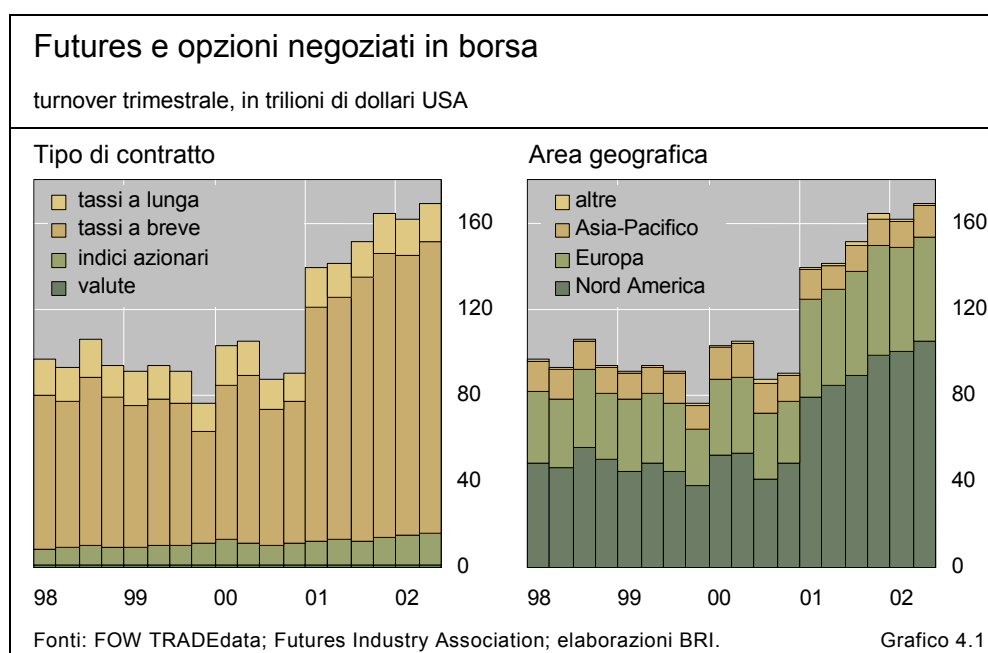


4. I mercati degli strumenti derivati

Nel secondo trimestre 2002 il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è aumentato del 4%, a \$169 trilioni, dopo il calo del 2% nel primo trimestre (grafico 4.1). L'espansione ha riguardato le tre classi principali di rischio, anche se l'incremento maggiore è stato registrato dal piccolo comparto dei derivati valutari.

La crescita dell'attività è stata inaspettatamente modesta dato il flusso continuo di eventi destabilizzanti osservato nel periodo (cfr. "Quadro generale degli sviluppi", a pag. 1). Ciò è probabilmente dovuto all'assenza di decisioni a sorpresa nel governo monetario, che avrebbero potuto spingere gli operatori, e in particolare le grandi istituzioni finanziarie, ad aggiustare rapidamente la durata finanziaria delle loro poste patrimoniali. Lo scorso anno erano state proprio queste correzioni ad aver contribuito in misura rilevante all'espansione delle contrattazioni di borsa.

In luglio, tuttavia, gli scambi sono cresciuti repentinamente allorché le condizioni di mercato sono volte al peggio. Nuove rivelazioni di irregolarità contabili, tra cui l'ingente rettifica degli utili ad opera di WorldCom il 25 giugno, hanno determinato una brusca caduta dei mercati azionari mondiali. I dati provvisori sul turnover per il mese di luglio segnalano un incremento delle



