale seconda borsa più attiva del mondo³. Il CME ha tratto notevole vantaggio dalla forte ripresa del suo contratto più rinomato, quello sull'eurodollaro, divenuto lo strumento più intensamente trattato su scala mondiale (davanti al Bund). L'attività presso il CBOE, per converso, ha subito una flessione del 6%. Pur beneficiando di un aumento del turnover nel comparto degli indici azionari, la borsa ha accusato un calo nei contratti su azioni singole. Il CBOE ha dovuto fronteggiare l'accanita concorrenza di altri mercati statunitensi, e in particolare del neoistituito International Stock Exchange, la prima borsa totalmente elettronica per la negoziazione di opzioni azionarie. Nel contempo, l'Eurex ha mantenuto la propria supremazia come più attiva sede di contrattazione al mondo, con un aumento del numero delle transazioni a 665 milioni di contratti, pari al 49%. Questa espansione è da ricondurre principalmente ai prodotti azionari, sebbene vi abbia contribuito anche la perdurante popolarità dei contratti su titoli di Stato.

¹ Va notato che le cifre sul turnover dei contratti su indici azionari sottostimano verosimilmente la crescita complessiva degli strumenti collegati ad azioni, poiché le statistiche BRI non rilevano tutte le transazioni (ad esempio, non comprendono le opzioni su azioni singole). ² Non è sempre possibile raffrontare immediatamente il volume di attività tra le diverse borse, poiché le transazioni possono essere misurate sia in termini di numero dei contratti negoziati sia di valore in dollari. La maggior parte delle borse tende a segnalare la propria operatività in termini di numero dei contratti. Quantunque imprecisa, tale misura rappresenta il modo più semplice di stabilire i livelli relativi di attività delle borse. Ciò consente un raffronto tra mercati con contratti per i quali non sono prontamente disponibili stime in termini di valore (soprattutto opzioni su azioni singole e contratti su merci). ³ Sulla base del numero di contratti negoziati, il Korea Stock Exchange (KSE) sarebbe la prima borsa al mondo per gli strumenti derivati. Tuttavia, dato che il taglio unitario dei suoi contratti è sensibilmente inferiore rispetto a quello dei principali mercati organizzati, il KSE non è stato considerato nella graduatoria mondiale dei mercati azionari.

La vicenda Enron ha un impatto limitato sull'attività di borsa

Il proliferare di segnalazioni sempre più negative sulla situazione finanziaria della società energetica statunitense Enron nel novembre dello scorso anno, cui è seguito l'avvio della procedura fallimentare in dicembre, risulta aver causato uno spostamento dell'attività dalla piattaforma di negoziazione della società verso altre sedi, compresi i segmenti OTC operanti nel settore dell'energia e i mercati regolamentati. Tuttavia, l'aumento del 10% registrato dai titoli di questo settore nel quarto trimestre non appare eccessivamente elevato rispetto ai parametri storici. In assenza di dati comparabili sull'attività nel segmento OTC, non è possibile determinare se i mercati fuori borsa abbiano attirato una quota maggiore di scambi rispetto a quelli organizzati.

Spostamento dell'attività dalla piattaforma di negoziazione Enron ad altre sedi

Il CBOT lancia swap futures

Il 26 ottobre 2001 il Chicago Board of Trade (CBOT) ha lanciato un contratto future su swap di tasso d'interesse⁸. Il nuovo strumento, negoziato sia alle grida sia sulla piattaforma di contrattazione elettronica della borsa valori, è basato sul tasso benchmark degli swaps in dollari USA a dieci anni della International Swaps and Derivatives Association (tabella 4.1). Esso offre agli operatori un nuovo veicolo collegato al Libor a lungo termine per la copertura di esposizioni al rischio di tasso d'interesse.

