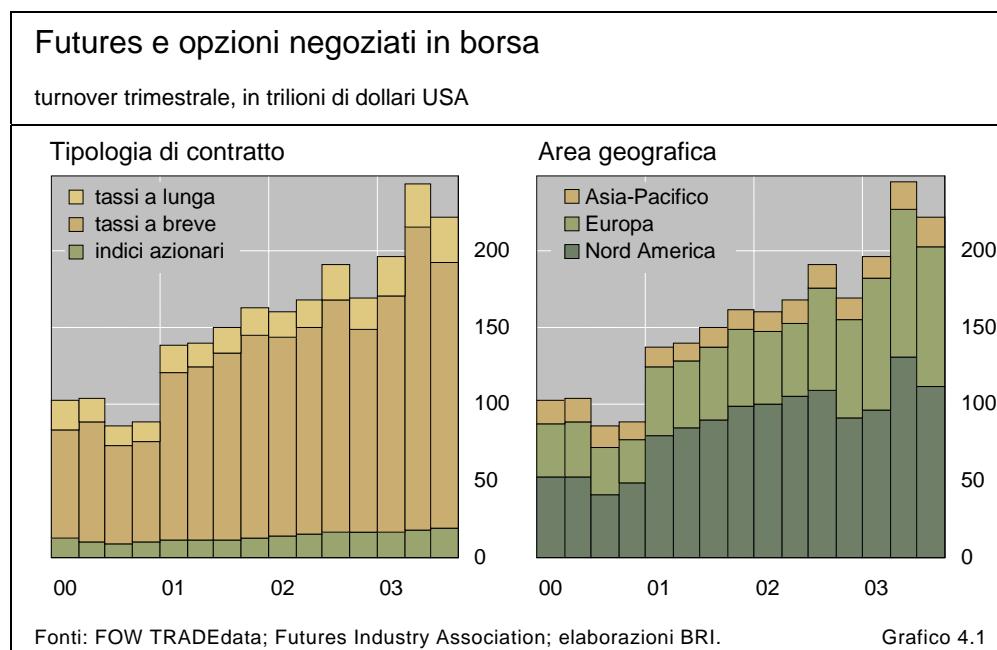


4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in derivati finanziari rilevate dalla BRI ha subito una contrazione nel terzo trimestre 2003: il valore complessivo degli scambi di prodotti su tassi d'interesse, indici azionari e valute è sceso a \$223 trilioni, con un calo del 9% rispetto al secondo trimestre (grafico 4.1). L'attività è stata diseguale fra le due principali categorie di rischio di mercato: la netta flessione nei volumi di derivati su tassi d'interesse si è infatti accompagnata a un moderato aumento del turnover nel comparto degli indici azionari. La generale diminuzione degli scambi di borsa in strumenti sul reddito fisso va ricondotta al marcato declino dei contratti del mercato monetario sulle borse USA, che ha controbilanciato l'espansione di quelli su titoli di Stato.

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato degli strumenti derivati over-the-counter (OTC) evidenziano un'accelerazione dell'attività nei primi sei mesi dell'anno. L'ammontare nozionale di contratti in essere è cresciuto del 20%, sfiorando i \$170 trilioni, dopo l'aumento dell'11% nel periodo precedente. Nel contempo, i valori lordi di mercato sono saliti del 24%, a \$7,9 trilioni, contro il 43% registrato nella seconda metà del 2002; a partire dal 2001 essi crescono a un ritmo superiore a quello degli ammontari nozionali.



Andamento divergente negli scambi di contratti su tassi d'interesse

Nel terzo trimestre 2003 il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in contratti su tassi d'interesse, la maggiore fra le principali categorie di rischio, è diminuito del 10%, a \$202,8 trilioni, dopo gli aumenti del 25 e del 18% nei due periodi precedenti. Questo calo dell'attività complessiva sul reddito fisso riflette un andamento divergente tra il segmento a breve e quello a lungo termine: la pronunciata flessione dei prodotti del mercato monetario ha infatti più che compensato l'espansione di quelli su titoli di Stato. Mentre i contratti su tassi a breve (fra gli altri, su eurodollaro, Euribor ed euroyen) hanno perso il 13%, scendendo a \$173 trilioni, le operazioni in strumenti a più lungo termine (come quelle su obbligazioni governative decennali di Stati Uniti, Germania e Giappone) sono aumentate del 5%, a \$29,8 trilioni.

La divergente dinamica dei due segmenti per scadenza è riconducibile in ampia misura alle borse statunitensi. Le contrattazioni in prodotti a lungo termine sono aumentate del 18%, a \$10,5 trilioni, mentre gli scambi di contratti del mercato monetario hanno subito un calo sempre del 18%, scendendo però a \$91 trilioni, il che ha determinato una contrazione del 15% (a \$101,5 trilioni) dell'attività complessiva USA su strumenti a reddito fisso.

Andamento
divergente dei
contratti su tassi a
breve e a lunga ...

... soprattutto nelle
borse statunitensi

Mercati volatili rallentano gli scambi di opzioni su tassi d'interesse

L'aspetto di maggior rilievo dell'attività in contratti su tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti è stato il calo particolarmente marcato fatto registrare dagli scambi di opzioni, arretrati del 33%, a \$24,7 trilioni. In termini percentuali si tratta della più ampia flessione trimestrale dal 1993, anno in cui la BRI iniziò a raccogliere dati trimestrali sul valore del turnover di borsa in derivati finanziari. Gli scambi di opzioni su futures sull'eurodollaro presso il Chicago Mercantile Exchange (CME) – la principale piazza statunitense per i prodotti a breve – sono calati del 31%, a \$15,8 trilioni, mentre quelli delle analoghe opzioni su federal fund USA a 30 giorni negoziate al Chicago Board of Trade sono diminuiti di ben l'86%, a \$0,8 trilioni.

