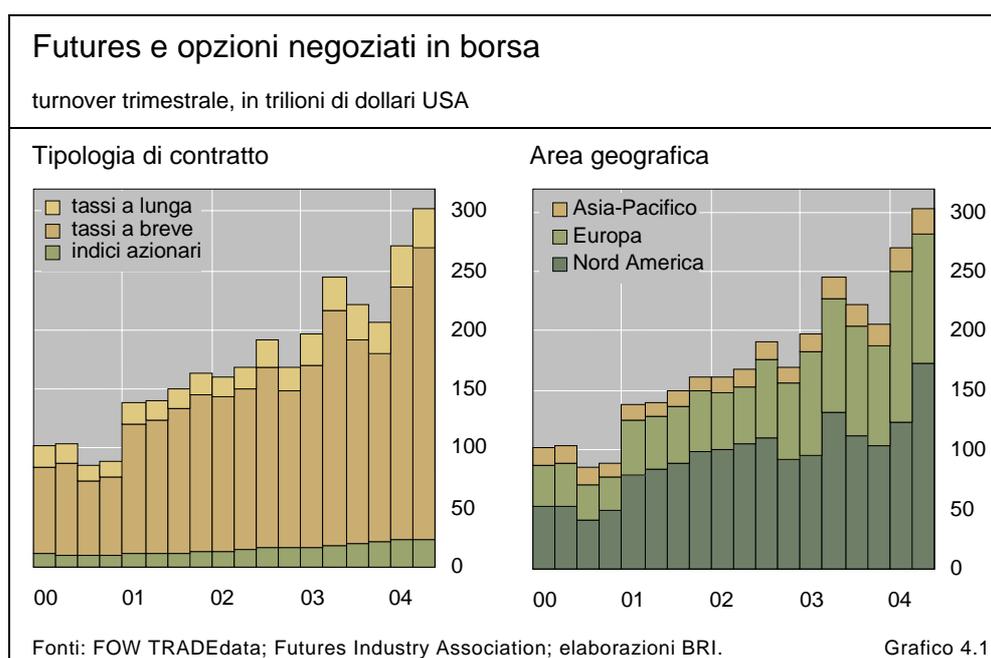


4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato degli strumenti finanziari derivati negoziati in borsa si è ampliato fortemente nel secondo trimestre 2004. Gli scambi di contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute sono ammontati complessivamente a \$304 trilioni, con un aumento del 12% rispetto al primo trimestre (grafico 4.1). L'intensa attività ha fatto seguito a un periodo di crescita ancor più vigorosa nei tre mesi precedenti, determinando su base semestrale un incremento del 43%, che rappresenta un recupero ragguardevole dalla flessione del secondo semestre 2003, quando le contrattazioni erano calate del 16%.

L'espansione non ha però interessato tutte le categorie di rischio ed è stata disomogenea tra le varie aree geografiche. Nel comparto dei contratti su valute l'attività si è ridotta dell'8%, con una brusca inversione rispetto all'incremento del 35% nel trimestre precedente, mentre gli scambi di derivati su indici azionari hanno ristagnato. Nello stesso segmento dei tassi di interesse il turnover di futures e opzioni su obbligazioni è salito solo lievemente, e gran parte della crescita è provenuta dagli strumenti del mercato monetario. Dal punto di vista geografico, le contrattazioni sono state generalmente deboli in Europa, dove l'attività in strumenti valutari è scesa



