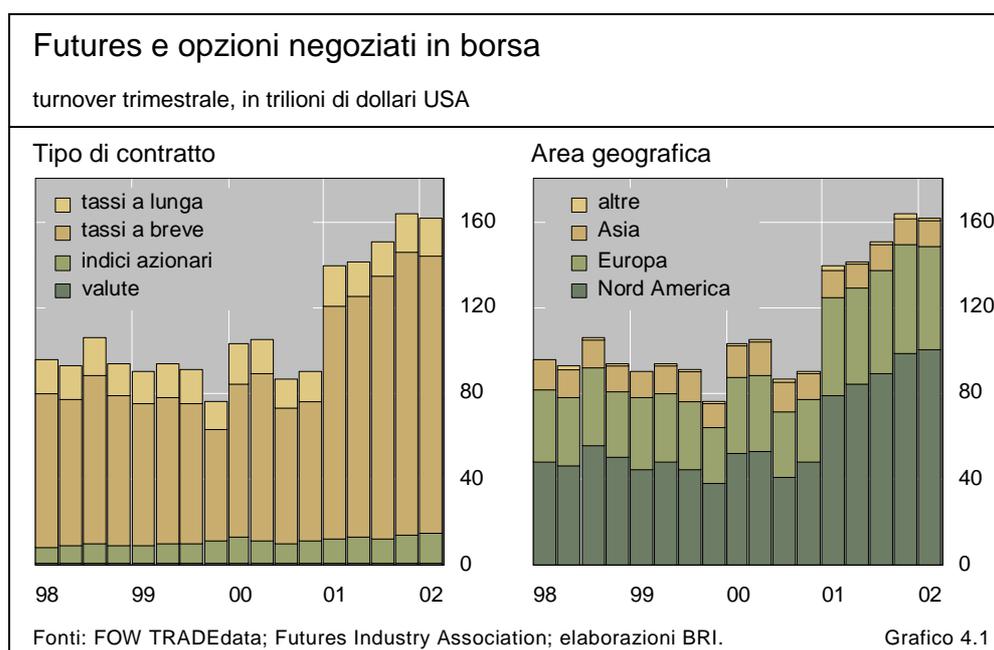


4. I mercati degli strumenti derivati

Dopo l'ammontare record di attività nel quarto trimestre 2001, il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI ha subito un lieve calo nel primo trimestre 2002. Le condizioni sui mercati del reddito fisso sono risultate più calme rispetto all'ultimo trimestre dello scorso anno, e ciò ha probabilmente contribuito alla contrazione dell'1% degli scambi, scesi a \$162 trilioni. Il modesto incremento nel turnover dei contratti futures su tassi a breve e a lungo termine è stato più che compensato dalla marcata flessione delle corrispondenti opzioni.

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato globale dei derivati over-the-counter (OTC) evidenziano un'ulteriore ripresa dell'attività nel secondo semestre 2001. L'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere era stimato a fine dicembre in \$111 trilioni, con un aumento dell'11% rispetto a fine giugno 2001. L'espansione è riconducibile in ampia misura agli strumenti di tasso d'interesse, poiché il vigoroso allentamento monetario negli USA ha alimentato le operazioni di copertura e l'assunzione di posizioni. Nondimeno, nell'insieme del 2001 l'accelerazione dell'attività osservata sui mercati OTC è stata meno pronunciata di quella delle borse valori.



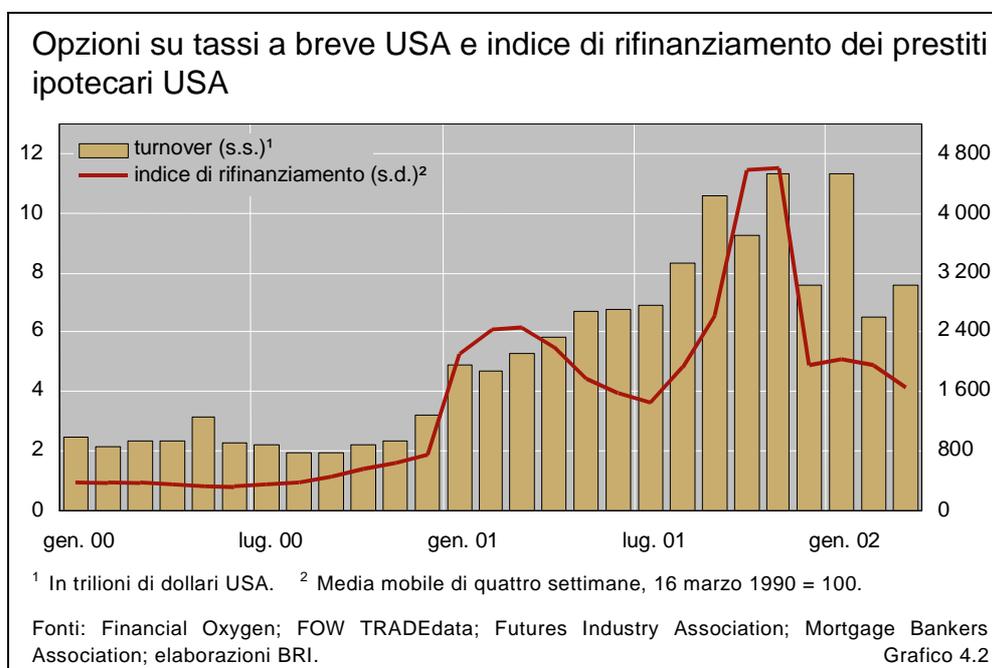
Rallentamento nei mercati derivati a tasso fisso

Nel primo trimestre 2002 le contrattazioni di borsa in strumenti su tassi d'interesse hanno segnato un calo; il turnover totale è diminuito del 2%, a \$147,3 trilioni, contro un aumento dell'8% nell'ultimo trimestre 2001. Tale risultato è dovuto in buona parte alla più debole attività in contratti su tassi a breve, i cui scambi sono scesi del 2%, a \$129,7 trilioni. La flessione nel comparto delle opzioni su tassi a breve (-9%, a \$33 trilioni) ha superato l'incremento nei corrispondenti futures (+1%, a \$96,7 trilioni). L'intervallo ristretto entro cui si sono mossi i tassi USA a breve termine ha probabilmente esercitato un effetto frenante sul rifinanziamento ipotecario, che conduce spesso a una seconda tornata di transazioni in options e swaptions a breve¹.