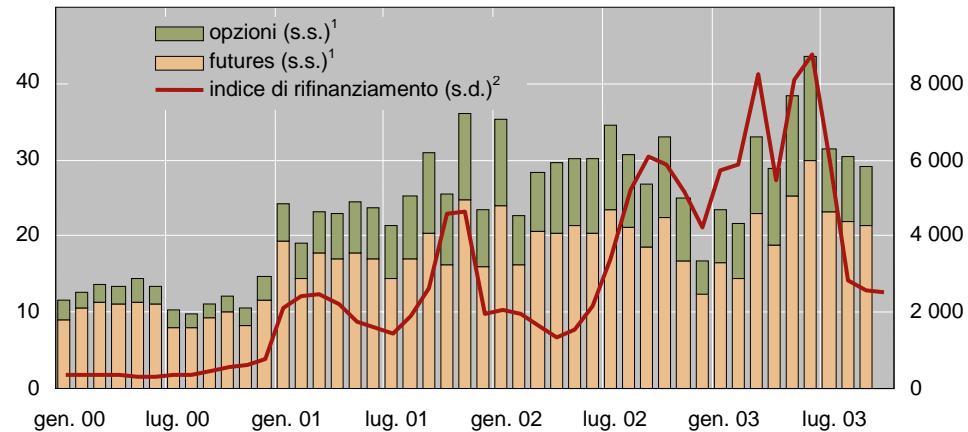
Negli USA le opzioni su tassi a breve registrano il calo maggiore dal 1993

Rispetto al turnover dei futures – sceso nel terzo trimestre di appena il 10%, a \$66,3 trilioni –, quello delle opzioni su strumenti a reddito fisso tende a mostrare una variabilità più elevata. Le opzioni sono scambiate meno attivamente dei futures, e la loro liquidità risente forse in misura maggiore delle oscillazioni nel ciclo dei tassi o di sfavorevoli movimenti del mercato.

Maggiore variabilità
delle opzioni
rispetto ai futures

Questa ipotesi sembra trovare conferma nel trimestre in esame, quando gli scambi sarebbero stati ostacolati da un repentino mutamento delle condizioni di mercato. Le pressioni al rialzo sui rendimenti delle attività USA a reddito fisso nella seconda metà di giugno hanno determinato in luglio e agosto una totale inversione della precedente fase rialzista. Il calo dei rifinanziamenti ipotecari (grafico 4.2) ha di colpo allungato in misura significativa la durata media finanziaria dei portafogli di titoli assistiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). Nell'intento di ripristinare la duration desiderata, i detentori di questi strumenti hanno avviato una nuova tornata di operazioni sui mercati

Contratti di tasso d'interesse a breve e indice di rifinanziamento ipotecario negli Stati Uniti



¹ Turnover, in trilioni di dollari USA. ² A cura della Mortgage Bankers Association statunitense. Media mensile, 16 marzo 1990 = 100.

Fonti: Bloomberg; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; elaborazioni BRI. Grafico 4.2

a pronti e derivati. Si ritiene che l'ingente volume di transazioni connesse con tale ricomposizione di portafoglio abbia esercitato pressioni sui market-maker operanti in strumenti basati sul Libor, fra cui swap e swaption di tasso, causando un brusco aumento della volatilità (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2003). Le pesanti perdite che alcuni dealer avrebbero subito nelle contrattazioni in proprio e nelle attività di market-making potrebbero aver provocato un ridimensionamento di queste ultime nelle settimane successive.

Il pronunciato calo degli scambi di opzioni su tassi d'interesse a breve va ricondotto anche alla marcata flessione delle attività correlate alla conduzione della politica monetaria negli Stati Uniti. I volumi di opzioni su futures sul tasso dei federal fund USA a 30 giorni, che nel secondo trimestre avevano evidenziato una formidabile espansione, si sono pressoché prosciugati nel terzo¹. Tale dinamica altalenante potrebbe rispecchiare la relativa "immaturità" di questi contratti, introdotti solo nel primo trimestre 2003.

Se raffrontata agli scambi di contratti su tassi d'interesse a breve, l'attività in derivati su titoli di Stato USA appare più equamente bilanciata: futures e opzioni hanno contribuito in egual misura al 18% di aumento del turnover. Per quanto riguarda i futures, le negoziazioni sono state vivaci durante tutto il trimestre sotto rassegna, in particolar modo per il contratto sulla note decennale – il più trattato in questo comparto –, che ha messo a segno un aumento del 22% (grafico 4.3). Sul fronte delle opzioni si è osservato un andamento più disomogeneo: dopo il massimo storico di luglio, nel bimestre successivo i volumi di scambi sono calati a livelli più "normali". Entrambi i

Si prosciugano gli scambi di opzioni sul tasso dei federal fund

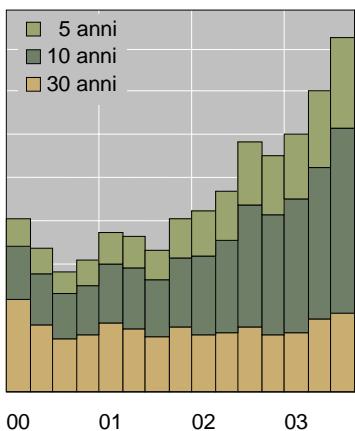
Crescono i contratti su Treasuries USA

¹ Questi strumenti sono direttamente collegati al tasso sui federal fund, il che li rende particolarmente adatti per assumere posizioni in vista di future manovre di politica monetaria da parte della Fed.