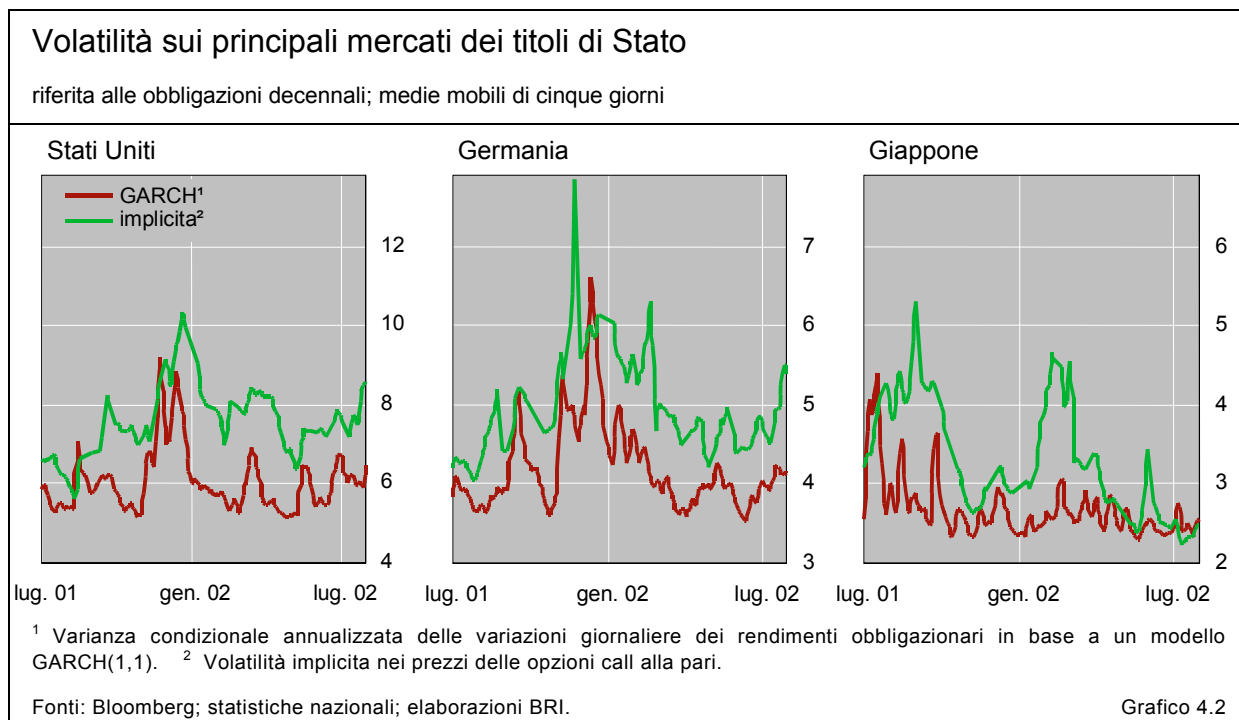
negoziazioni pari al 29% rispetto a giugno, e diverse borse valori hanno segnato nuovi record. Tale aumento è da ricondurre in ampia misura agli strumenti su indici azionari, con cui gli investitori hanno cercato di coprire le posizioni sottostanti.

Modesta espansione dell'attività in strumenti su tassi d'interesse

Le contrattazioni di borsa in strumenti di tasso d'interesse sono cresciute del 4% nel secondo trimestre, a \$152,8 trilioni, contro una flessione del 2% nel periodo precedente. Sebbene gli scambi in questo comparto siano rimasti sostenuti rispetto ai parametri storici (grafico 4.1), l'aumento complessivo è stato sorprendentemente modesto. Nel periodo in esame gli operatori hanno dovuto confrontarsi con un flusso incessante di perturbazioni, che ha probabilmente alimentato l'attività speculativa. Tuttavia, l'assenza di manovre o sorprese di politica monetaria nelle principali economie ha ridotto la necessità per le maggiori istituzioni finanziarie di impiegare derivati a tasso fisso per correggere rapidamente la durata finanziaria delle loro posizioni di bilancio. Di fatto, le attese di un inasprimento monetario si sono ridimensionate in modo abbastanza graduale man mano che le pressioni al ribasso sui mercati azionari hanno accentuato i dubbi circa la ripresa economica mondiale. Questo progressivo rientro delle aspettative è illustrato dalla dinamica tutto sommato stabile della volatilità osservata nei principali mercati dei titoli di Stato per gran parte del secondo trimestre (grafico 4.2).

L'assenza di sorprese di politica monetaria limita il ricorso a strumenti su tassi d'interesse

Va tuttavia rilevato che gli sviluppi di fine trimestre, e in particolare la rettifica degli utili da parte di WorldCom, hanno originato nuovi focolai di instabilità e, di conseguenza, una forte ripresa degli scambi in strumenti a reddito fisso nel mese di luglio.



