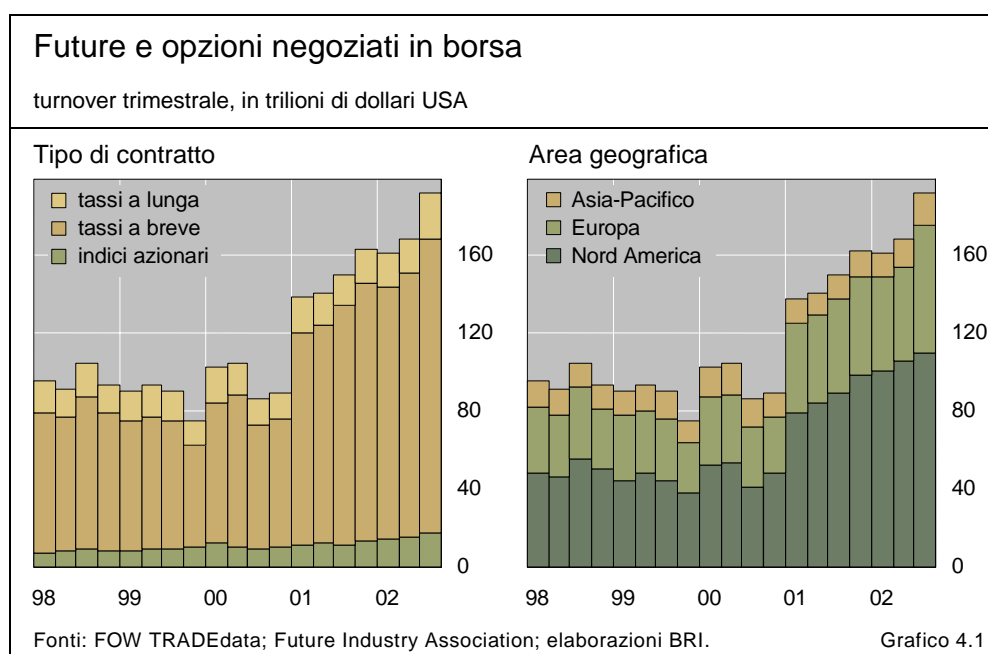


4. I mercati degli strumenti derivati

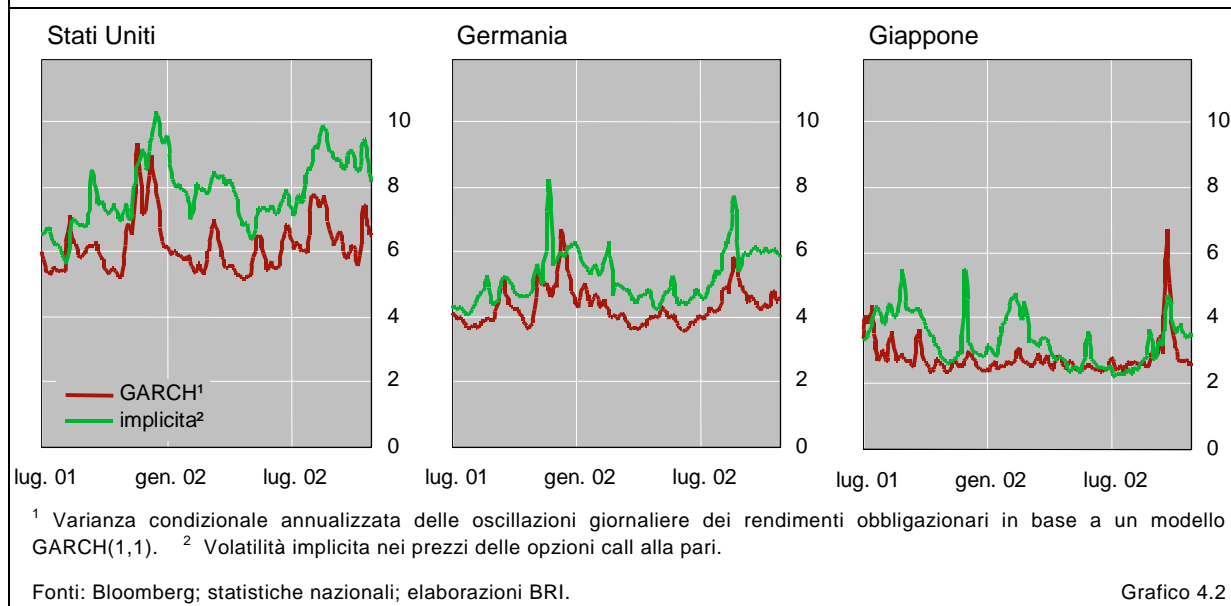
Nel terzo trimestre 2002 il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è rimasto elevato: gli scambi sono cresciuti del 14% in termini di valore, a \$192 trilioni (grafico 4.1), dopo l'aumento del 4% nel periodo precedente. L'espansione maggiore ha interessato i contratti su titoli di Stato, ma anche l'attività in strumenti del mercato monetario e su indici azionari è stata sostenuta. Distaccandosi dalla stagionale tendenza al rallentamento di solito osservabile in luglio, il volume aggregato delle transazioni in questo mese ha quasi raggiunto il livello record registrato nel novembre 2001. Tale intensa attività ha rispecchiato una nuova tornata di operazioni di copertura e posizionamento, indotta dall'acuirsi delle incertezze nei mercati mondiali sulla scia delle ulteriori rivelazioni di irregolarità contabili, compresa l'ingente rettifica degli utili ad opera di WorldCom verso la fine di giugno.