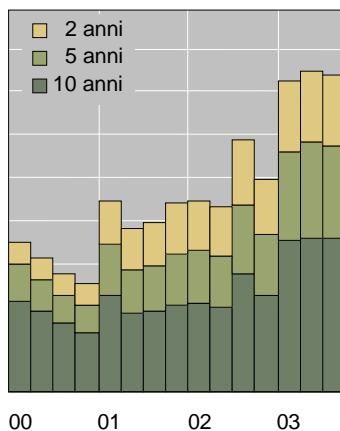
Futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

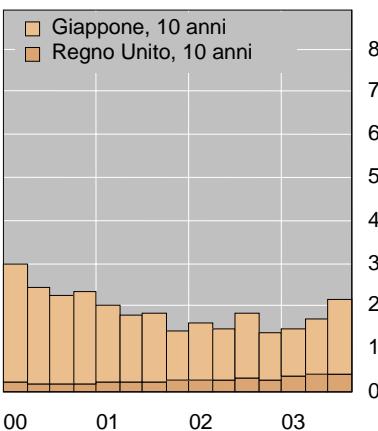
Stati Uniti



Germania



Giappone e Regno Unito



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

Grafico 4.3

segmenti potrebbero avere beneficiato di un allontanamento dai contratti basati sul Libor, alla luce delle tensioni osservate nei relativi mercati. L'incertezza circa i futuri movimenti nel mercato dei Treasuries è rimasta elevata per l'intero periodo (grafico 4.4).

In Europa il turnover complessivo in prodotti di tasso ha registrato un calo del 6% nel terzo trimestre, scendendo a \$87,2 trilioni. Gli strumenti del mercato monetario hanno perso il 7% (portandosi a \$70,6 trilioni) e quelli su titoli di Stato il 3% (a \$16,6 trilioni). I due segmenti hanno evidenziato un andamento simile nel corso del periodo: agli scambi record di giugno ha fatto seguito, in luglio e agosto, una sensibile riduzione.

Generale calo dell'attività sul reddito fisso in Europa

Gli scambi di contratti su tassi d'interesse nella regione Asia-Pacifico sono cresciuti dell'8%, a \$11,6 trilioni. L'espansione rispecchia in buona parte il dinamismo dell'attività in Giappone, dove il turnover aggregato è aumentato del 75%, a \$3,5 trilioni. Tale incremento è dovuto in ampia misura alle negoziazioni di futures e opzioni a breve, pressoché quadruplicatesi a \$1,6 trilioni. L'impennata dell'attività in strumenti del mercato monetario in Giappone potrebbe essere stata originata dalle voci di un possibile abbandono della politica di "allentamento quantitativo" da parte della banca centrale sulla scia delle migliorate prospettive di crescita e di inflazione. Tali speculazioni, e le concomitanti pressioni al rialzo sui tassi a breve, si sono tuttavia dissipate tra la fine di agosto e i primi di settembre, per effetto prima degli ingenti acquisti di buoni del Tesoro a nove mesi da parte della BoJ, e poi della dichiarazione rilasciata dal Governatore circa il futuro orientamento della politica monetaria nel paese. Vale la pena ricordare che, successivamente all'adozione della strategia di "allentamento quantitativo" nel primo trimestre 2001, l'attività in strumenti del mercato monetario nipponico si era praticamente esaurita, poiché tra gli operatori era prevalso il convincimento che i tassi a breve sarebbero rimasti bassi per lungo tempo.

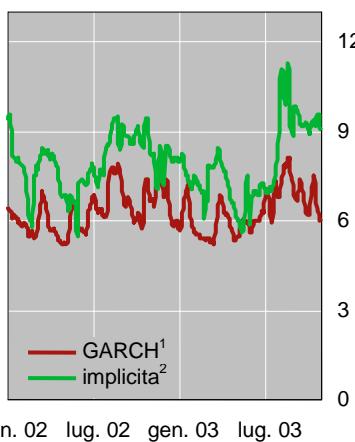
Crescono gli scambi in Giappone ...

... soprattutto di strumenti su tassi a breve

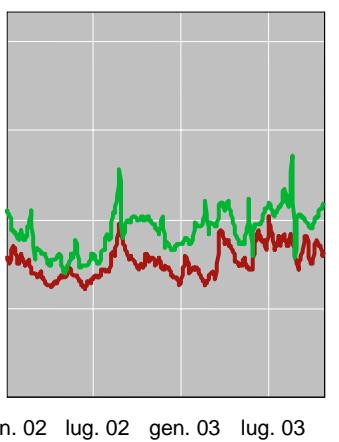
Volatilità sui principali mercati dei titoli di Stato

riferita alle obbligazioni decennali; medie mobili di cinque giorni

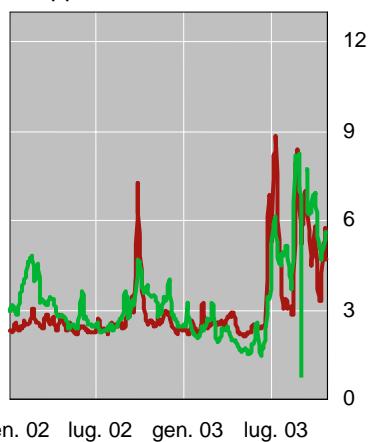
Stati Uniti



Germania



Giappone



gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03

gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03

gen. 02 lug. 02 gen. 03 lug. 03

¹ Varianza condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere nei rendimenti obbligazionari in base a un modello GARCH(1,1). ² Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call "at-the-money".

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 4.4

L'attività in contratti su titoli di Stato giapponesi è aumentata nel terzo trimestre di un ulteriore 25%, sfiorando i \$2 trilioni. La diffusione di dati positivi, unitamente alle ricomposizioni di portafoglio in favore dei titoli azionari effettuate sulla spinta dei rialzi delle quotazioni, hanno determinato una brusca flessione del mercato obbligazionario nipponico in luglio e agosto, inducendo gli operatori a riposizionarsi mediante il ricorso ai derivati.