Vi è stato inoltre un leggero decremento nel turnover aggregato dei contratti su obbligazioni di Stato, scesi dell'1% a \$17,6 trilioni. Analogamente ai prodotti su tassi a breve, l'attività in futures e opzioni su titoli di Stato ha seguito andamenti divergenti: la crescita dei futures (+3%, a \$15,6 trilioni) non è riuscita a compensare il calo delle opzioni (-23%, a \$1,9 trilioni), concentratosi essenzialmente nel comparto dei titoli pubblici tedeschi, dove gli scambi sono scesi da \$1,1 a 0,6 trilioni. Il sorprendente vigore dei dati macroeconomici resi noti fra la fine di febbraio e gli inizi di marzo, associato ai timori circa una possibile ripresa dell'inflazione, ha originato qualche pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari statunitensi ed europei, anche se i mercati dei titoli di Stato hanno per lo più oscillato entro margini alquanto ristretti.

Il calo delle opzioni su tassi a breve supera l'aumento nei connessi futures

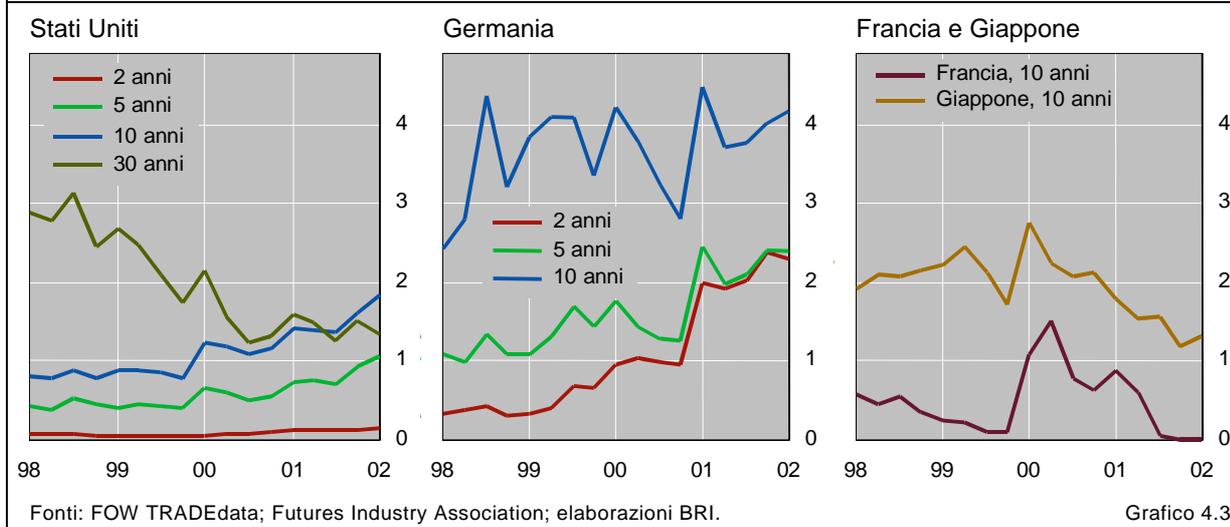
Profilo analogo per i contratti su obbligazioni



¹ I connessi meccanismi sono stati descritti in recenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*.

Futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



Aumenta la quota dei contratti su titoli del Tesoro USA ...

... e recuperano i futures su titoli di Stato giapponesi

L'aumento complessivo delle contrattazioni in futures su titoli di Stato, pari al 3%, è dovuto a Stati Uniti (+ 5%) e Giappone (+ 12%). I futures sulle notes del Tesoro USA a cinque e a dieci anni hanno continuato a conquistare quote di mercato, a scapito dei contratti sui Treasuries. Al tempo stesso, le obbligazioni di Stato giapponesi hanno mostrato una significativa volatilità per effetto della reazione degli investitori ai mediocri dati economici e del loro dissenso in merito alle conseguenze dei mancati progressi verso una risoluzione della crisi bancaria del paese. Inoltre, il mercato temeva un ulteriore aumento del debito pubblico, con possibili implicazioni negative per il merito creditizio del Giappone. Questi vari fattori hanno probabilmente contribuito al recupero degli scambi.

Aumento delle contrattazioni in prodotti su indici azionari indotto dall'espansione in Asia

Crescita sostenuta dei contratti azionari coreani

Nel primo trimestre 2002 l'attività complessiva in contratti su indici azionari è cresciuta del 5%, a \$13,8 trilioni. L'incremento è dovuto in gran parte al sostenuto sviluppo del mercato coreano, dove gli scambi – specie in opzioni – sono aumentati del 20%, a \$2,9 trilioni. Di conseguenza, in questo comparto la Corea figura ora al secondo posto, dopo gli Stati Uniti (\$7 trilioni). Le contrattazioni di strumenti coreani sono state alimentate dagli ingenti capitali esteri affluiti al mercato azionario del paese, che hanno sospinto l'indice KOSPI a livelli senza precedenti.