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato globale degli strumenti derivati over-the-counter (OTC) evidenziano un'ulteriore accelerazione dell'attività nei primi sei mesi dell'anno. L'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere è stato stimato in quasi



Volatilità sui principali mercati dei titoli di Stato

riferita alle obbligazioni decennali; medie mobili di cinque giorni



\$128 trilioni, con un aumento del 15% rispetto a fine dicembre 2001, dall'11% del semestre precedente. L'espansione è stata determinata essenzialmente dal comparto degli strumenti su tassi d'interesse, la maggiore delle principali categorie di rischio di mercato coperte dall'indagine semestrale della BRI. Da questi dati si rileva inoltre che, a differenza del 2001, nel primo semestre 2002 l'attività OTC è cresciuta più rapidamente di quella dei mercati regolamentati.

Forte espansione degli strumenti di tasso d'interesse negoziati nelle borse europee

Le negoziazioni di borsa in strumenti di tasso d'interesse sono cresciute del 14% nel terzo trimestre 2002, a \$174,4 trilioni, contro il 4% del periodo precedente. Gran parte dell'incremento assoluto è riconducibile ai contratti su tassi a breve (fra cui quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen), saliti del 12%, a \$151,3 trilioni. I prodotti su obbligazioni di Stato, compresi i titoli decennali del Tesoro statunitense e dei governi tedesco e giapponese, hanno tuttavia registrato un'espansione più rapida (29%, a \$23,1 trilioni). L'aumento degli scambi di contratti su tassi d'interesse nel terzo trimestre pare aver rispecchiato l'aggiustamento di posizioni in strumenti derivati indotto dal maggiore pessimismo degli operatori riguardo alla qualità degli utili societari e alle prospettive di crescita dell'economia.

Discostandosi dalla tendenza al rallentamento di solito osservabile in luglio, il volume delle transazioni ha segnato in questo mese un aumento particolarmente pronunciato, toccando \$61,4 trilioni, ammontare non lontano dal precedente massimo di \$64,5 trilioni del novembre 2001. Ulteriori rivelazioni di irregolarità contabili, tra cui l'ingente rettifica degli utili ad opera di WorldCom il 25 giugno, hanno destato nuovi timori di più diffusi problemi nel

Netto aumento delle contrattazioni in titoli di Stato ...