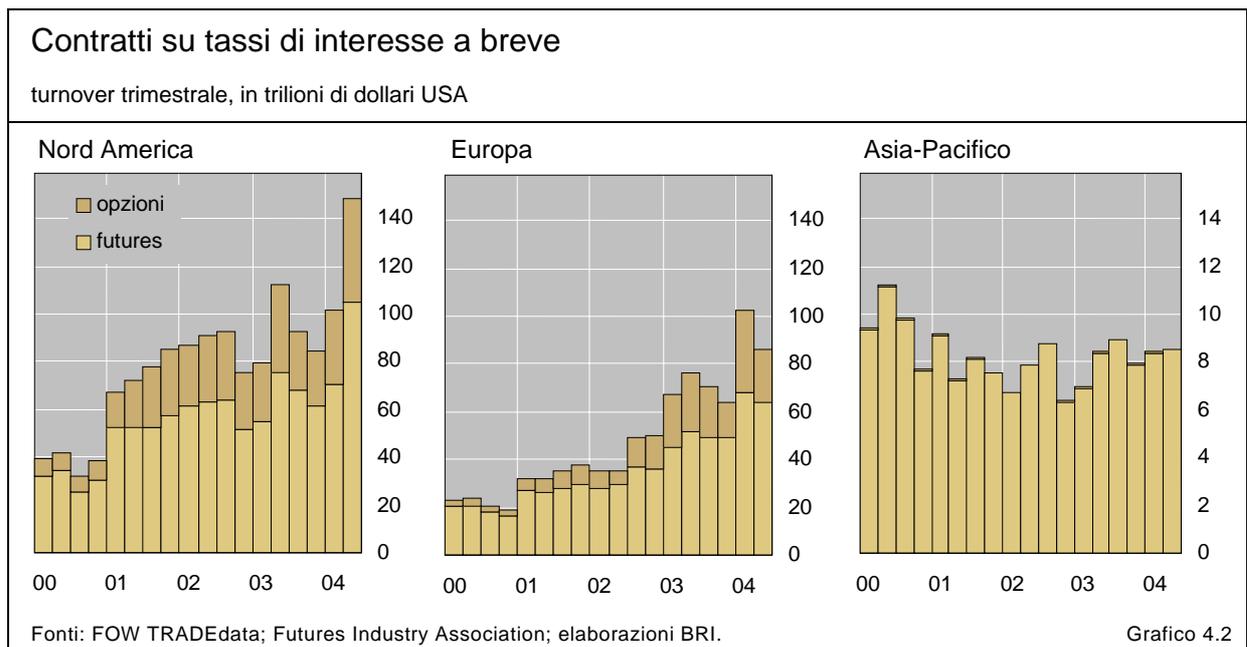
di quasi il 50% e quella su tassi di interesse e indici azionari del 14%. Negli Stati Uniti si sono ridotti gli scambi di contratti su valute e indici azionari (del 9 e 4% rispettivamente), mentre sono notevolmente aumentati – di quasi il 50% – quelli su tassi di interesse, soprattutto a breve.

Segnali di crescita negli USA sospingono i derivati del mercato monetario

Nel secondo trimestre 2004 il volume aggregato degli scambi di borsa in strumenti sul reddito fisso ha continuato ad aumentare, raggiungendo quota \$280 trilioni (+13% rispetto al periodo precedente). Pur essendo particolarmente degno di nota, considerando la crescita del 34% nei primi tre mesi dell'anno, tale incremento non desta sorpresa. Nel primo trimestre i tassi di interesse a lunga avevano iniziato a salire e nel secondo l'eccezionale vigore del mercato del lavoro statunitense ha indotto gli operatori ad anticipare le attese di un aumento dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve. Ne è conseguito un massiccio ricorso ai mercati dei derivati a fini di copertura o di riposizionamento.