Ulteriore espansione degli strumenti su indici azionari

Nel periodo in esame gli scambi di futures e opzioni su indici azionari sono cresciuti per il secondo trimestre consecutivo: il turnover aggregato è salito del 5%, a \$19,1 trilioni. Il livello dell'attività ha differito in misura significativa tra le varie regioni, scendendo del 3% (a \$8 trilioni) in Nord America, e aumentando del 6% in Europa (a \$3,7 trilioni) e del 15% nell'Asia-Pacifico (a \$7,2 trilioni).

Ancora una volta, il sensibile incremento dell'attività in Asia ha rispecchiato in larga misura la vivacità degli scambi opzionari sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana, saliti dell'11%, a \$5,2 trilioni. Da rilevare peraltro che le contrattazioni di strumenti su indici azionari giapponesi sono cresciute a un ritmo ancor più sostenuto (+53%, a \$1 trilione), grazie forse al rinnovato interesse degli investitori esteri per le azioni nipponiche. I contratti su indici azionari consentono agli acquirenti di assicurarsi in modo rapido e conveniente il prezzo di una transazione prima che questa abbia effettivamente luogo sul mercato a pronti.

Vivaci scambi di opzioni sull'indice azionario coreano

L'ascesa delle contrattazioni in prodotti su indici azionari paneuropei

L'introduzione dell'euro il 1° gennaio 1999 ha influito in misura significativa sui mercati finanziari dei paesi dell'area. Sui mercati azionari, in particolare, il venir meno del rischio di cambio ha spinto gli investitori a spostare l'enfasi dai fattori tipicamente nazionali a quelli settoriali paneuropei nel determinare i prezzi dei titoli. Secondo alcuni studi, questo mutamento nell'importanza relativa delle due tipologie di fattori si sarebbe rispecchiato nel pricing delle azioni di alcune fra le maggiori società dell'Europa continentale^①. L'impatto dei fattori settoriali paneuropei supera oggi quello dei fattori nazionali.

L'adozione di una prospettiva paneuropea ha influenzato altresì l'attività in derivati sulle borse del continente, che hanno risposto alla necessità di strumenti regionali di contrattazione sviluppando – in collaborazione con gli “index provider” – numerosi nuovi indici azionari paneuropei e relativi derivati.

Il processo prese l'avvio ancor prima dell'introduzione dell'euro: nel maggio 1998 LIFFE (predecessore di Euronext.liffe) e AEX (oggi Euronext Amsterdam) lanciarono congiuntamente un contratto futures sull'FTSE Eurotop 100, e nel giugno successivo ParisBourse/MATIF (l'attuale Euronext Paris), DTB (ora Eurex) e Swiss Exchange/SOFFEX introdussero contratti separati sull'indice paneuropeo Dow Jones STOXX 50 e sul Dow Jones EURO STOXX 50, specifico dell'area dell'euro. Tali strumenti hanno goduto di una posizione di monopolio per quasi un anno, fino alla comparsa di nuovi prodotti concorrenti. Nel maggio 1999 LIFFE propose contratti su una serie di più ampi indici MSCI (MSCI Pan-Euro e MSCI Euro) e FTSE Eurotop (Eurotop 300, Eurotop 300 ex UK ed Eurobloc 100).

Questi strumenti, e i molti che li hanno seguiti, hanno avuto fortune alterne. L'unico ad avere riportato un grande successo è stato il contratto sul Dow Jones EURO STOXX 50, che – nell'attuale versione trattata all'Eurex – è oggi il derivato su indici azionari più scambiato in Europa. Esso supera di gran lunga il contratto sul Dax, il più richiesto tra i prodotti europei di tipo nazionale. Gli altri contratti paneuropei o propri dell'area dell'euro non hanno in genere trovato vasta accoglienza.

L'esperienza europea contrasta nettamente con quella statunitense. Mentre in Europa predomina l'attività su un indice ristretto, il Dow Jones EURO STOXX 50, negli Stati Uniti il principale contratto su indici azionari si basa da lungo tempo su un indice ampio di mercato, l'S&P 500.

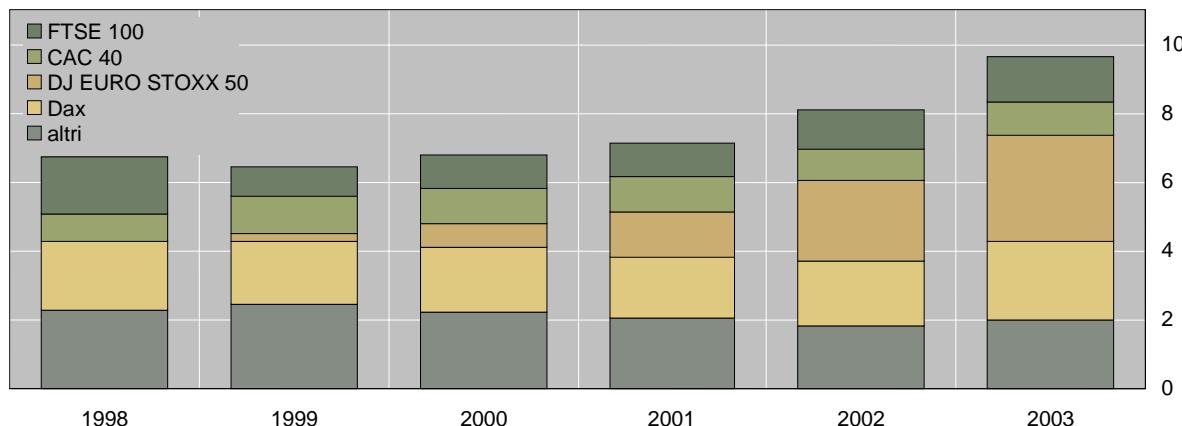
La positiva performance del contratto sul Dow Jones EURO STOXX 50 ha in certa misura sorpreso gli stessi operatori. Molti di essi ritenevano che i mercati europei avrebbero echeggiato i successi americani adottando un indice ampio. La popolarità del contratto sull'S&P 500 è ascrivibile a tre fattori principali. Anzitutto, fornendo una buona approssimazione dell'intero mercato USA, l'indice è stato ampiamente utilizzato come benchmark dagli investitori istituzionali. In secondo luogo, esso era composto di titoli generalmente molto liquidi, che consentivano a operatori e arbitragisti di costruire panieri di strumenti a pronti che ne replicassero l'andamento. Infine, l'S&P 500 ha potuto trarre vantaggio dall'iniziale decisione di Dow Jones Company di non concederne la licenza d'uso ad alcuna borsa valori. Queste caratteristiche di rappresentatività del mercato e di liquidità hanno fatto dei contratti sull'S&P 500 un naturale strumento di copertura e di negoziazione.