... indotto dal pessimismo degli investitori

Le irregolarità contabili stimolano l'attività

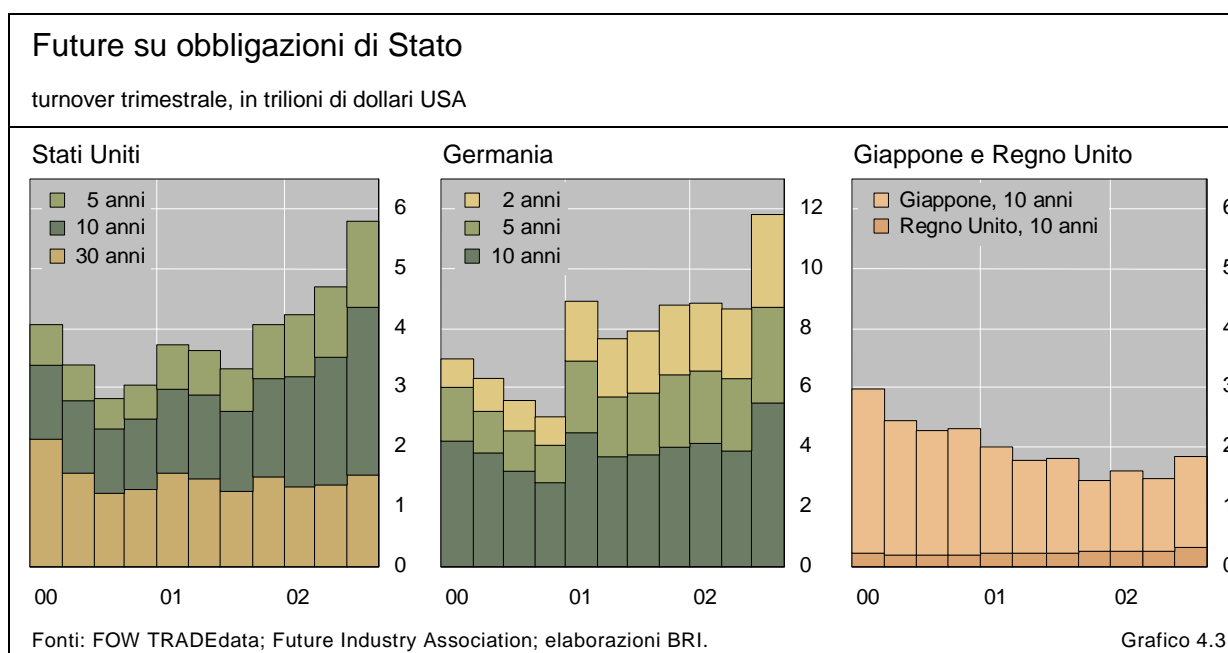
settore delle imprese, provocando una marcata instabilità sui mercati finanziari mondiali (grafici 4.2 e 4.4). La conseguente fuga verso la sicurezza offerta dalle obbligazioni di Stato ha originato pressioni al rialzo sul prezzo e sulla volatilità di queste ultime, inducendo alcuni operatori in future e opzioni su titoli del debito pubblico a coprire le proprie posizioni corte e altri a posizionarsi in previsione di ulteriori rialzi delle quotazioni obbligazionarie. Benché nelle prime tre settimane di agosto i mercati finanziari avessero beneficiato di condizioni alquanto più distese, a fine mese la volatilità ha ripreso a crescere allorché i listini di borsa sono tornati a flettere. Essa è rimasta elevata anche per buona parte di settembre, quando la raffica di annunci di indicatori macroeconomici mediocri e deludenti utili societari in Nord America ed Europa ha innescato diversi nuovi episodi di fuga verso la qualità.

Una caratteristica di rilievo delle contrattazioni in strumenti di tasso d'interesse nel terzo trimestre è stata il sorprendente incremento dell'attività sulle piazze europee, che hanno guadagnato il 39% salendo a \$62,3 trilioni, rispetto a quelle asiatiche (+13%, a \$11,2 trilioni) e nordamericane (+3%, a \$100,3 trilioni). Le transazioni in strumenti del mercato monetario e su titoli di Stato sono aumentate rispettivamente del 39% (a \$49,2 trilioni) e del 36% (a \$13,1 trilioni). Eccezionalmente sostenuti gli scambi di opzioni, che hanno toccato \$13 trilioni, quasi il doppio del secondo trimestre.