Alcuni operatori hanno recentemente rilevato che il crescente ruolo degli swaps di tasso d'interesse nei mercati finanziari USA potrebbe creare le premesse per lo sviluppo di futures su tassi swaps⁹. La crisi mondiale seguita alla moratoria russa nell'agosto 1998 aveva evidenziato i rischi connessi con l'impiego di obbligazioni di Stato e dei relativi derivati di borsa per coprire posizioni in titoli non governativi, spingendo gli operatori a ricercare strumenti alternativi come gli swaps di tasso d'interesse. La riduzione della liquidità dei titoli di Stato USA seguita ai rimborsi netti del debito da parte del Tesoro fra il 1998 e il 2001 ha intensificato questo spostamento verso gli swaps. Secondo le proiezioni, l'amministrazione USA dovrebbe tornare a registrare un saldo di bilancio negativo nel 2002; nondimeno, la quota dei Treasuries nell'universo degli strumenti USA a reddito fisso è destinata a ridursi ulteriormente alla luce della perdurante crescita dell'attività di emissione dei mutuatari del settore non governativo. Ciò significa che gli operatori finanziari continueranno a ricercare strumenti di negoziazione e di pricing più strettamente correlati a prodotti basati su spreads.

I contratti futures potrebbero trarre vantaggio dalla crescente importanza degli swaps ...

Le borse stanno cercando di approfittare del fatto che il mercato OTC degli swaps presenta tuttora alcune limitazioni tipiche dei mercati decentrati e

... e da alcune delle loro limitazioni

⁸ Questa sezione si basa sulle informazioni diramate dal CBOT (www.cbot.com).

⁹ I potenziali vantaggi del nuovo contratto sono analizzati in dettaglio da: Gerald Lucas e Joseph Schatz, "CBOT 10-year swap futures", *Fixed Income Strategy*, Merrill Lynch, 24 ottobre 2001; Laurie Goodman, "The new swap futures contract", *Mortgage Strategist*, UBS Warburg, 23 ottobre 2001; David A. Boberski, "Swap futures launch at CBOT", *Bond Market Roundup*, SalomonSmithBarney, 5 ottobre 2001.

personalizzati. In questi mercati, gli operatori tendono a mantenere numerosi rapporti bilaterali di controparte, poiché ogni nuova transazione implica la sottoscrizione di un contratto addizionale con un intermediario. Inoltre, vincoli di tempo e costi amministrativi complicano in genere il trasferimento (o l' "assegnazione", nella terminologia di mercato) dei contratti da una controparte all'altra¹⁰. Da ultimo, la chiusura di una posizione in essere comporta il prezzaggio di un nuovo swap a tassi fuori mercato, il che potrebbe indurre gli intermediari ad applicare un differenziale denaro/lettera leggermente più alto.

Potenziali benefici della contrattazione accentrata

La contrattazione attiva di futures per il tramite di un'apposita sede centralizzata può offrire diversi vantaggi. In primo luogo, da un punto di vista amministrativo risulta più semplice la chiusura anticipata di un contratto, poiché essa richiede soltanto la compensazione in borsa delle transazioni (essendo i contratti identici). In secondo luogo, la standardizzazione dei contratti di borsa consente agli intermediari di effettuare le operazioni più rapidamente e a costi più contenuti. Terzo, i crescenti timori circa il rischio di controparte possono

Principali caratteristiche del contratto future su swap di tasso d'interesse a dieci anni negoziato al CBOT

Unità di negoziazione

L'unità di negoziazione è basata sul prezzo nominale della contropartita a tasso fisso di uno swap a dieci anni con capitale nozionale di \$100 000 e scambio di cedole semestrali a un tasso fisso del 6% annuo con cedole a tasso variabile basate sul Libor a tre mesi.

Quotazione

I prezzi sono quotati in punti (\$1 000) e trentaduesimi di punto (1/32, o \$31,25), sulla base di un capitale nozionale di \$100 000.

Mesi di consegna

I primi tre contratti consecutivi del ciclo trimestrale marzo-giugno-settembre-dicembre.

Modalità di consegna

Regolamento a pronti. Il valore di regolamento finale è dato da $\$100\,000 \cdot [6/r + (1 - 6/r) \cdot (1 + 0,01 \cdot r/2) - 20]$, dove r rappresenta il tasso ISDA di riferimento per uno swap in dollari USA a dieci anni nell'ultimo giorno di contrattazione, espresso in termini percentuali. Ad esempio, ponendo al 5¼% il tasso ISDA di riferimento, r risulta pari a 5,25. Il prezzo alla data di scadenza del contratto è il valore di regolamento finale arrotondato al quarto più vicino di un trentaduesimo di punto.