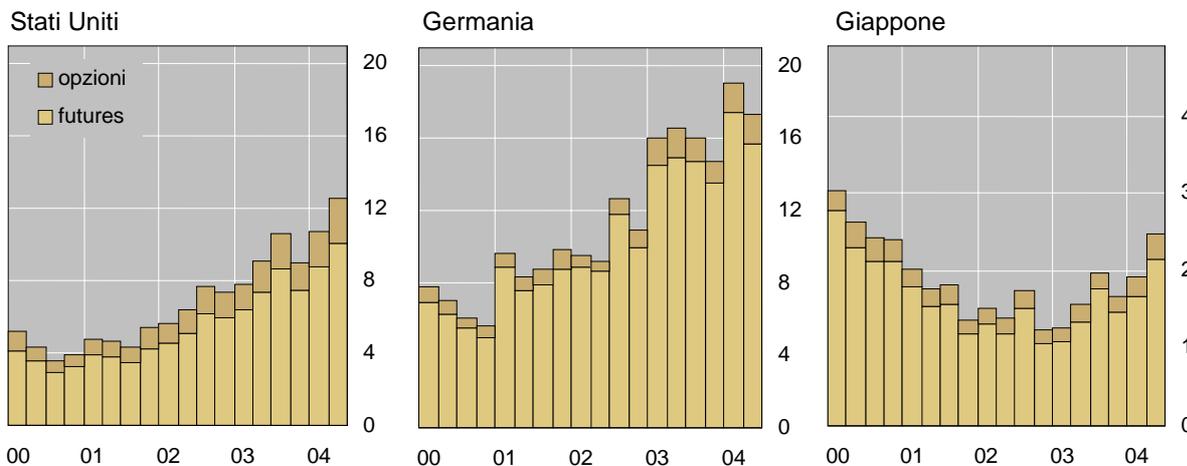
A differenza di quanto avvenuto nel trimestre precedente, durante il quale l'aumento degli scambi aveva interessato in pari misura gli strumenti del mercato monetario e quelli su titoli di Stato, nel periodo più recente sono stati in larga parte i primi ad alimentare il turnover totale. I contratti su tassi a breve – compresi quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen – hanno guadagnato il 15%, salendo a \$245 trilioni, mentre le negoziazioni di strumenti a più lungo termine (tra cui i derivati su obbligazioni governative statunitensi, tedesche e giapponesi) sono aumentate di appena l'1,5%. A livello aggregato, l'incremento del 15% messo a segno dai contratti a breve è riconducibile principalmente ai futures (saliti del 21%), mentre il volume di opzioni è rimasto praticamente

Intensa attività nel comparto dei tassi di interesse ...



Contratti su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



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

Grafico 4.3

... specie del mercato monetario

invariato. Per contro, se nel comparto dei titoli di Stato l'attività in futures è rimasta pressoché sui valori del trimestre precedente, quella in opzioni è aumentata dell'11%.

L'attività è variata notevolmente da regione a regione. Al calo del 14% in Europa (dovuto soprattutto alle opzioni su tassi a breve) si è contrapposto un aumento del 44% negli Stati Uniti, dove il turnover ha superato il massimo di un anno fa (grafici 4.2 e 4.3). Era dall'ultimo trimestre 2000 che non si osservava una simile divergenza – in termini sia di segno sia di dimensioni – fra gli scambi su tassi nelle due principali aree geografiche.

Elevato turnover negli USA malgrado la minore volatilità implicita ...