La robusta espansione dei contratti europei rifletterebbe i massicci spostamenti in favore dei mercati a reddito fisso dovuti alla fuga verso la qualità innescata dalle marcate pressioni al ribasso sui mercati azionari europei (grafico 1.1 del "Quadro generale degli sviluppi"). Inoltre, la debolezza dei dati macroeconomici a partire dalla fine di agosto – fra cui un calo maggiore del previsto dell'atteso indice Ifo sul clima di mercato, annunciato il

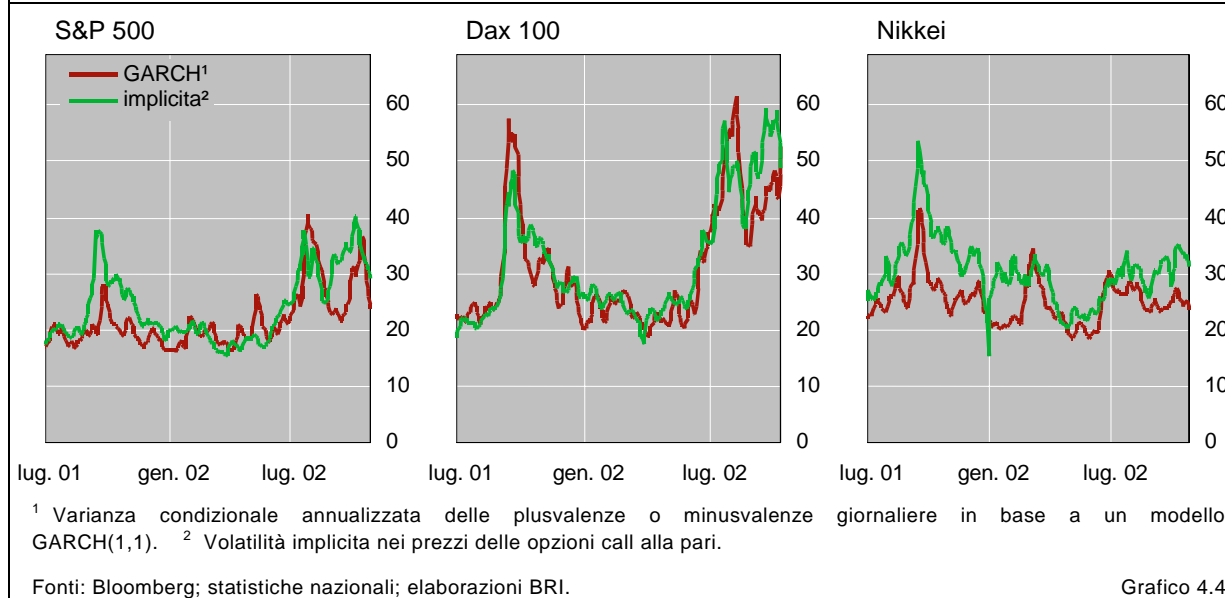
Forte espansione dell'attività in strumenti europei su tassi d'interesse ...

... dovuta alla fuga verso la qualità



Volatilità dei principali mercati azionari

medie mobili di cinque giorni



28 di quel mese – ha vanificato le speranze di una ripresa dell'economia in Germania, rafforzando le aspettative di un calo dei tassi ufficiali¹. Il mutare delle attese potrebbe avere altresì incoraggiato una certa attività speculativa in contratti su titoli di Stato tedeschi a breve e a più lungo termine.

Sebbene i volumi trattati dalle borse nordamericane siano stati relativamente modesti in termini aggregati, gli scambi di strumenti su titoli del Tesoro hanno mostrato una discreta vivacità, crescendo del 13%, a \$1,6 trilioni. A sostenere l'attività avrebbero concorso le operazioni di copertura delle agenzie USA di emanazione governativa (AEG). I rifinanziamenti ipotecari negli Stati Uniti hanno toccato un nuovo record alla fine del terzo trimestre, e numerosi mutui e titoli garantiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS) sono stati rimborsati anticipatamente, il che ha determinato un brusco accorciamento della durata media delle attività detenute dalle AEG². Al fine di ridurre al minimo le asimmetrie di scadenza fra l'attivo e il passivo, le AEG avrebbero cercato di allungare la durata finanziaria delle proprie attività in vari modi, ad esempio acquistando obbligazioni del Tesoro e MBS di nuova emissione e assumendo posizioni lunghe in future su titoli di Stato e swap di tasso d'interesse.