Forte aumento delle negoziazioni su indici azionari in Giappone

Nel periodo sotto rassegna si è inoltre assistito a un forte aumento nelle contrattazioni di prodotti su indici azionari giapponesi, il cui turnover in marzo ha fatto registrare un balzo dal minimo quasi record di gennaio. Tale risultato potrebbe essere dovuto alla ripresa dei sottostanti mercati azionari, ma

“Squeeze” sul mercato dei titoli di Stato: la partita fra autorità e operatori

Serge Jeanneau e Robert Scott

Autorità di regolamentazione e operatori si trovano spesso a disputare su fronti contrapposti le loro partite sui mercati finanziari, laddove l'introduzione di nuove regole da parte delle prime spinge i secondi a modificare il proprio comportamento allo scopo di aggirare quelle regole. È ciò che sembra essersi verificato nel marzo 2002, quando alcuni intermediari avrebbero cercato di accaparrarsi un segmento del mercato dei titoli di Stato tedeschi, determinando il cosiddetto “squeeze”.

Gli strumenti presi di mira erano le notes biennali, conosciute anche sotto il nome di “Schatz” (da “Bundesschatzanweisungen”). In quest'ultimo caso, lo “squeeze” sarebbe stato provocato dal tentativo di alcuni speculatori di sottrarsi alle misure recentemente introdotte da Eurex, la borsa tedesco-svizzera per gli strumenti derivati, che prevedevano fra l'altro limiti all'esposizione degli operatori nei mercati a termine. Nel momento in cui era divenuto difficile fare incetta di determinati contratti futures, gli speculatori si sono riversati sul mercato a contante.

Una situazione di “squeeze” si determina quando i detentori di posizioni corte non possono acquisire o mutuare i titoli richiesti per la consegna a termini del contratto future. Di norma, la consegna non pone problemi agli operatori poiché essi chiudono di solito le loro posizioni mediante transazioni di segno opposto prima della data di scadenza del contratto. Tuttavia, un operatore che a quella data si trovi ancora in posizione corta è obbligato a consegnare i titoli specificati, così come quello in posizione lunga è tenuto a ritirarli. La consegna materiale implica la specificazione della gamma di titoli stanziabili e un meccanismo di determinazione del prezzo per trasformare titoli diversi in attività equivalenti. A seconda del livello dei tassi di mercato e dell'inclinazione della curva dei rendimenti, uno dei titoli presenterà comunque il costo di consegna più basso (“cheapest-to-deliver” – CTD)^①.

Gli scambi di futures creano di solito uno scarto fra il prezzo del titolo CTD e quelli di analoghi titoli non consegnabili, laddove il primo tende ad aumentare. Tuttavia, una volta che il CTD esce dal paniere di titoli consegnabili l'eccesso di domanda viene riassorbito e, di conseguenza, il suo valore comincia a calare. Questo andamento è illustrato nel grafico della pagina seguente, che mostra la dinamica dei rendimenti di una serie di obbligazioni Schatz CTD prima e dopo la consegna del relativo contratto future presso l'Eurex. Ad eccezione del titolo consegnabile per il contratto in scadenza nel marzo 2002, i tassi di queste emissioni si sono collocati rispetto al “valore equo” fra -10 punti base prima della scadenza dei futures (prezzo più alto) e +10 punti base dopo tale data (prezzo più basso)^②.

Taluni investitori cercano a volte di approfittare di questa “prevedibilità” vendendo il titolo allo scoperto quando esso è CTD e riacquistandolo a prezzo inferiore dopo la scadenza del contratto future (o una volta che è uscito dal paniere dei titoli consegnabili). Per fare ciò, l'investitore deve anzitutto mutuare il titolo sul mercato PcT, venderlo e quindi restituirlo alla data concordata dopo che è stato acquistato sul mercato (sperabilmente a un prezzo inferiore).

Il venditore allo scoperto può talvolta incorrere in rischi significativi; in effetti, se uno o più operatori riescono ad accaparrarsi la maggior parte dei titoli disponibili sul mercato, egli potrebbe trovarsi nella situazione di dover corrispondere un forte premio per riacquistare il titolo. È quanto sembra essere accaduto all'obbligazione Schatz 3,5% dicembre 2003, che era il titolo con il più basso costo di consegna del relativo contratto future con scadenza marzo 2002.

Sebbene le consistenze in essere di questo titolo ammontassero a €10 miliardi, sembra che alcuni operatori siano riusciti ad assicurarsi buona parte dell'offerta, causando uno “squeeze” sul mercato a contante. Invece di ridursi dopo la scadenza del future nel marzo 2002, la note Schatz 3,5% è aumentata sensibilmente in termini di valore per tutto il mese successivo alla sua uscita dal paniere dei titoli consegnabili, durante il quale lo spread si è ampliato fino a -20 punti base, rispetto a una media di +5 punti registrata di norma per titoli simili. Da quanto esposto si evince che la regolarità statistica non basta da sola a garantire fondi a costo zero agli operatori specializzati in vendite allo scoperto.

^① Gli aspetti tecnici di questo fenomeno sono illustrati in maggior dettaglio nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2001, riquadro di pag. 35. ^② Il valore equo di un titolo può essere espresso dal differenziale di rendimento rispetto ad altri titoli aventi scadenza analoga. È prassi consolidata usare uno spread statico (definito anche “option-adjusted spread”). Un valore negativo dello spread sta a indicare che il prezzo del titolo è superiore alla media, e viceversa.