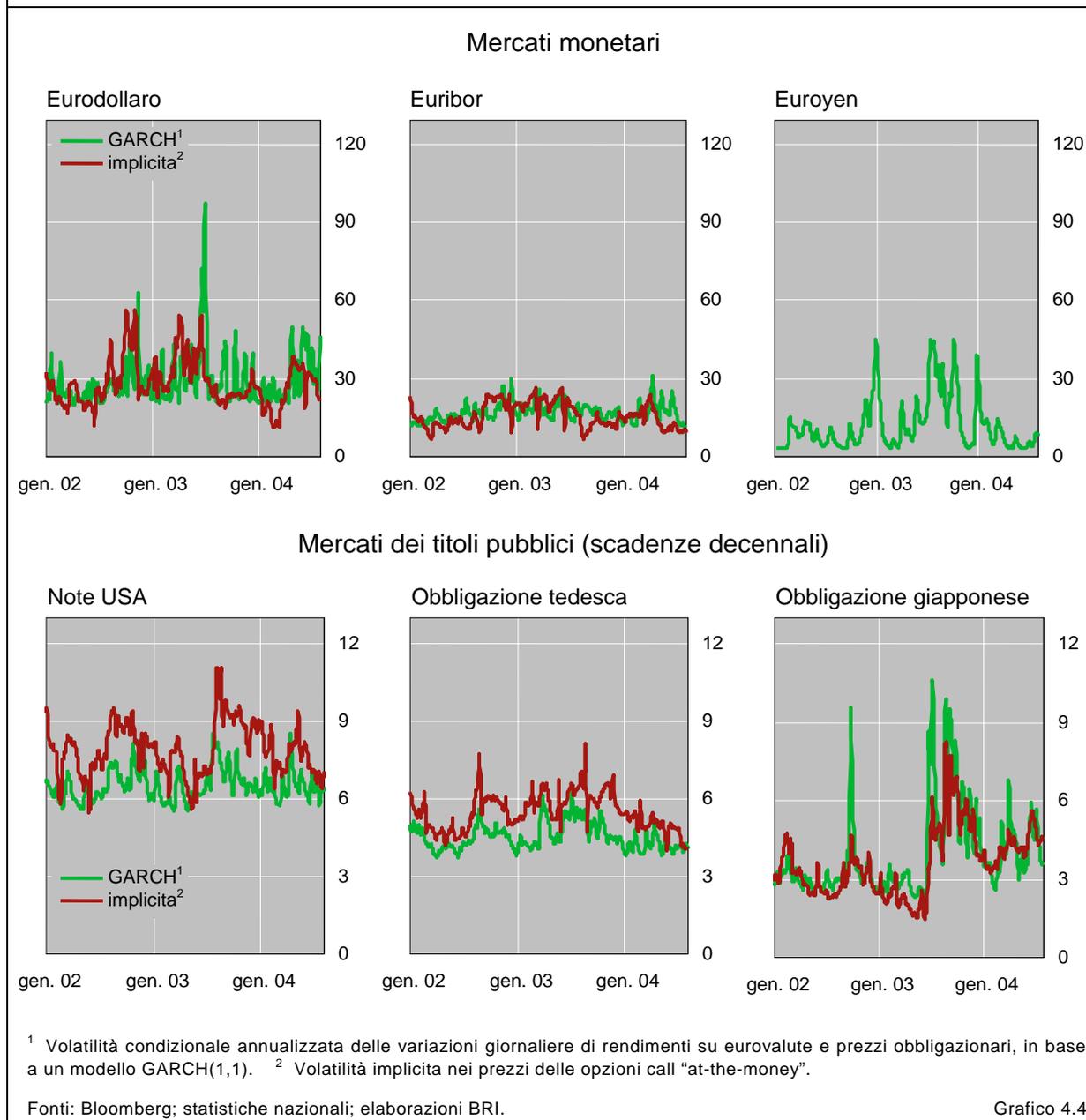
Sul mercato statunitense l'attività in strumenti derivati del mercato monetario è stata vigorosa nonostante il pronunciato calo nella volatilità implicita dei tassi a breve (grafico 4.4). Tale andamento non dovrebbe tuttavia stupire. Alle frequenze mensili e trimestrali la correlazione fra turnover degli strumenti negoziati in borsa e volatilità dei sottostanti rendimenti di mercato è sempre stata piuttosto debole. Una delle ragioni di tale regolarità empirica potrebbe risiedere nel fatto che la volatilità costituisce solo una delle due componenti del premio al rischio (variabile alla quale il turnover potrebbe in definitiva essere collegato). L'altra componente – il coefficiente dell'avversione al rischio¹ – è viceversa aumentata di recente negli Stati Uniti, come indicano i prezzi delle opzioni su indici azionari (cfr. il grafico 1.7 nell'edizione del giugno 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*, pag. 7). Di conseguenza, malgrado il calo della volatilità attesa, il premio per il rischio richiesto dagli operatori economici potrebbe essere rimasto elevato, giustificando così la forte domanda di protezione finanziaria.

... alimentato forse dall'avversione al rischio

¹ Il premio al rischio è espresso dal prodotto dell'avversione al rischio (prezzo del rischio) per la volatilità (quantità di rischio).

Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

medie mobili di cinque giorni



La correlazione altamente negativa fra gli scambi su tassi a breve negli Stati Uniti e in Europa osservata nel periodo sotto rassegna si inserisce in una tendenza emersa alla fine del 2000. La correlazione fra i tassi di crescita dell'attività, misurata su intervalli mobili di 12 mesi, è di fatto andata gradualmente calando nel corso del tempo (dal 90% degli inizi del 2001 a meno del 50% nel giugno scorso). Nello stesso periodo, un analogo andamento divergente ha caratterizzato la volatilità implicita nei tassi a breve degli Stati Uniti e dell'area dell'euro: prossima al 15% in entrambe le regioni a fine 2000, essa è poi salita sensibilmente negli Stati Uniti, fino a raggiungere una media del 50% negli ultimi due anni. L'aumento ha interessato anche l'area dell'euro, dove la tendenza è stata però meno pronunciata e la volatilità