Nel periodo in esame l'attività in prodotti di tasso d'interesse sulle borse nipponiche è cresciuta del 6%, a \$2,5 trilioni. Il calo del 23% nel turnover in strumenti del mercato monetario è stato più che compensato dal 27% di

Le operazioni di copertura dei portafogli ipotecari sostengono gli scambi negli Stati Uniti

Forte sviluppo dei contratti su titoli di Stato giapponesi

¹ Tale pessimismo ha trovato riflesso nell'andamento del tasso Euribor a tre mesi implicito nei prezzi dei future su contratti con consegna tra la fine del 2002 e gli inizi del 2003, in sensibile flessione durante il terzo trimestre.

² Gli investitori in MBS statunitensi incorrono in notevoli rischi di rimborso anticipato (o di convessità negativa) 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. A loro volta, i rimborsi anticipati inducono gli emittenti di MBS a riscattare i propri titoli.

aumento negli scambi di contratti su obbligazioni di Stato giapponesi a dieci anni. In settembre questi ultimi hanno registrato una netta impennata a seguito della reazione degli investitori alle possibili ripercussioni fiscali della riforma bancaria (cfr. "Quadro generale degli sviluppi").

Strumenti su indici azionari: scambi intensi di fronte a una volatilità senza precedenti

Nel terzo trimestre 2002 l'attività complessiva in strumenti su indici azionari negoziati in borsa ha messo a segno un'ulteriore espansione, crescendo del 13%, a \$17,4 trilioni. I mercati azionari mondiali hanno risentito delle rivelazioni a fine giugno di nuove irregolarità contabili, che nelle settimane successive hanno determinato un brusco aumento della volatilità e degli scambi allorché gli investitori hanno tentato di proteggere il valore dei loro portafogli azionari.

Sebbene l'espansione abbia interessato la quasi totalità delle principali aree geografiche, l'incremento più rapido è stato registrato dall'Unione europea (16%), seguita dal Nord America (14%) e dall'Asia (9%). Tale andamento è in contrasto con quello osservato negli ultimi trimestri, quando le negoziazioni sulle piazze asiatiche, specie quella coreana, avevano contribuito a gran parte della crescita degli scambi di contratti su indici azionari. In presenza di timori circa la solidità delle società finanziarie, soprattutto le compagnie di assicurazione, gli investitori istituzionali sembrano aver utilizzato in misura massiccia tali strumenti per aggiustare le proprie ponderazioni azionarie. I future su indici azionari consentono agli investitori di assicurarsi in modo rapido ed economico il prezzo di una transazione prima che questa abbia effettivamente luogo sul mercato a pronti.

Accelerazione dell'attività OTC nel primo semestre 2002

I dati dell'indagine semestrale della BRI sul mercato globale degli strumenti derivati OTC a fine giugno 2002 indicavano un'ulteriore accelerazione dell'attività nel primo semestre dell'anno. L'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere è stato stimato in quasi \$128 trilioni, con un incremento del 15% rispetto a fine dicembre 2001, contro l'11% del semestre precedente. Dalle statistiche più recenti si rileva inoltre che l'attività OTC è cresciuta più rapidamente di quella sui mercati organizzati, dove le posizioni in essere sono aumentate di appena l'1%³. È tuttavia da notare che la recente crescita rispecchia in parte il maggior valore in dollari dei contratti denominati in euro e yen, visto l'apprezzamento di queste due valute sulla moneta USA tra i due periodi di segnalazione.

³ Va peraltro rilevato che l'attività dei due mercati non è direttamente confrontabile a causa di differenze intrinseche nelle caratteristiche e nell'utilizzo dei prodotti. Mentre nei mercati degli strumenti derivati di borsa la liquidazione di una posizione determina un calo dello stock nozionale poiché i contratti vengono compensati tramite una controparte centralizzata, su quelli OTC la stessa chiusura comporta la sottoscrizione di nuovi contratti, traducendosi pertanto in un aumento delle posizioni nominali in essere.