Sostenuta attività in strumenti del mercato monetario

Performance diversa tra le varie aree geografiche

Gli strumenti del mercato monetario, che rappresentano la maggior parte del turnover in contratti su tassi d'interesse, hanno segnato un aumento del 4%, a \$134,9 trilioni. Nel secondo trimestre l'attività a breve termine ha fatto registrare significative differenze fra le principali aree di negoziazione. In Nord America, cui fa capo quasi il 70% delle transazioni mondiali nel segmento a breve, gli scambi sono cresciuti del 4%, mentre in Europa l'attività ha ristagnato. Nella regione Asia-Pacifico le negoziazioni sono state molto sostenute, con un incremento del 17% in termini di volume, dovuto in buona misura ai numerosi contratti sull'eurodollaro scambiati alla borsa di Singapore.

Perdurante vivacità degli strumenti a breve, grazie alle nuove prassi di copertura e negoziazione

Il mercato dei derivati su tassi a breve, specie i contratti Euribor e sull'eurodollaro, è stato particolarmente vivace dalla fine del 2000, soprattutto per effetto dell'allentamento monetario, ma anche delle modifiche nelle prassi di copertura e negoziazione. Fra queste figura lo spostamento di taluni investitori dai tradizionali strumenti di negoziazione e copertura a più lungo termine, quali i titoli di Stato e i connessi futures, a swaps e swaptions su tassi d'interesse trattati nel comparto over-the-counter (OTC) (a causa della mancanza di strumenti liquidi alternativi nei mercati regolamentati)¹. A sua volta, tale spostamento ha prodotto ricadute sul turnover di futures e opzioni del mercato monetario, dato che questi ultimi vengono comunemente utilizzati per la copertura dei contratti OTC. Alcuni grandi operatori, come banche di credito ipotecario e investitori in titoli garantiti da ipoteca, hanno parimenti accresciuto il loro ricorso a swaps e swaptions.

Debole crescita dei contratti su titoli di Stato sullo sfondo di una ricomposizione dei portafogli

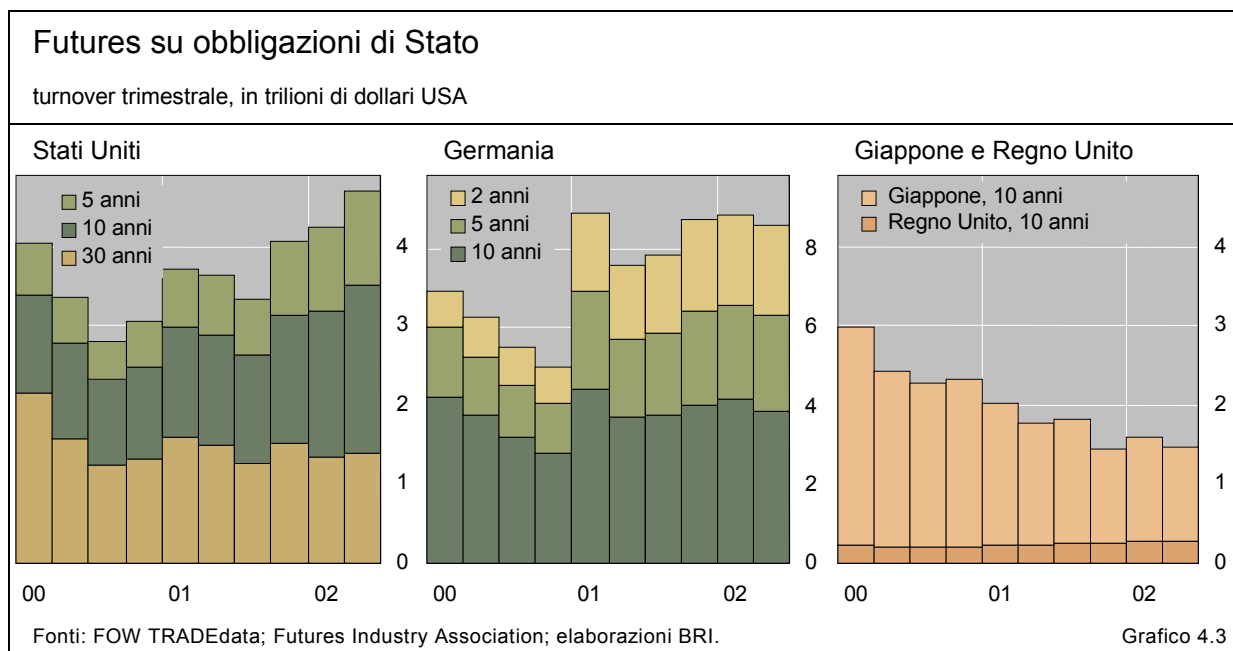
Divergenze regionali nell'attività a lungo termine