ha continuato ad aggirarsi mediamente intorno al 25%. La relazione decrescente fra l'attività nelle due aree non sembra in ogni caso riconducibile alla diversa percezione del rischio sui rispettivi mercati. Di fatto, il differenziale fra le variazioni mensili del turnover statunitense ed europeo dei derivati su tassi di interesse a breve termine e il corrispondente differenziale fra le volatilità implicite di tali tassi hanno mostrato una correlazione piuttosto bassa: 12% per i futures e -8% per le opzioni. Nondimeno, come nel caso del nesso fra turnover e volatilità, i dati mensili possono celare l'esistenza di una relazione significativa fra le due variabili a frequenze più elevate.

L'intensità degli scambi di derivati su obbligazioni statunitensi ...

Negli Stati Uniti l'attività è stata particolarmente intensa anche per i contratti su obbligazioni a lungo termine, il cui turnover è cresciuto del 17% (15% nel segmento dei futures e 24% in quello delle opzioni), a \$34 trilioni. Nelle borse europee, viceversa, essa è scesa complessivamente del 9% (-10% futures e -4% opzioni). Il maggior volume di scambi su strumenti a lunga statunitensi potrebbe dipendere dall'entità del calo segnato dal mercato obbligazionario nel corso del trimestre, sullo sfondo di un'ascesa dei rendimenti pari a oltre 100 punti base in due mesi dopo la pubblicazione in aprile e maggio di dati positivi sul mercato del lavoro USA. In Europa, dove le contrattazioni di strumenti a lunga scadenza sono calate, il mercato obbligazionario ha subito perdite molto più contenute rispetto ad analoghi episodi di rialzo dei rendimenti USA: in aprile e maggio, ad esempio, la crescita dei rendimenti è stata meno della metà di quella osservata negli Stati Uniti la scorsa estate.

Una seconda determinante dell'intensa attività nel segmento dei prodotti su tassi di interesse USA a lungo termine potrebbe risiedere nel fatto che i rendimenti a lunga sono divenuti relativamente più volatili di quelli a breve: fra il primo e il secondo trimestre 2004 il differenziale fra le volatilità implicite nelle swaption di tasso di interesse a breve emesse su tassi a uno e a 10 anni è infatti sceso dal 22 al 15%. L'espansione potrebbe infine riflettere anche il diverso comportamento degli operatori più attivi sul mercato dei derivati, e in particolare di quelli che investono in titoli assistiti da garanzia ipotecaria. In tale comparto investitori e dealer sembrano ora reagire ai crescenti rendimenti sia adeguando le proprie coperture sui mercati a pronti e a termine con maggiore frequenza rispetto al passato, sia intensificando il ricorso alle opzioni.