Massiccio ricorso degli investitori ai prodotti su indici azionari

Espansione del mercato trainata principalmente dagli strumenti su tassi d'interesse

Con una crescita degli ammontari nozionali in essere pari al 16%, i contratti su tassi d'interesse – la maggiore delle principali categorie di rischio di mercato coperte dall'indagine semestrale della BRI – hanno fornito il contributo più rilevante all'espansione complessiva del mercato. L'attività è stata ugualmente intensa nei tre comparti principali, vale a dire forward rate agreements (FRA), swap e opzioni su tassi d'interesse. Per converso, le transazioni in contratti valutari – la seconda categoria di rischio per ordine di importanza – hanno registrato un aumento meno consistente (8%), ad eccezione però delle opzioni valutarie, cresciute del 39%.

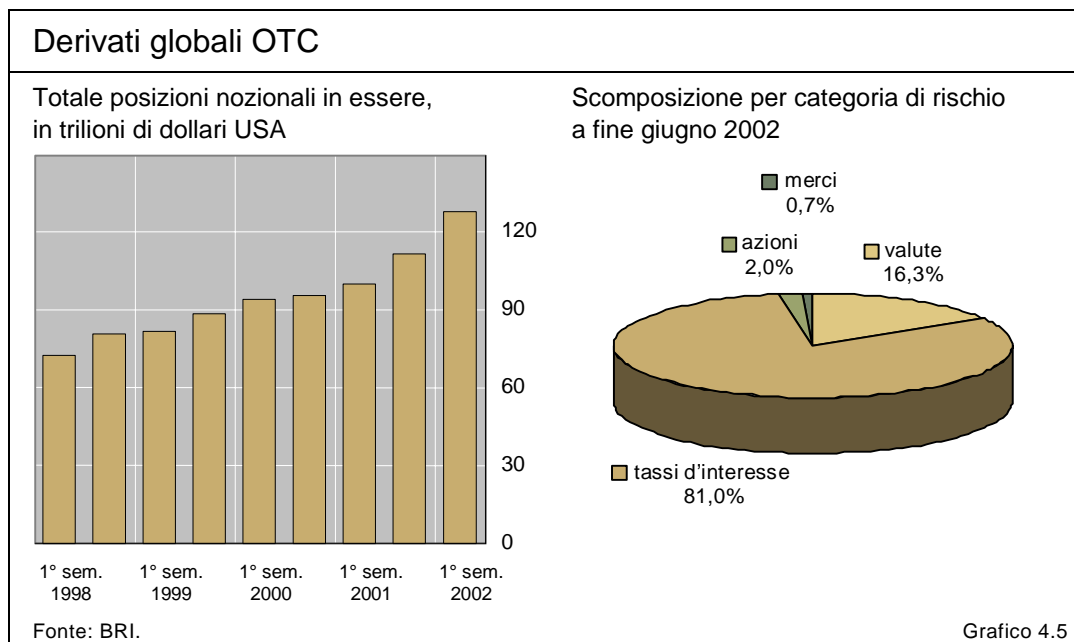
Intensa attività in tutte le tipologie di strumenti su tassi d'interesse

I contratti collegati ad azioni sono tornati a crescere dopo i modesti risultati degli ultimi trimestri, segnando un aumento del 18% negli ammontari in essere. In recupero anche la minore delle principali categorie di rischio, i contratti su merci, il cui valore nozionale è salito del 30%⁴.

Vivace attività sul mercato degli swap di tasso d'interesse in dollari

Nel primo semestre 2002 l'attività in strumenti di tasso d'interesse è rimasta intensa: gli ammontari nozionali sono saliti del 16%, a \$90 trilioni (tabella 4.1). Questa vivace dinamica ha interessato tutti e tre i comparti principali, ma l'incremento più significativo in termini assoluti è stato registrato dagli swap di tasso d'interesse che, con contratti in essere per \$68 trilioni, restano di gran lunga la più importante categoria di prodotti trattati fuori borsa.

Aumento significativo degli swap di tasso d'interesse



⁴ I derivati creditizi, che secondo fonti di mercato hanno registrato di recente una rapida crescita, non vengono rilevati separatamente nell'indagine semestrale della BRI sull'attività dei mercati derivati OTC.