Un aspetto forse ancora più significativo è che, diversamente da quanto accaduto in precedenza, l'ultimo "squeeze" non si è prodotto direttamente sul CTD prima della consegna. Ciò emerge chiaramente dal fatto che il prezzo del CTD non è diminuito durante il normale ciclo di consegna del contratto.

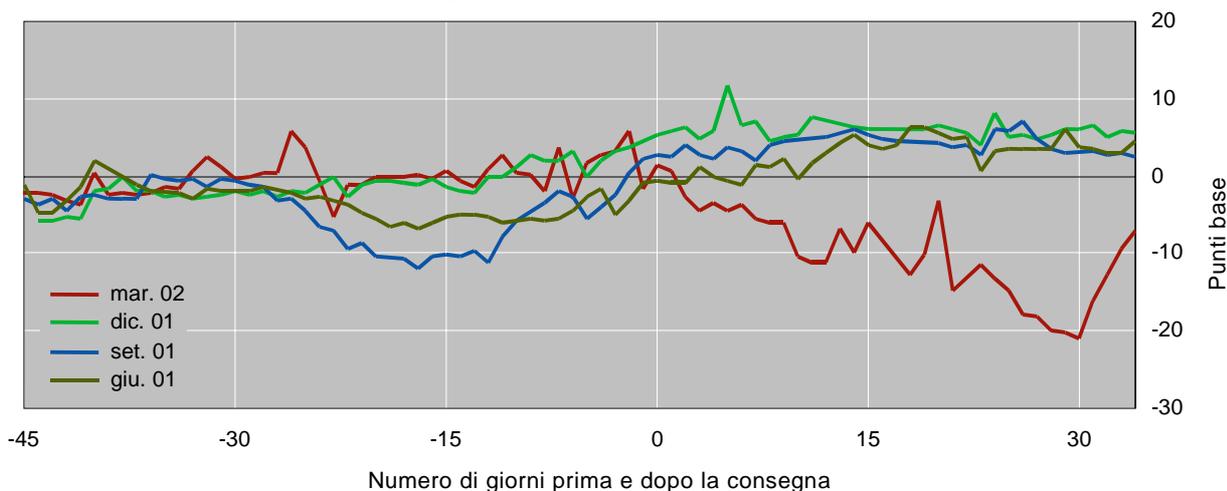
Questa diversa dinamica del prezzo dell'obbligazione Schatz sembra da ascrivere alle misure adottate da Eurex nel giugno 2001 per affrontare i problemi creati dagli "squeeze" sul mercato dei futures. Dopo il dibattito sorto in merito agli episodi di scarsità del titolo quinquennale del governo tedesco ("Bobl") nel marzo 2001, Eurex aveva introdotto limiti alle posizioni aperte dei singoli operatori. Tale provvedimento pare essere stato abbastanza efficace nel prevenire manipolazioni sul mercato dei futures, visto che la consegna dell'obbligazione Schatz 3,5% alla scadenza del relativo future nel marzo 2002 non ha posto particolari difficoltà.

Per aggirare le limitazioni imposte da Eurex sulle posizioni aperte, gli operatori intenzionati a provocare uno "squeeze" avrebbero dirottato le loro transazioni speculative sul mercato a pronti. Risulta che un operatore abbia acquistato obbligazioni Schatz 3,5% per €7 miliardi; a titolo di raffronto, le posizioni aperte sul future in scadenza nel marzo 2002 ammontavano a 500 000 contratti, equivalenti a €50 miliardi, vale a dire 17 volte il volume dei titoli liberamente disponibili per la consegna. Naturalmente, pochissime di queste posizioni sarebbero effettivamente giunte alla fase di consegna, giacché gli operatori preferiscono evitare le complicazioni ad essa associate chiudendo le loro posizioni con transazioni di segno opposto prima che il contratto giunga a scadenza.

I recenti episodi di "squeeze" mostrano come i mercati finanziari tedeschi, nonostante i notevoli successi riportati di recente, abbiano anche incontrato crescenti difficoltà. L'impiego di futures e options su titoli di Stato tedeschi è cresciuto rapidamente allorché i titoli sottostanti si sono affermati come benchmark per finalità di copertura o per l'assunzione di posizioni su tassi d'interesse dell'area dell'euro. Di conseguenza, l'ammontare delle posizioni in futures o PcT ha superato notevolmente quello dei titoli sottostanti disponibili, e ciò ha creato le condizioni favorevoli per uno "squeeze".

Diverse giurisdizioni vietano queste strategie speculative. In Germania l'imminente introduzione della legge sul mercato finanziario dovrebbe accrescere i poteri delle autorità di vigilanza nell'applicare sanzioni agli investitori che cercano di manipolare i mercati. Le nuove norme andranno a integrare le recenti misure adottate da Eurex. In aggiunta, la Finanzagentur – agenzia finanziaria del governo federale – ha ultimamente manifestato il proprio intendimento di incrementare il volume dei titoli che potrebbero essere oggetto di "squeeze".

Pressioni di prezzo sulle obbligazioni Schatz "CTD" prima e dopo la consegna



Nota: il differenziale è stato calcolato come spread statico dell'obbligazione consegnabile rispetto a una curva dei rendimenti a "valore equo". Un valore negativo (positivo) indica che il titolo in questione è più (meno) costoso rispetto ad analoghe obbligazioni non consegnabili.

Fonte: Bloomberg.

potrebbe avervi altresì concorso la migrazione dell'attività verso le borse futures dopo l'introduzione in Giappone di nuove regole sulle vendite allo scoperto di azioni².