Le contrattazioni in strumenti di tasso a più lungo termine, principalmente quelli su titoli di Stato, sono cresciute a un ritmo leggermente inferiore rispetto agli strumenti a breve, segnando un aumento del 2%, a \$17,9 trilioni. Anche in questo comparto l'attività ha mostrato profili divergenti a seconda delle varie aree geografiche. Le negoziazioni in Europa, che rappresentano il 54% del turnover mondiale dei contratti a lungo termine, sono calate del 3%, e del 5% quelle nella regione Asia-Pacifico. Per contro, sui mercati nord-americani si è registrato un incremento del 13%. L'accentuazione della curva dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA durante il secondo trimestre ha probabilmente creato opportunità di negoziazione in contratti su Treasuries ma, secondo fonti di mercato, anche alcuni importanti operatori – quali gli intermediari USA nel settore del credito ipotecario – sarebbero tornati a impiegare più attivamente tali prodotti nelle loro operazioni di copertura.

Ricomposizione del portafoglio

Fra gli sviluppi maggiormente degni di nota nel mercato degli strumenti su titoli di Stato figura uno spostamento verso le scadenze più brevi (grafico 4.3).

¹ I fattori alla base di tale spostamento sono stati discussi in passate edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*, fra cui un articolo di Philip D. Wooldridge, "La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark", dicembre 2001, pagg. 53–63.



Ad esempio, presso il Chicago Board of Trade (CBOT) gli scambi di contratti su obbligazioni del Tesoro USA a cinque e a dieci anni sono aumentati costantemente dalla fine del 1999, a scapito di quelli sul titolo trentennale. Dal terzo trimestre 2001 questi ultimi sono stati di fatto soppiantati dal future sulla note decennale quale contratto obbligazionario USA più attivamente trattato. La propensione del Tesoro americano per un accorciamento della scadenza media del debito pubblico, unitamente alla cessazione delle vendite dei titoli trentennali annunciata nell'ottobre 2001, ha influito sulla liquidità del mercato dei Treasury bonds, contribuendo al calo tendenziale di tale contratto.

Un'evoluzione analoga si starebbe verificando anche nelle negoziazioni di contratti su titoli di Stato europei. Il future sull'obbligazione decennale della Repubblica tedesca negoziato all'Eurex (Euro Bund) non ha guadagnato ulteriori quote di mercato dopo il volume record di transazioni registrato nel primo trimestre 2001, mentre gli scambi di contratti a due e a cinque anni (Euro Schatz ed Euro Bobl) hanno segnato costanti progressi.

L'espansione in Asia continua a sospingere gli scambi di contratti su indici azionari

L'attività complessiva in contratti su indici azionari ha raggiunto un nuovo massimo nel secondo trimestre 2002, crescendo dell'11%, a \$15,4 trilioni. Il turnover è aumentato nettamente in giugno, nel momento in cui i mercati azionari mondiali hanno risentito delle nuove irregolarità contabili (grafico 4.4).

Sebbene gli scambi siano stati abbastanza sostenuti in tutte le principali aree geografiche, oltre la metà dell'incremento assoluto è riconducibile al rapido sviluppo delle negoziazioni in contratti su indici azionari coreani (grafico 4.5 a pag. 37). L'attività in questo comparto è aumentata del 27% nel secondo trimestre, a \$3,7 trilioni, il 91% dei quali rappresentato da opzioni. La piazza