La struttura dei mercati azionari nell'area dell'euro ha complicato notevolmente la “corsa” allo status di benchmark rispetto agli Stati Uniti. In particolare, per l'Europa è stato difficile pervenire all'ideale combinazione di rappresentatività del mercato e di liquidità, soprattutto a causa del fatto che i mercati azionari europei risultavano molto più frammentati di quelli statunitensi all'epoca dell'introduzione dell'euro. Vi è stato in pratica un minore consenso riguardo all'adeguatezza del benchmark paneuropeo. Di conseguenza, dopo l'avvento della moneta unica gli operatori hanno continuato a trattare strumenti nazionali per un periodo di tempo relativamente lungo, il che avrebbe ostacolato le contrattazioni di nuovi prodotti paneuropei^②.

^① Cfr. G. Galati e K. Tsatsaronis, “The impact of the euro on Europe's financial markets”, *BIS Working Papers*, n. 100, luglio 2001, nonché E. Ametistova e Y. Sharaiha, “European stock selection: the factors that matter”, Morgan Stanley Global Equity and Derivatives Markets, dicembre 2002. ^② Ciò è avvenuto nonostante gli svariati vantaggi di cui gli investitori in prodotti su indici paneuropei avrebbero goduto rispetto alle strategie alternative di negoziazione basate su un paniere di contratti su indici nazionali, tra cui le più basse commissioni di negoziazione, la costituzione di un unico margine di garanzia – in luogo dei diversi depositi cauzionali da rinnovare a intervalli prestabiliti – nonché l'esposizione nei confronti di un singolo organo di compensazione.

Turnover dei principali futures su indici azionari europei

in trilioni di dollari USA



Nota: per il 2003, dati annualizzati relativi ai primi tre trimestri.

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

Questa frammentazione ha inoltre influito sulla potenziale negoziabilità dei vari indici. Sebbene gli investitori istituzionali rapportassero spesso la loro performance a indici ampi di mercato (ad esempio, il Financial Times Actuaries Europe o l'IMSCI Europe), questi comprendevano un certo numero di titoli caratterizzati da un insufficiente grado di liquidità. Rispetto a indici composti da valori più liquidi, tale caratteristica ha reso le strategie di replicazione più complesse e costose, creando altresì difficoltà in sede di arbitraggio fra panieri di azioni e relativi contratti.

Tali difficoltà spiegano perché le contrattazioni si sono incentrate su indici più ristretti, come il Dow Jones EURO STOXX 50, più facili e convenienti da seguire, replicare e utilizzare a fini di arbitraggio. Inoltre, pur essendo maggiormente rischiosi in termini di volatilità e di "tracking" rispetto agli indici ampi, la loro correlazione con questi ultimi è sufficientemente elevata da renderli appetibili per operazioni di copertura e di negoziazione^③.

L'introduzione dell'euro ha determinato un altro sviluppo degno di rilievo, ossia la mediocre espansione degli indici settoriali paneuropei, che alcuni operatori hanno ricondotto al prevalere di un clima ribassista tra il primo trimestre 2000 e il primo del 2003. Apparentemente riluttanti ad assumere posizioni nei confronti di particolari segmenti dell'economia, gli investitori avrebbero abbandonato gli indici settoriali (come attesta la chiusura di vari fondi specializzati), per tornare a privilegiare quelli nazionali o paneuropei.

^③ Tra il 1° gennaio 1999 e il 30 settembre 2003 la correlazione tra il Dow Jones EURO STOXX 50 e l'IMSCI Europe è stata pari al 97%.

Andamento costante delle negoziazioni in contratti valutari

Nel terzo trimestre i contratti valutari negoziati in borsa – che rappresentano l'1% scarso del turnover complessivo in strumenti finanziari – sono rimasti invariati a \$1,1 trilioni. Tuttavia, l'andamento mensile degli scambi è differito notevolmente nel corso del periodo: ai pronunciati cali di luglio e agosto ha fatto seguito un brillante recupero in settembre, grazie soprattutto all'accresciuta attività in futures sulle coppie dollaro/euro (+35%, a \$156,3 miliardi) e dollaro/yen (+72%, a \$77,8 miliardi) presso il CME, la prima borsa mondiale per lo scambio di strumenti valutari. La ripresa è stata alimentata in larga misura dal richiamo a una maggiore flessibilità dei cambi provenuto dai paesi del G7 a fine settembre: la loro dichiarazione, interpretata dai mercati valutari

Forte aumento dei contratti valutari in settembre

come un'implicita critica agli interventi messi in atto dai governi asiatici per mantenere basse le proprie valute rispetto al dollaro USA, il 22 di quel mese ha fatto precipitare il cambio dollaro/yen ai valori minimi degli ultimi tre anni.