Rapida espansione dei derivati OTC nel secondo semestre 2001

I dati dell'indagine BRI sulle posizioni in essere a fine dicembre 2001 nel mercato globale degli strumenti derivati OTC evidenziano una sensibile espansione dell'attività durante il secondo semestre dello scorso anno. L'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere, stimato in \$111 trilioni, è aumentato dell'11% rispetto a fine giugno 2001 e del 5% sui sei mesi precedenti. I valori lordi di mercato sono cresciuti del 24%, a \$3,8 trilioni.

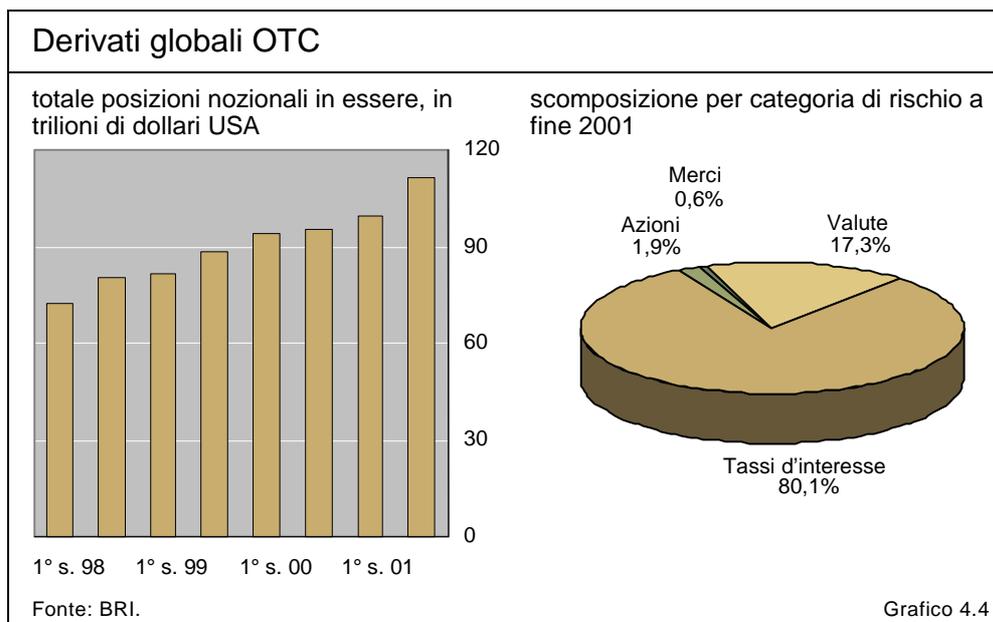
L'espansione è stata trainata dagli strumenti su tassi d'interesse, la più importante fra le categorie ampie di rischio di mercato, dove l'aumento dei contratti in essere è stato pari al 15%. L'attività è stata ugualmente intensa nei tre principali comparti, vale a dire forward rate agreements (FRA), swaps e opzioni su tassi d'interesse. Per converso, il volume delle transazioni in contratti valutari, la seconda categoria di rischio per ordine di importanza, è diminuito dell'1%. Un calo analogo delle consistenze in essere è stato registrato anche negli scambi di contratti collegati ad azioni.

Espansione trainata dall'attività in strumenti su tassi d'interesse

Vivace attività sui mercati degli swaps di tasso d'interesse in dollari e in euro

Nella seconda metà del 2001 le negoziazioni di prodotti su tassi d'interesse sono state intense, con un aumento dei contratti in essere del 15%, a \$78 trilioni. Questa vivace dinamica ha interessato tutti i comparti, ma l'incremento più significativo in termini assoluti è stato registrato dagli swaps di

Gli swaps su tassi d'interesse registrano l'incremento più significativo



² Agli inizi di marzo l'autorità giapponese di regolamentazione del settore ha introdotto la nuova regola del "minimo incremento", che proibisce la vendita allo scoperto di azioni quotate senza un precedente aumento di prezzo.

tasso d'interesse che, con un volume di contratti pari a \$59 trilioni, restano di gran lunga la categoria singola più importante di strumenti del mercato OTC.