Regolamento

Il prezzo nominale dell'unità di negoziazione nell'ultimo giorno di contrattazione è basato sul tasso ISDA di riferimento per uno swap in dollari USA a dieci anni nell'ultimo giorno di contrattazione, così come pubblicato il giorno lavorativo successivo dal Federal Reserve Board nel suo aggiornamento quotidiano del supplemento statistico H.15.

Tabella 4.1

¹⁰ Ad esempio, sebbene gli swaps possano essere trasferiti a qualsiasi controparte reciprocamente accettabile, entrambi i contraenti originali devono accordarsi preventivamente su una nuova controparte prima di procedere al trasferimento, e ciò comporta taluni inconvenienti.

incoraggiare taluni operatori a esporsi nei confronti di una clearing house quotata tripla A piuttosto che verso un intermediario bancario a più basso rating. Infine, la possibilità di negoziare swaps in borsa dovrebbe migliorare l'accesso al mercato di operatori che hanno incontrato ostacoli per motivi di affidabilità creditizia. Gli operatori non quotati o di qualità non bancaria devono spesso corrispondere agli intermediari in swaps un certo premio di rendimento (sotto forma di un più alto differenziale denaro/lettera) in funzione del loro merito di credito. L'accentramento degli scambi presso una borsa valori, dove il rischio di controparte viene minimizzato da rigidi requisiti di margine, permetterebbe a tali operatori di evitare il premio, e quindi di effettuare transazioni a un tasso unico (quello dell'ISDA, che è un valore mediano dei tassi praticati nelle operazioni fra intermediari). Sebbene l'ingresso di controparti a più bassa qualità creditizia possa avere implicazioni sui margini di profitto degli attuali partecipanti al mercato OTC, esso potrebbe fornire spessore e liquidità aggiuntivi al più ampio mercato degli swaps.

Al di là dei vantaggi associati alla negoziazione centralizzata in borsa, il contratto swap del CBOT presenta una sua utilità intrinseca. Anzitutto, esso può costituire un efficace mezzo di copertura per le passività non di Stato, riducendo al minimo il rischio di base allorché viene impiegato per coprire titoli di agenzie federali, di società private e MBS¹¹. Secondariamente, i futures su swap dovrebbero creare la possibilità di strutturare le operazioni di spread fra contratti swap e altri prodotti CBOT con scadenze analoghe. Il contratto swap è congegnato in modo molto simile a un future tradizionale su titoli di Stato o di altri enti pubblici, con lo stesso taglio nominale e la stessa cedola. In terzo luogo, esso è in grado di integrare anche altri veicoli di negoziazione esistenti. Il contratto swap presenta alcune delle caratteristiche dei futures sull'eurodollaro trattati al CME, con scadenze e modalità di regolamento in contante pressoché identiche. I futures sull'eurodollaro possono essere impiegati per replicare la contropartita a tasso fisso o tasso variabile di un contratto swap, ma solo fino alla scadenza di cinque anni, poiché oltre questo termine la liquidità cala nettamente. Il nuovo contratto swap dovrebbe concorrere a riempire un vuoto nella liquidità di mercato, con ricadute positive per il più ampio mercato degli swaps¹².

Naturalmente, resta da vedere se il future su swaps riuscirà ad attrarre liquidità in misura sufficiente. Negli ultimi anni il CBOT ha tentato di diversificare i suoi prodotti a scapito dei Treasuries, introducendo svariati contratti con promettenti potenzialità, come i futures su titoli di agenzie federali e su MBS. Tuttavia, a causa della loro bassa liquidità, l'utilità di tali strumenti a fini di copertura e di negoziazione è rimasta limitata.

Il contratto del CBOT dovrebbe comunque rivelarsi utile ...

... anche se molto dipende dalla sua futura liquidità

¹¹ Il contratto non risentirà delle distorsioni tipiche del mercato dei titoli del Tesoro, come gli squilibri di domanda/offerta e la "specialità" dei tassi d'interesse nel comparto pct.

¹² In particolare, una delle attrattive del contratto swap è che esso presenta la stessa convessità delle obbligazioni e degli swaps su tassi d'interesse, a differenza del future sull'eurodollaro, la cui modalità di quotazione implica una durata finanziaria lineare (poiché il prezzo del contratto si ottiene sottraendo a 100 il rendimento).