Rapida espansione delle opzioni su indici azionari coreani

Le borse valori introducono una serie di nuovi contratti

Il secondo trimestre 2002 ha visto la comparsa di diversi nuovi contratti, tra cui alcuni su swaps di tasso d'interesse. Dopo LIFFE e CBOT, la terza grande borsa valori a introdurre contratti di questo tipo è stata, ai primi di aprile, il Chicago Mercantile Exchange (CME). Anche se i meccanismi dei nuovi contratti su tassi swap a due, cinque e dieci anni differiscono leggermente da quelli dei loro predecessori, le loro principali caratteristiche quali strumenti per la gestione del rischio dei settori societario e finanziario sono simili. Un'importante differenza è che l'impianto dei futures del CME ricorda più da vicino quello dei suoi contratti sull'eurodollaro che non altri prodotti concorrenti basati su swap^①. I nuovi strumenti sono quotati secondo il ben noto sistema di "prezzaggio" dell'International Monetary Market, in base al quale il prezzo è ottenuto sottraendo il tasso swap dal valore nominale ($100 - \text{tasso swap} = \text{prezzo}$). Ciò significa che il contratto non presenta convessità, a differenza dei titoli provvisti di cedola che esso è destinato a coprire^②. Va tuttavia notato che i contratti su swap introdotti dal CME non sono stati ancora scambiati attivamente.

In giugno il CBOT ha introdotto un nuovo contratto su tassi swap a cinque anni, dopo il riuscito lancio nell'ottobre 2001 di un future su swap a dieci anni^③. Sebbene quest'ultimo rappresenti soltanto una quota modesta delle transazioni complessive a reddito fisso sul CBOT (circa $\frac{1}{3}$ dell'1% nel secondo trimestre), esso ha già superato di poco il contratto sulla note decennale delle agenzie federali. Il nuovo strumento sta beneficiando del ruolo sempre più importante svolto dagli swaps di tasso d'interesse sui mercati finanziari statunitensi.

Sempre in giugno il LIFFE ha cominciato a offrire contratti Swapnote su tassi swap in dollari a due, cinque e dieci anni. La principale differenza tra i contratti in dollari negoziati sulle borse statunitensi e quelli proposti dal LIFFE è che questi ultimi capitalizzano gli interessi su base annuale invece che semestrale.

Nello stesso mese il LIFFE ha lanciato inoltre un future su titoli del Tesoro tedeschi a due anni ("Schatz", da "Bundesschatzanweisungen"). Il nuovo strumento farà concorrenza al già affermato contratto Schatz dell'Eurex. Per attrarre una maggiore domanda, il future del LIFFE si differenzia leggermente dal contratto originale dell'Eurex, ad esempio per il taglio (€200 000, il doppio dello Schatz) e per un meccanismo di determinazione del prezzo più accurato (grazie a una riduzione del tick).

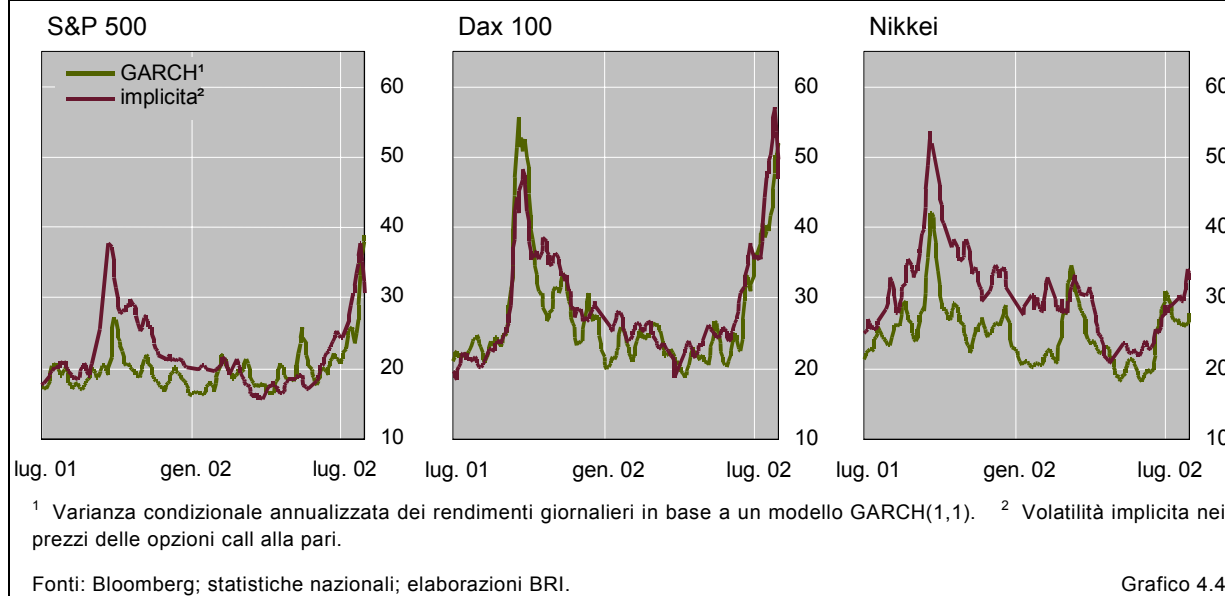
Infine, in maggio il Chicago Board Options Exchange (CBOE) e il Pacific Exchange hanno iniziato la contrattazione di opzioni su Diamond Trust, un fondo negoziato in borsa ("exchange-traded fund", ETF)^④. Gli ETF hanno registrato una rapida espansione negli ultimi anni, e le borse valori li ritengono un settore promettente per lo sviluppo di nuovi contratti. Amex quota già una serie di opzioni put e call su ETF, fra le quali figura quella sul suo Nasdaq-100 Index Tracking Stock, probabilmente l'ETF più intensamente scambiato al mondo.