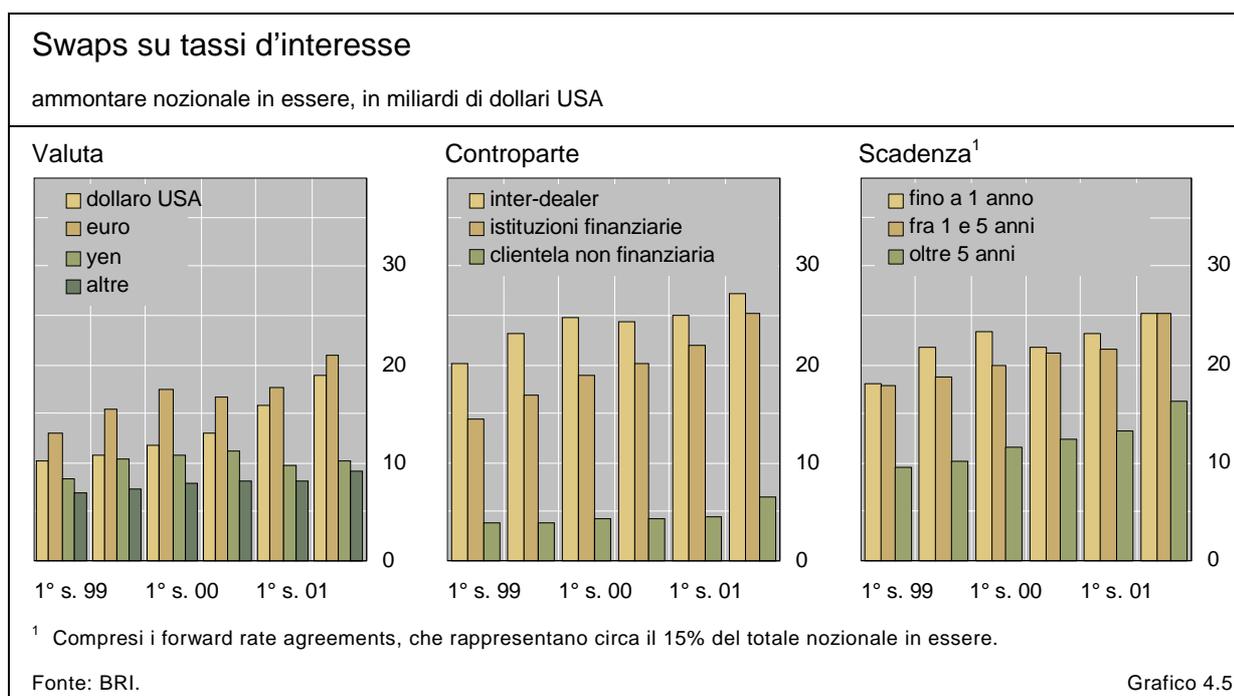
I mercati degli swaps in dollari USA ed euro sono cresciuti a un ritmo particolarmente rapido. Nel secondo semestre 2001 il comparto del dollaro è aumentato del 19%, a \$19 trilioni; esso ha fatto registrare tassi di espansione costanti e sostenuti negli ultimi anni, grazie al mutamento delle prassi di copertura e di negoziazione³. Il pronunciato incremento nel periodo sotto rassegna indica che il dinamismo degli scambi in strumenti derivati USA è stato tale da compensare i possibili effetti contrattivi derivanti dal consolidamento del mercato⁴. Il forte allentamento della politica monetaria statunitense, attuato sull'onda della marcata decelerazione della crescita economica del paese e degli attacchi terroristici dell'11 settembre, ha probabilmente alimentato l'attività di copertura e l'assunzione di posizioni in strumenti derivati denominati nella valuta USA.

Inoltre, la gamma di operatori attivi sui mercati dei derivati in dollari sembra essersi ampliata negli ultimi tempi fino a comprendere, ad esempio, banche di credito ipotecario e investitori in titoli garantiti da ipoteca

Gli swaps in dollari USA beneficiano delle mutate prassi operative ...

... dell'allentamento monetario ...

... e di una più ampia gamma di operatori



³ I fattori alla base di questo mutamento di lungo periodo sono stati trattati in recenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*.

⁴ Taluni operatori si attendevano che la fusione fra J.P. Morgan e Chase, annunciata verso la fine del 2000, potesse produrre nel 2001 un effetto contrattivo sulle consistenze complessive di posizioni in dollari USA. Queste due istituzioni finanziarie hanno cominciato a segnalare alla BRI (tramite la Riserva Federale) le proprie posizioni in strumenti derivati su base consolidata nel primo semestre 2001, da cui non emerge tuttavia un calo delle posizioni aggregate detenute da residenti USA. Ciò contrasta con i dati dell'Office of the Comptroller of the Currency statunitense per il quarto trimestre 2001, che mostrano – in conseguenza della fusione – un decremento del 12%, a \$45,4 trilioni, dell'ammontare nozionale degli strumenti derivati di borsa e fuori borsa nei portafogli delle banche commerciali USA.

Mercato globale dei derivati OTC ¹								
posizioni in essere, in miliardi di dollari USA								
	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	fine giugno 2000	fine dic. 2000	fine giugno 2001	fine dic. 2001	fine giugno 2000	fine dic. 2000	fine giugno 2001	fine dic. 2001
Totale generale	94 008	95 199	99 755	111 115	2 572	3 180	3 045	3 778
A. Contratti su valute	15 494	15 666	16 910	16 748	578	849	773	779
A termine secco e riporti	10 504	10 134	10 582	10 336	283	469	395	374
Swaps	2 605	3 194	3 832	3 942	239	313	314	335
Opzioni	2 385	2 338	2 496	2 470	55	67	63	70
B. Contratti su tassi d'interesse ²	64 125	64 668	67 465	77 513	1 230	1 426	1 573	2 210
FRA	6 771	6 423	6 537	7 737	13	12	15	19
Swaps	47 993	48 768	51 407	58 897	1 072	1 260	1 404	1 969
Opzioni	9 361	9 476	9 521	10 879	145	154	154	222
C. Contratti su azioni	1 645	1 891	1 884	1 881	293	289	199	205
A termine e swaps	340	335	329	320	62	61	49	58
Opzioni	1 306	1 555	1 556	1 561	231	229	150	147
D. Contratti su merci ³	584	662	590	598	80	133	83	75
Oro	261	218	203	231	19	17	21	20
Altri	323	445	387	367	61	116	62	55
A termine e swaps	168	248	229	217	...	...	...	...
Opzioni	155	196	158	150	...	...	...	...
E. Altri contratti ⁴	12 159	12 313	12 906	14 375	392	483	417	519
Esposizione creditoria lorda ⁵	.	.	.	.	937	1 080	1 019	1 171

¹ Le cifre sono al netto delle duplicazioni. Gli importi nozionali sono stati corretti dimezzando le posizioni verso 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

("mortgage-backed securities", MBS). Dato il brusco calo dei tassi a lungo termine fra giugno e gli inizi di novembre, tali operatori si sarebbero riversati in misura crescente sui mercati degli swaps e delle swaptions allo scopo di proteggersi dal rischio di rimborso anticipato dei loro portafogli di MBS (grafico 4.2)⁵.