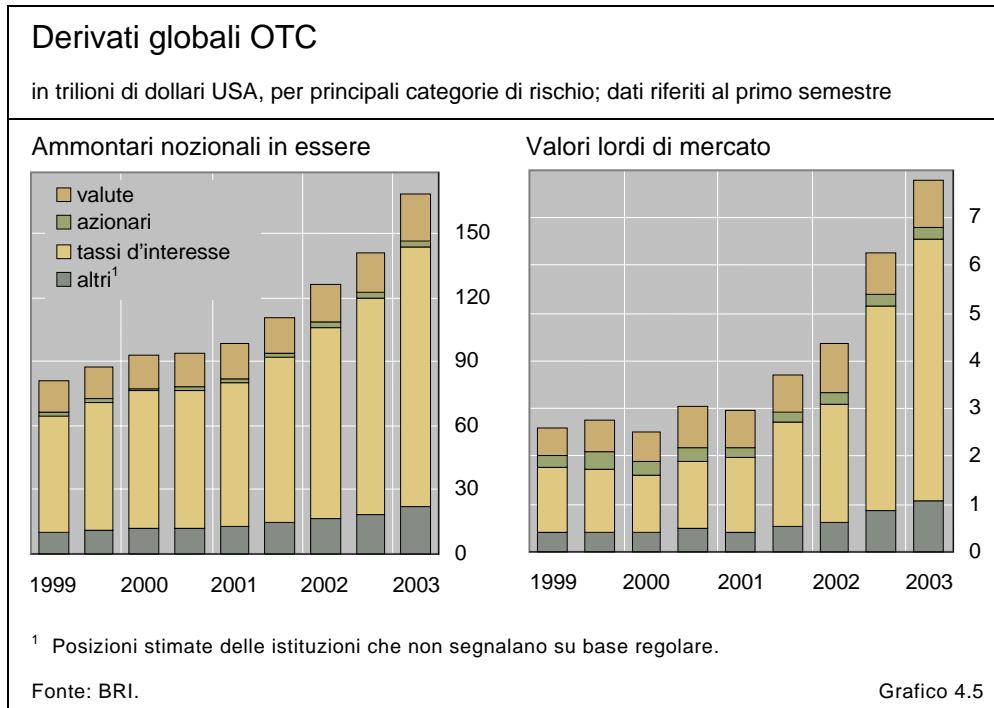
Generalizzata espansione dei mercati OTC

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato globale dei contratti derivati OTC a fine giugno 2003 mostrano un'accelerazione dell'attività nei primi sei mesi dell'anno. In tale periodo l'ammontare nozionale stimato dei contratti OTC in essere è cresciuto del 20%, a quasi \$170 trilioni, contro l'11% del semestre precedente. Questa robusta espansione è confermata dai dati di altre fonti di mercato². Nel contempo, i valori lordi di mercato hanno continuato a crescere più rapidamente degli ammontari nozionali (+24%, a \$7,9 trilioni).

Uno degli aspetti più salienti dell'attività nel primo semestre 2003 è stata la natura generalizzata dell'espansione. Negli ultimi anni gli scambi erano stati trainati essenzialmente dai prodotti su tassi d'interesse, la maggiore delle principali categorie di rischio di mercato. Questa volta, tuttavia, l'attività è stata parimenti sostenuta nei segmenti di tasso, valute e azioni, cresciuti ciascuno

Accelerazione dell'attività OTC

Attivi tutti i segmenti del mercato fuori borsa



² Anche dai dati ISDA (International Swaps and Derivatives Association) e OCC (Office of the Comptroller of the Currency statunitense) emerge una rapida espansione del mercato fuori borsa. L'ISDA ha rilevato un aumento del 22% nello stock globale di contratti OTC nel primo semestre 2003, mentre l'OCC ha segnalato una crescita pari al 17% dei contratti derivati in essere – principalmente over-the-counter – detenuti da banche commerciali. Ulteriori informazioni sono disponibili sui siti internet www.isda.org e www.occ.treas.gov.

Notevole aumento
dei contratti
valutari ...

del 20% circa. Gli scambi di strumenti su merci, la minore delle categorie principali, sono aumentati a un ritmo più contenuto (13%)³.

Nel quadro di questa espansione complessiva va segnalata la crescita del 20% nello stock di strumenti valutari – la più alta dal primo semestre 1998, quando la BRI iniziò a raccogliere dati semestrali sul mercato OTC –, che ha portato l'ammontare nozionale dei contratti in essere alla cifra record di \$22,1 trilioni.

Nel periodo più recente l'attività è stata vivace in tutte e tre le componenti principali del mercato dei derivati valutari. I contratti a termine secco e i riporti in cambi, che ne costituiscono il maggior sottosegmento, sono aumentati del 15%, a \$12,3 trilioni, dopo avere ristagnato dal 1999. Gli swap valutari sono cresciuti a un ritmo analogo, a \$5,2 trilioni. Il comparto più dinamico è stato

Mercato globale dei derivati OTC¹

posizioni in essere, in miliardi di dollari USA

	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	Fine dic. 2001	Fine giugno 2002	Fine dic. 2002	Fine giugno 2003	Fine dic. 2001	Fine giugno 2002	Fine dic. 2002	Fine giugno 2003
Totale generale	111 178	127 509	141 679	169 678	3 788	4 450	6 360	7 908
A. Contratti su valute	16 748	18 068	18 460	22 088	779	1 052	881	996
A termine secco e riporti	10 336	10 426	10 719	12 332	374	615	468	476
Swap	3 942	4 215	4 503	5 159	335	340	337	419
Opzioni	2 470	3 427	3 238	4 597	70	97	76	101
B. Contratti su tassi d'interesse ²	77 568	89 955	101 658	121 799	2 210	2 467	4 266	5 459
FRA	7 737	9 146	8 792	10 270	19	19	22	20
Swap	58 897	68 234	79 120	94 583	1 969	2 213	3 864	5 004
Opzioni	10 933	12 575	13 746	16 946	222	235	381	434
C. Contratti su azioni	1 881	2 214	2 309	2 799	205	243	255	260
A termine e swap	320	386	364	488	58	62	61	67
Opzioni	1 561	1 828	1 944	2 311	147	181	194	193
D. Contratti su merci ³	598	777	923	1 040	75	79	86	110
Oro	231	279	315	304	20	28	28	22
Altri	367	498	608	736	56	51	58	88
A termine e swap	217	290	402	458	...	...	...	...
Opzioni	150	208	206	279	...	...	...	...
E. Altri ⁴	14 384	16 496	18 330	21 952	519	609	871	1 083
Esposizione creditoria linda ⁵	.	.	.	.	1 171	1 317	1 511	1 750

¹ Tutte le cifre sono al netto delle duplicazioni. Gli ammontari nozionali in essere 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 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 giuridicamente vincolanti.