^① Per maggiori dettagli tecnici, cfr. David A. Boberski, "CME to launch interest rate swap futures", *Bond Focus*, SalomonSmithBarney, 29 gennaio 2002. ^② Per contro, i contratti negoziati al LIFFE e al CBOT presentano entrambi un sistema di pricing basato su cedole, il che li rende convessi. ^③ Cfr. l'edizione di marzo 2002 della *Rassegna trimestrale BRI* per una trattazione più dettagliata dei futures su swap del CBOT. ^④ Gli ETF sono titoli (o fondi d'investimento indicizzati) negoziati in borsa, garantiti da un sottostante paniere di titoli. Dato che quest'ultimo può essere ampliato o ridotto a seconda dell'intensità della domanda, ne consegue che gli ETF sono equiparabili a fondi aperti. Tuttavia, a differenza dei fondi d'investimento tradizionali, che vengono generalmente acquistati o rimborsati solo ai prezzi di fine giornata, gli ETF possono essere negoziati a prezzi infragiornalieri nell'arco dell'intera giornata operativa.

coreana è così salita al secondo posto fra quelle più attive al mondo dopo gli Stati Uniti (\$7,6 trilioni) nella negoziazione di prodotti su azioni. Il turnover coreano risulta ora sensibilmente più elevato di quello totalizzato dall'insieme delle borse europee, pari a \$3,2 trilioni nell'ultimo trimestre. Se si escludono gli strumenti su indici azionari coreani, il tasso complessivo di espansione di tale segmento si riduce al 7%; i contratti nordamericani ed europei sono cresciuti dell'8 e del 5% rispettivamente.

Volatilità dei principali mercati azionari

medie mobili di cinque giorni



Analogamente agli strumenti su tassi a lungo termine, anche i prodotti su indici azionari hanno fatto registrare negli ultimi trimestri alcune variazioni nel profilo dell'attività. Ad esempio, il future sull'S&P 500 del CME – per lungo tempo il più importante contratto su indici azionari al mondo – ha rapidamente perso terreno nei confronti del contratto E-mini S&P 500. Grazie al taglio ridotto (un quinto del valore del contratto standard S&P 500) e alla contrattazione elettronica durante e al di fuori dei normali orari operativi, il contratto E-mini è stato ben accolto dagli investitori al dettaglio.

Variazioni nel profilo dell'attività in contratti su indici azionari

Timida ripresa dei contratti valutari

I contratti valutari, che costituiscono meno dell'1% delle negoziazioni totali in strumenti derivati, sono cresciuti del 19% nel secondo trimestre 2002, a \$808 miliardi. Il comparto sembra aver segnato una ripresa negli ultimi trimestri dopo un lungo periodo di declino. Il recupero deriva in gran parte da un significativo aumento del turnover dei futures sul cambio dollaro/euro negoziati al CME. Presso questa borsa valori le transazioni in strumenti denominati nelle principali valute confluente nell'euro (dollaro/marco e dollaro/franco francese) erano calate bruscamente in vista dell'introduzione della moneta unica all'inizio del 1999. Anche se da allora il nuovo contratto sul cambio dollaro/euro ha preso il posto di quelli riferiti alle valute preesistenti, il suo turnover non ha ancora eguagliato gli alti volumi registrati da questi ultimi a metà anni novanta.