Mercato globale dei derivati OTC¹

posizioni in essere, in miliardi di dollari USA

	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	fine dic. 2000	fine giugno 2001	fine dic. 2001	fine giugno 2002	fine dic. 2000	fine giugno 2001	fine dic. 2001	fine giugno 2002
Totale generale	95 199	99 755	111 115	127 564	3 183	3 045	3 778	4 450
A. Contratti su valute	15 666	16 910	16 748	18 075	849	773	779	1 052
A termine secco e riporti	10 134	10 582	10 336	10 427	469	395	374	615
Swap	3 194	3 832	3 942	4 220	313	314	335	340
Opzioni	2 338	2 496	2 470	3 427	67	63	70	97
B. Contratti su tassi d'interesse ²	64 668	67 465	77 513	89 995	1 426	1 573	2 210	2 468
FRA	6 423	6 537	7 737	9 146	12	15	19	19
Swap	48 768	51 407	58 897	68 274	1 260	1 404	1 969	2 214
Opzioni	9 476	9 521	10 879	12 575	154	154	222	235
C. Contratti su azioni	1 891	1 884	1 881	2 214	289	199	205	243
A termine e swap	335	329	320	386	61	49	58	62
Opzioni	1 555	1 556	1 561	1 828	229	150	147	181
D. Contratti su merci ³	662	590	598	777	133	83	75	78
Oro	218	203	231	279	17	21	20	28
Altri	445	387	367	498	116	62	55	51
A termine e swap	248	229	217	290	...	...	...	...
Opzioni	196	158	150	208	...	...	...	...
E. Altri contratti ⁴	12 313	12 906	14 375	16 503	485	417	519	609
Esposizione creditoria lorda ⁵	.	.	.	.	1 080	1 019	1 171	1 316

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 totale dei contratti con valore lordo positivo a quello 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

Costante crescita degli swap in dollari al mutare delle prassi di negoziazione ...

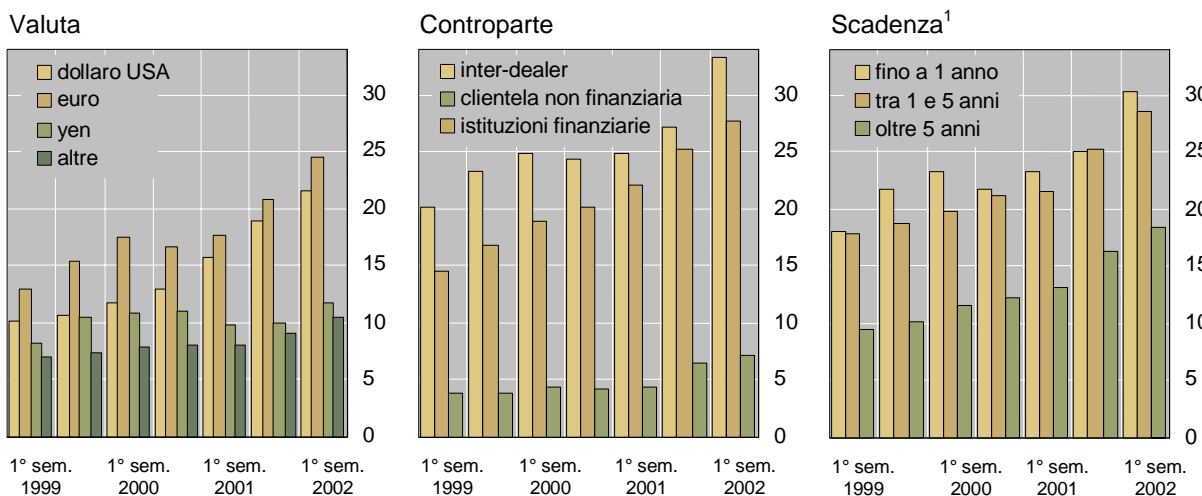
Il mercato degli swap di tasso d'interesse in dollari ha continuato a crescere a ritmo spedito: le posizioni in essere sono aumentate del 14%, sfiorando i \$22 trilioni. L'espansione costante degli ultimi anni è stata sostenuta dalle mutate prassi di copertura e di negoziazione⁵. Ad alimentare l'attività in epoca recente pare aver contribuito anche un più attivo ricorso a swap e swaption nella copertura del rischio di rimborso anticipato dei prestiti ipotecari da parte di emittenti e investitori. Il brusco calo dei tassi a lunga intervenuto tra giugno e gli inizi di novembre 2001 ha determinato un'ondata di rifinanziamenti ipotecari e il conseguente accorciamento della durata dei portafogli di MBS, inducendo gli operatori ad assicurarsi il pagamento di un tasso fisso