I contratti in euro sono tornati a crescere rapidamente dopo il rallentamento dei due semestri precedenti. Anche in questo caso, gli swaps di tasso d'interesse hanno concorso in ampia misura all'espansione, con un aumento del 18% dei contratti in essere, a \$21 trilioni. Il mercato degli swaps in

Tornano ad aumentare gli swaps di tasso d'interesse in euro

⁵ 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.

euro ha registrato negli ultimi anni andamenti discontinui, cui va ascritta buona parte della variabilità nell'espansione del mercato OTC. Le consistenze di swaps denominati in euro sono cresciute rapidamente dopo l'introduzione della moneta unica, poiché tali strumenti sono divenuti i nuovi benchmark per i mercati europei del reddito fisso. Tale crescita è tuttavia rallentata considerevolmente nel 2000, di riflesso forse all'esaurirsi del processo di aggiustamento dei portafogli al nuovo mercato integrato dell'area dell'euro. La ripresa dell'espansione nel secondo semestre 2001 potrebbe pertanto rappresentare il ritorno a un più "normale" profilo di attività.

Modesta crescita degli swaps in yen

Per contro, gli swaps su tassi d'interesse denominati in yen sono cresciuti a un ritmo più lento (+ 4%, a \$10 trilioni). La debolezza delle condizioni economiche generali del Giappone ha verosimilmente indotto gli operatori a ritenere che i tassi d'interesse nipponici si sarebbero mossi entro un intervallo ristretto nel prevedibile futuro, riducendo tanto l'esigenza di coprire le posizioni di bilancio quanto le opportunità di negoziazione.

Minore dinamismo dell'attività OTC rispetto a quella di borsa nel 2001

Nonostante il recupero registrato nel 2001, la crescita dell'attività nei mercati OTC continua ad apparire modesta se confrontata con quella delle borse nello stesso periodo⁶. Lo stock di contratti OTC in essere è aumentato dell'11% nel secondo semestre 2001, contro il 21% delle posizioni in essere sui mercati organizzati. Nel semestre precedente tali percentuali erano pari ad appena il 5% e a circa il 40% rispettivamente. Se durevole, la rapida espansione dell'attività di borsa rappresenterebbe un'importante inversione rispetto ai profili precedenti, visto che nello scorso decennio la crescita del segmento OTC superava quella delle borse valori.

L'esuberanza delle borse valori contrasta con i precedenti profili

Netto aumento del valore lordo di mercato

Il valore lordo stimato di mercato è cresciuto del 24% a \$3,8 trilioni, dopo una lieve contrazione nella prima metà del 2001⁷. Il rapporto fra valore lordo di mercato e ammontare nozionale in essere è salito dal 3,1 al 3,4%. Al netto delle compensazioni, l'esposizione creditoria delle istituzioni dichiaranti in contratti derivati nel semestre in esame ammonta a \$1,2 trilioni⁸.

⁶ Va peraltro rilevato che l'attività dei due mercati non è direttamente confrontabile a causa delle differenze intrinseche nelle caratteristiche e nell'utilizzo dei prodotti.

⁷ Anche se gli ammontari nozionali forniscono un riferimento con cui determinare i pagamenti dovuti a fronte di contratti derivati, essi non rappresentano un indicatore veritiero del rischio sui mercati degli strumenti derivati. Quest'ultimo è in funzione del prezzo e/o della volatilità dell'indice finanziario di riferimento utilizzato nella determinazione dei pagamenti, della durata finanziaria e della liquidità dei contratti, nonché dell'affidabilità creditizia della controparte. I valori lordi di mercato forniscono una misura più accurata dell'entità del trasferimento del rischio sui mercati degli strumenti derivati.

⁸ Il valore lordo di mercato tende a sovrastimare l'esposizione creditoria effettiva della controparte poiché esso non tiene conto degli accordi bilaterali di netting giuridicamente vincolanti e di altre misure di riduzione del rischio.

Periodo ricco di eventi per il mercato dei derivati creditizi

Negli ultimi mesi diversi eventi hanno interessato i mercati dei derivati creditizi; l'insolvenza dell'Argentina e il fallimento di Enron hanno portato gli investitori ad anettere una maggiore importanza alla disponibilità di strumenti liquidi per la copertura e la negoziazione di obbligazioni sovrane e societarie.

Come sovente accade sui mercati degli strumenti innovativi, il comparto dei derivati creditizi ha incontrato alcune difficoltà dovute al suo sviluppo relativamente recente. In particolare, i problemi dell'Argentina – culminati a fine dicembre 2001 con la sospensione dei pagamenti – hanno evidenziato la necessità di una più precisa documentazione contrattuale. Mentre la moratoria argentina ha chiaramente rappresentato un evento creditizio idoneo ad attivare "credit default swaps" ai sensi delle ISDA's Credit Derivatives Definitions del 1999, vi è stato minor consenso sulla conversione di un debito per \$50 miliardi effettuata dal paese nel novembre 2001⁹. A quell'epoca era stata offerta agli investitori e alle istituzioni finanziarie locali la possibilità di scambiare obbligazioni a un tasso d'interesse medio intorno all'11% con altre a più lungo termine aventi un rendimento del 7% circa. Anche se due delle principali agenzie di rating avevano ritenuto che lo scambio costituisse insolvenza "selettiva", gli acquirenti e i venditori della protezione avevano fornito interpretazioni discordanti su tale evento creditizio, sfociate in vertenze legali¹⁰.