Significativo aumento dei contratti euro/dollaro

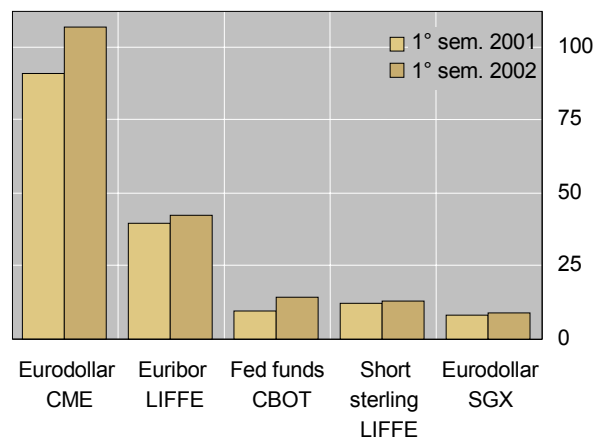
Forte aumento delle negoziazioni globali in luglio

I dati preliminari sul turnover globale per il mese di luglio mostrano un aumento del 29%, a 412 milioni, nel numero di contratti negoziati rispetto a giugno, e

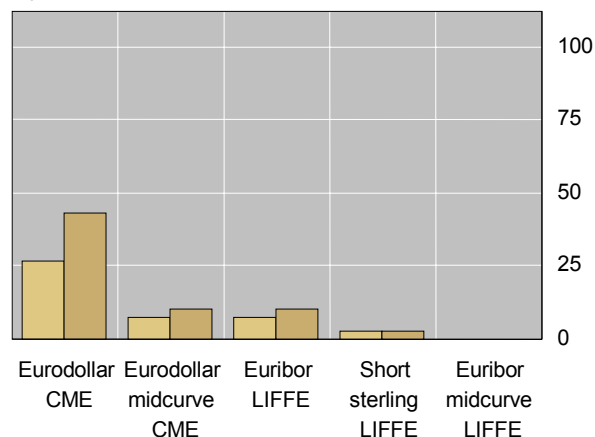
Contratti di borsa più attivamente trattati

turnover in trilioni di dollari USA

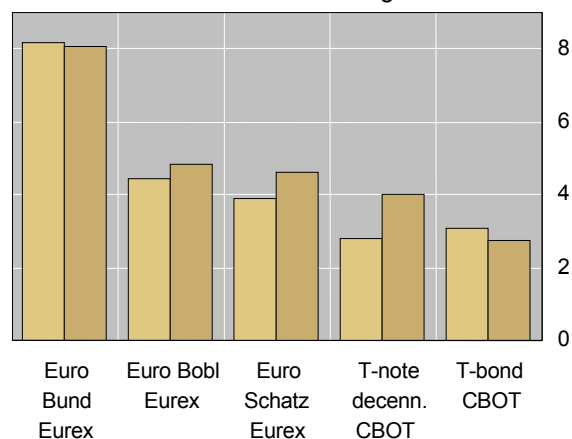
Futures su tassi d'interesse a breve termine



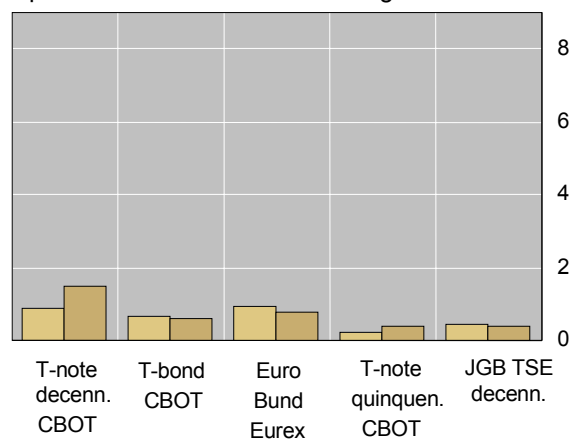
Opzioni su tassi d'interesse a breve termine