... e di copertura dei portafogli

⁵ I fattori alla base di questo mutamento di lungo periodo sono stati trattati in precedenti edizioni della *Rassegna*, e in particolare in un articolo di Philip D. Wooldridge ("La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2001, pagg. 53-63).

Swap su tassi d'interesse

ammontari nozionali in essere, in trilioni di dollari USA



¹ Compresi i forward rate agreements, che nel giugno 2002 rappresentavano circa il 12% del totale nozionale in essere.

Fonte: BRI.

Grafico 4.6

mediante swap e swaption. Anche se la stabilità dei tassi a lungo termine nel primo semestre 2002 ha probabilmente ridotto la domanda di copertura contro un accorciamento della durata finanziaria dei prestiti ipotecari, gli operatori potrebbero aver cercato una protezione aggiuntiva contro possibili rialzi dei tassi d'interesse e il rischio opposto di un allungamento della durata.

Gli altri principali mercati degli swap di tasso d'interesse hanno evidenziato una dinamica meno vivace. L'ammontare nozionale degli swap in euro è cresciuto del 18% in termini di dollari USA (la valuta di riferimento dell'indagine semestrale della BRI), a poco meno di \$25 trilioni, ma gran parte dell'aumento è riconducibile all'apprezzamento del 13% dell'euro sul dollaro tra fine dicembre 2001 e fine giugno 2002. Un analogo effetto valutario ha interessato gli swap in yen, il cui valore in dollari è aumentato del 16%, a quasi \$12 trilioni, principalmente per effetto dell'apprezzamento nel semestre in esame della moneta nipponica rispetto a quella statunitense, pari al 10%.

Minore dinamismo negli altri mercati degli swap

Forte ascesa delle opzioni valutarie

Rispetto agli strumenti di tasso d'interesse, i contratti in cambi hanno registrato un'evoluzione più modesta, con un incremento dell'8%, a \$18 trilioni. Un'eccezione a tale andamento generale è rappresentata dalle opzioni su valute: il valore nozionale di questi contratti è cresciuto del 39%, a \$3,4 trilioni, grazie al concorso della quasi totalità dei segmenti valutari. Gli strumenti con contropartita in dollari USA, euro e yen sono aumentati rispettivamente del 28, 66 e 14%. Secondo fonti di mercato, questa vivace dinamica sarebbe da ricondurre alla più accentuata volatilità delle principali coppie di valute (soprattutto di quella euro/dollaro) nel secondo trimestre dell'anno.

La maggiore volatilità dei cambi sostiene le opzioni valutarie

Crescita del valore lordo di mercato

Il valore lordo stimato delle posizioni sul mercato OTC è cresciuto del 18%, a \$4,5 trilioni, dopo l'aumento del 24% nella seconda metà del 2001. Buona parte dell'incremento è dovuta ai contratti valutari, di riflesso alle consistenti oscillazioni delle principali divise nel primo semestre 2002 e all'aumento della volatilità sui mercati valutari nel secondo trimestre⁶. Se nel complesso il rapporto fra valore lordo di mercato e ammontare nozionale è rimasto stabile al 3,5%, nel caso degli strumenti valutari esso è aumentato sensibilmente, passando dal 4,7 al 5,8%.

⁶ Un movimento del cambio determina per alcune controparti un aumento di valore dei contratti a termine, e per altre una perdita simmetrica. Nel caso dei contratti assimilabili alle opzioni, una variazione della volatilità implicita dei tassi di cambio si accompagna a una corrispondente variazione nel valore dei contratti.