Di recente gli operatori hanno cercato di restringere ulteriormente la lista degli eventi creditizi che possono dar luogo a pagamenti eliminando i cosiddetti eventi "soft". Questi ultimi, più simili a un deterioramento del credito che non a un'insolvenza vera e propria, sono stati anch'essi oggetto di interpretazioni contrastanti. Nell'aprile 2002 gli intermediari europei hanno seguito l'esempio dei loro omologhi statunitensi abbandonando due di questi potenziali eventi creditizi (accelerato adempimento e ricusazione/moratoria).

Nonostante queste modifiche, permangono notevoli contrasti in tema di ristrutturazioni del debito. Sebbene i "credit default swaps" possano essere negoziati con o senza clausole di ristrutturazione, le banche europee hanno avuto la tendenza a offrire contratti basati sulla terminologia ISDA del 1999, mentre dal maggio 2001 gli intermediari USA hanno adottato una più ristretta definizione di ristrutturazione¹¹.

"Problemi di crescita" per i derivati su crediti

Lista ristretta di eventi creditizi

Restano i contrasti sulle ristrutturazioni

⁹ Le definizioni ISDA del 1999 individuano sei eventi creditizi che possono dar luogo a pagamenti nel quadro di "credit default swaps": fallimento, mancato pagamento, inadempimento di un'obbligazione, accelerato adempimento di un'obbligazione, ricusazione/moratoria e ristrutturazione.

¹⁰ Alcune delle transazioni, avviate prima della messa a punto della documentazione ISDA del 1999, contenevano una definizione ampia di ristrutturazione che, stando agli acquirenti della protezione, avrebbe dovuto dar luogo ai pagamenti. Altre transazioni rientranti nelle definizioni ISDA del 1999 prevedevano una più ristretta definizione di ristrutturazione e, secondo i venditori della protezione, non avrebbero dovuto dar luogo a pagamenti.

¹¹ La clausola modificata limita essenzialmente le scadenze e le tipologie delle obbligazioni consegnabili al verificarsi di una ristrutturazione, riducendo così la possibilità per gli acquirenti della protezione di esercitare l'opzione "cheapest-to-deliver" nel quadro di "credit default swaps" regolati materialmente (la procedura di consegna standard in questo mercato).

Fonti informative sui derivati creditizi: un raffronto

L'evidente espansione delle negoziazioni di derivati creditizi ha suscitato interesse per i dati relativi all'evoluzione di questo segmento. Tali dati provengono da varie fonti, fra cui BRI, British Bankers' Association (BBA), International Swaps and Derivatives Association (ISDA), Office of the Comptroller of the Currency (OCC) statunitense e varie pubblicazioni specialistiche, come *Risk*. La tabella che segue contiene informazioni sulle diverse fonti che segnalano dati sulle posizioni nel mercato dei derivati creditizi.

Le cifre non sono direttamente confrontabili tra loro a causa delle notevoli differenze nelle metodologie di raccolta, nella copertura e nella frequenza. Una delle principali differenze fra le varie fonti risiede nell'aggiustamento dei dati per tener conto delle duplicazioni. Esso si basa sulle informazioni delle controparti, poiché le posizioni tra gli intermediari devono essere dimezzate per evitare la doppia segnalazione. Ovviamente, le cifre al lordo delle duplicazioni mostreranno posizioni "gonfiate" rispetto a quelle nette.

Un'ulteriore importante distinzione riguarda la copertura del mercato in termini di controparte, area geografica e strumento. Per ciò che concerne le controparti, la copertura differisce ampiamente: alcune fonti segnalano i dati sulle posizioni detenute da banche in un dato paese (come fa l'OCC per le banche USA), mentre altre mirano a ottenere una copertura globale (è il caso dei dati BRI, che si estendono all'attività di una vasta gamma di operatori in quasi 50 paesi).

Forse a causa delle diverse definizioni di derivato creditizio, poche fonti pubblicano informazioni dettagliate su tali prodotti. Se si escludono le rassegne di British Bankers' Association e *Risk*, i risultati delle indagini tendono a essere presentati in forma ampiamente aggregata.

Anche la frequenza con cui i dati vengono raccolti varia notevolmente, da trimestrale nel caso dell'OCC a triennale per i dati BRI.

Va notato che la BRI non rileva le posizioni in derivati creditizi nella sua indagine semestrale sul mercato OTC. Tuttavia, i dati aggregati raccolti nell'ambito dell'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati per il 2001 mostrano che tali posizioni sono salite a \$693 miliardi a fine giugno 2001, da \$118 miliardi a fine giugno 1998. Data la crescente richiesta di informazioni sui derivati creditizi, le banche centrali stanno valutando la possibilità di raccogliere dati con maggiore frequenza nel quadro dell'indagine semestrale BRI.

Caratteristiche delle varie fonti informative sui derivati creditizi

	BBA	BRI	ISDA	OCC	<i>Risk</i>
Frequenza	annuale	triennale	semestrale	trimestrale	annuale
Eliminazione delle duplicazioni	no	sì ¹	no	sì ²	no
Fonte	banche membri della BBA	banche e dealers di 50 paesi circa	membri dell'ISDA	banche USA abilitate e membri FDIC	dealers di grandi dimensioni
Inizio della raccolta dei dati	1997	1° sem. 1998	1° sem. 2001	1° trim. 1997	1998
Ultimo periodo di rilevazione	2000	1° sem. 2001	2° sem. 2001	4° trim. 2001	2001
Totale dei contratti in essere nel primo periodo	\$180 miliardi	\$118 miliardi	\$632 miliardi	\$19 miliardi	...
Totale dei contratti in essere nell'ultimo periodo	\$893 miliardi	\$693 miliardi	\$919 miliardi	\$395 miliardi	\$810 miliardi

¹ A livello di holding. ² A livello di banca.