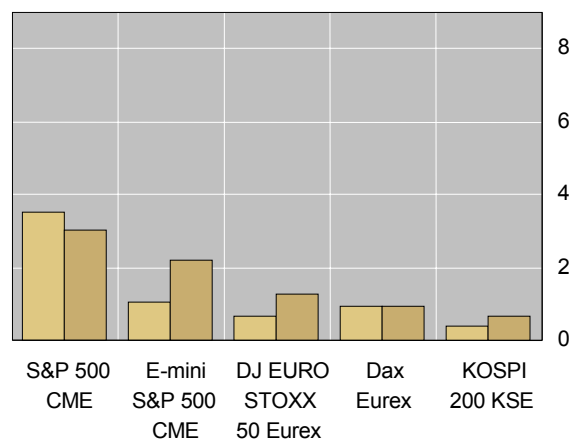
Futures su tassi d'interesse a lungo termine



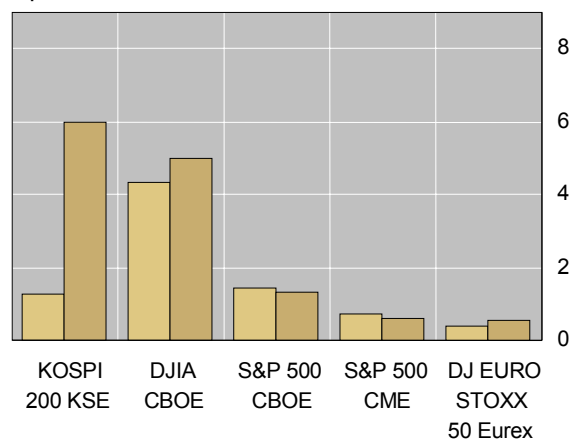
Opzioni su tassi d'interesse a lungo termine



Futures su indici azionari



Opzioni su indici azionari



Fonti: FOW TRADEdata; elaborazioni BRI.

Grafico 4.5

diverse borse valori in Asia, Europa e Nord America hanno segnato nuovi record mensili². Il forte progresso sul mese precedente è dovuto in buona

² Al momento di andare in stampa non erano ancora disponibili le statistiche sul valore in dollari delle transazioni rilevate dalla BRI.

parte all'incremento del 41% nel numero delle transazioni su indici azionari, specie in Asia e Nord America. La fiducia degli operatori dei mercati azionari è stata ulteriormente pregiudicata da nuove rivelazioni di irregolarità contabili (come dimostra l'impennata della volatilità delle borse in luglio, cfr. grafico 4.4), tra cui la rettifica dei profitti da parte di WorldCom a fine giugno. Questi sviluppi sarebbero alla base della forte crescita delle transazioni, poiché gli investitori hanno presumibilmente tentato di proteggere il valore dei loro portafogli azionari.

Nuove turbolenze nel mese di luglio

Prosegue la supremazia di un ristretto gruppo di prodotti

Nonostante il loro vigore, i mercati degli strumenti derivati negoziati in borsa continuano a essere dominati da un ristretto gruppo di prodotti (grafico 4.5). Nella prima metà del 2002 i cinque contratti future più attivamente scambiati sul mercato monetario rappresentavano quasi il 95% del turnover mondiale. Dato che gli operatori tendono a utilizzare un solo strumento a breve per ogni principale fascia oraria, pochi nuovi contratti sono riusciti a guadagnare quote di mercato negli ultimi anni. Un'eccezione è rappresentata dalle opzioni "midcurve" su futures di tasso d'interesse³, affermatesi al CME.

Negoziazioni concentrate su alcuni mercati monetari

Le negoziazioni in futures a reddito fisso a più lungo termine risultano leggermente meno concentrate dei contratti di mercato monetario: i cinque principali futures di tasso d'interesse a medio-lungo termine hanno concorso al 77% degli scambi globali per tale tipologia di strumenti nel primo semestre 2002. Ciò rispecchia in buona parte le maggiori opportunità per l'assunzione di posizioni nel segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti.

La concentrazione è più bassa per i futures su indici azionari: i cinque contratti maggiormente negoziati rappresentano il 63% degli scambi complessivi. In certa misura ciò può essere spiegato dall'introduzione negli ultimi anni di una serie di contratti su indici riferiti a vari subsegmenti dei mercati azionari.

³ Le opzioni standard prevedono la consegna di futures con la medesima scadenza delle opzioni stesse, mentre in quelle di tipo "midcurve" i futures da consegnare presentano scadenze più lunghe. Questo tipo di opzione permette agli operatori di gestire le esposizioni a lunga e di beneficiare di una più ampia gamma di opportunità sulla volatilità di mercato.