Tabella 4.1

³ L'indagine semestrale della BRI sull'attività nei mercati derivati OTC non copre ancora il segmento dei derivati creditizi; secondo fonti di mercato, esso sarebbe cresciuto rapidamente negli ultimi tempi.

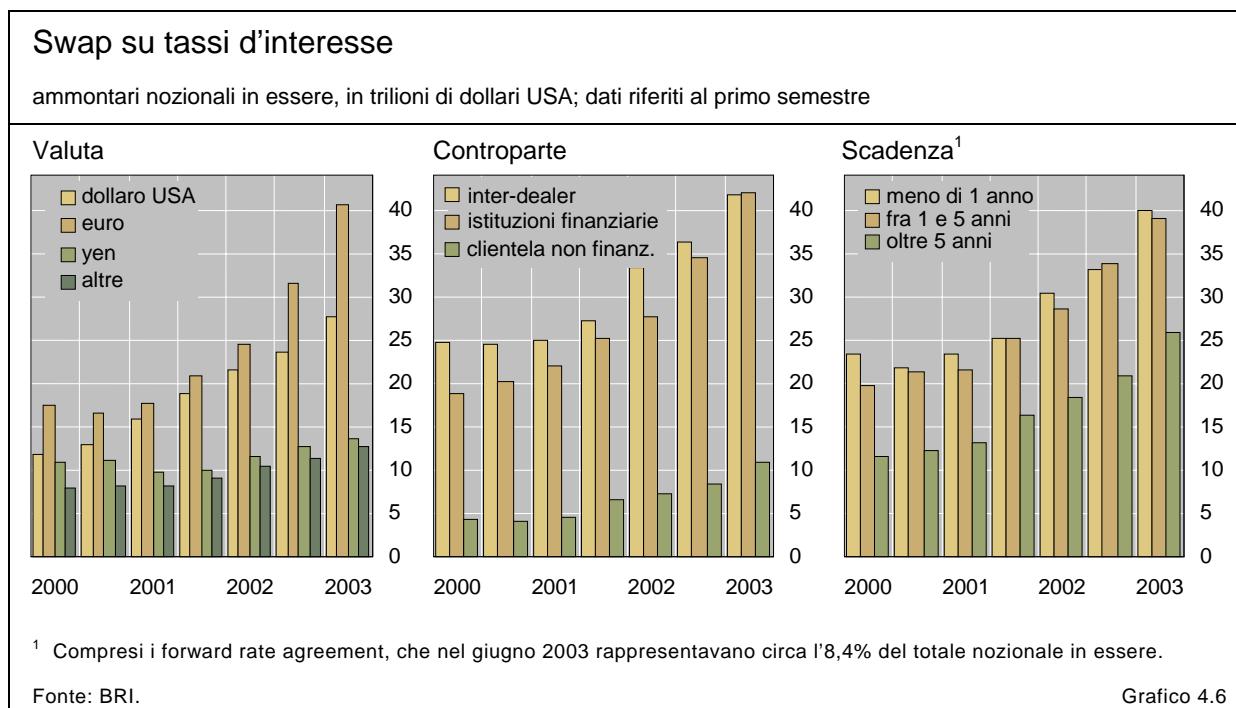
però quello delle opzioni su valute, salito del 42%, a \$4,6 trilioni: i contratti con contropartita in dollari USA, euro e yen hanno segnato aumenti rispettivamente del 36% (a \$1,9 trilioni), 55% (a \$1,3 trilioni) e 4% (a \$0,6 trilioni)⁴. Relativamente stabile rispetto all'euro nel secondo semestre 2002, il dollaro si è tuttavia deprezzato fortemente a partire dal dicembre di quell'anno. Ciò sembra avere indotto la clientela non finanziaria a proteggersi dal rischio di cambio, come testimonia l'aumento del 91% delle posizioni in opzioni valutarie nell'ultimo periodo di indagine.

... specie delle opzioni

Gli operatori hanno anche rilevato un maggior ricorso alle opzioni con barriera ("barrier option"), strumenti "path-dependent" (il cui valore dipende, tra l'altro, dall'andamento progresso del sottostante), la cui cancellazione o attivazione scatta se prima della scadenza contrattuale il tasso di cambio di riferimento raggiunge un livello predefinito ("barriera"). In virtù della probabilità di una loro scadenza anticipata, tali opzioni sono di norma offerte come un'alternativa a basso costo alle ordinarie opzioni valutarie. Rispetto a queste ultime, tuttavia, esse possono essere molto più difficili da coprire, poiché il loro valore e la sensibilità di prezzo sono soggetti ad ampie oscillazioni allorché il cambio sottostante si approssima alla barriera o la raggiunge. In questi casi, pertanto, le opzioni "barrier" comportano spesso flussi significativi di copertura a fini di ribilanciamento⁵.

Crescente impiego delle opzioni "barrier"

Nel primo semestre 2003 anche l'attività sul mercato dei prodotti di tasso d'interesse ha registrato un'accelerazione: l'ammontare nozionale dei contratti



⁴ Alcuni dei mercati valutari minori hanno registrato un'espansione ancor più rapida. Le opzioni con contropartita in sterline britanniche, franchi svizzeri e dollari canadesi sono cresciute rispettivamente del 74, 92 e 152%.

⁵ Cfr. J. Hull, *Options, futures and other derivatives*, quinta edizione, Prentice Hall, 2002.

Prosegue la rapida crescita dei mercati swap in dollari e in euro ...

... con incrementi sostenuti a fine periodo

I prodotti di tasso d'interesse sospingono i valori lordi di mercato

è salito del 20%, a \$121,8 trilioni, contro un aumento del 13% nel periodo precedente. Gli swap di tasso sono aumentati del 20% (a \$94,6 trilioni), le opzioni del 23% (a \$17 trilioni) e i forward rate agreement del 17% (a \$10,3 trilioni).

Il mercato degli swap di tasso d'interesse in euro ha continuato a espandersi in modo particolarmente rapido: il valore dei contratti in essere ha messo a segno un aumento del 29%, a \$40,7 trilioni (grafico 4.6), dopo il 28% del semestre precedente. Tale risultato deriva in parte dall'apprezzamento dell'euro sul dollaro USA (valuta di riferimento dell'indagine semestrale BRI), che tra i due periodi di rilevazione ha sfiorato il 10%; tuttavia, la crescita sottostante resta sostenuta anche se depurata degli effetti di cambio. L'attività sul mercato degli swap di tasso d'interesse in dollari è stata parimenti intensa, con un incremento degli ammontari nozionali del 17%, a \$27,6 trilioni. La protracta espansione dell'attività in swap nelle due valute è in certa misura sorprendente, visto il ridotto intervallo entro cui si sono mossi i rendimenti sulle attività a reddito fisso tra gennaio e aprile. È anche probabile che l'ascesa dei mercati obbligazionari tra i primi di maggio e metà giugno abbia provocato un'ondata di transazioni a fini di riposizionamento.

Il valore in dollari degli swap denominati in yen è aumentato del 6%, a \$13,5 trilioni. Gli effetti di cambio hanno svolto in questo caso un ruolo marginale, giacché fra i due semestri la moneta nipponica ha perso solo l'1%.

I valori lordi di mercato crescono a ritmo sostenuto

Nel primo semestre 2003 i valori lordi di mercato hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto (+24%, a \$7,9 trilioni). Tali valori misurano il costo di sostituzione dei contratti in essere nell'ipotesi che questi siano regolati l'ultimo giorno di un dato periodo di segnalazione (nel caso in esame, il 30 giugno 2003), e rappresentano quindi un indicatore più accurato del rischio di controparte rispetto agli ammontari nozionali⁶. Ancora una volta i valori lordi di mercato sono aumentati più rapidamente del nominale (grafico 4.5). Di conseguenza, a fine giugno 2003 il rapporto complessivo fra valori lordi e ammontari nozionali ha raggiunto il nuovo massimo del 4,7%⁷.

Questo rapporto ha subito sensibili oscillazioni nel corso degli anni. Dopo aver seguito un trend discendente tra il primo semestre 1998 e il secondo del 2000, fino a toccare il minimo del 2,7%, esso è tornato a salire, segnando un nuovo primato nell'ultimo periodo di rilevazione. I prodotti di tasso, specie gli swap, sono gli artefici di gran parte del recente aumento nei valori lordi di mercato complessivi. Se tra il primo semestre 1998 e il primo del 2002 il ratio riferito a tali strumenti oscillava fra il 2 e il 3%, esso si è attestato al 4,5% nei

⁶ Il valore lordo di mercato dei contratti a termine è generalmente nullo all'inizio del contratto, mentre quello delle opzioni dipende dal premio corrisposto per la protezione. Tuttavia, le successive variazioni nei prezzi delle attività sottostanti fanno emergere, in base al "marking-to-market", guadagni e perdite simmetrici per le controparti. Di conseguenza, i valori lordi di mercato tendono a rispecchiare i movimenti dei prezzi o la volatilità delle attività finanziarie.

⁷ Va sottolineato che i valori lordi di mercato sovrastimano l'effettiva esposizione creditoria, dal momento che non tengono conto degli accordi bilaterali di netting e di altri meccanismi per la riduzione del rischio, quali la collateralizzazione. Considerando il netting, l'esposizione creditoria delle istituzioni dichiaranti in strumenti derivati scende a \$1,8 trilioni.

primi sei mesi del 2003. L'incremento potrebbe essere collegato ai rialzi dei mercati a reddito fisso osservati tra gli inizi del 2000 e la metà del 2003. La tendenza calante dei rendimenti swap ha ingenerato perdite di valore per le posizioni in acquisto, dal momento che i minori tassi di mercato avrebbero comportato una riduzione del tasso fisso corrisposto sugli swap di nuova sottoscrizione rispetto ai contratti stipulati in periodi precedenti.

Rallentamento dell'attività OTC rispetto a quella di borsa

Secondo le statistiche più recenti l'attività OTC è cresciuta più lentamente di quella di borsa nel primo semestre 2003 (grafico 4.7). Come già accennato, lo stock in essere di contratti fuori borsa è aumentato del 20%, mentre le posizioni aperte sui mercati organizzati sono salite del 61%. Tale andamento contrasta con quello osservato nel 2002, quando il ristagno delle borse valori aveva consentito agli scambi OTC un facile sorpasso. Entrambi i mercati hanno registrato una consistente espansione a partire dal 1998, ma in quelli OTC essa si è rivelata più costante. In parte, ciò rispecchia il fatto che l'attività di copertura o di negoziazione sul segmento fuori borsa comporta la sottoscrizione di nuovi contratti e, parallelamente, un graduale incremento degli ammontari nominali in essere.

Crescita costante per i mercati OTC