... potrebbe rispecchiare l'attività di copertura dei portafogli ipotecari

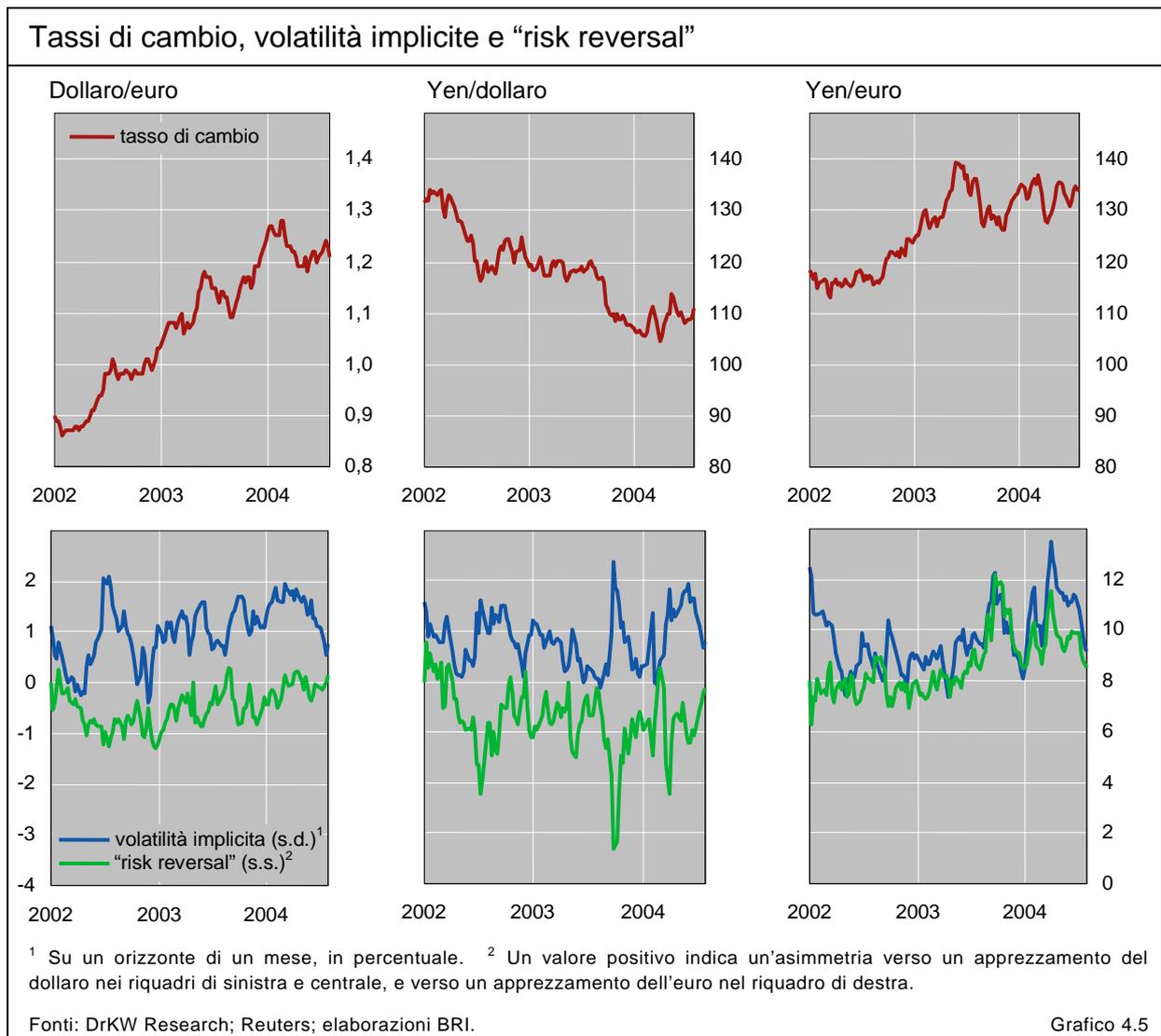
Nella regione Asia-Pacifico il turnover è aumentato del 5%. La maggior parte dell'incremento si è concentrata sul segmento a lungo termine (salito del 18%), mentre i contratti su tassi a breve hanno guadagnato appena l'1%. Tale andamento è interamente riconducibile al picco raggiunto dal mercato nipponico dopo l'emergere di più incisivi segnali sulla solidità del ciclo economico. Gli scambi di futures su tassi di interesse giapponesi hanno registrato un'impennata del 43% (60% nel segmento a breve e 29% in quello a lunga). Anche l'attività in opzioni su tassi giapponesi a lunga è aumentata, di quasi il 20%. A Singapore – l'altra principale piazza asiatica per i futures su tassi a breve che, assieme a quella nipponica, concorre al 97% dell'attività complessiva nel continente – le contrattazioni sono calate del 7,6%. In Australia e Nuova Zelanda il turnover è sceso del 13% nel secondo trimestre, dopo l'aumento del 37% del periodo precedente.

Rallentano i contratti su valute nonostante le forti oscillazioni dei cambi

Il turnover dei derivati valutari negoziati in borsa è ammontato a \$1,5 trilioni nel secondo trimestre 2004, con un calo dell'8% rispetto al primo trimestre. La flessione è ascrivibile soprattutto all'Europa, dove futures e opzioni hanno perso rispettivamente il 50 e il 40%, mentre negli Stati Uniti l'attività nei due comparti è rallentata del 9 e 18%.

Calano gli scambi di strumenti su valute, soprattutto in Europa

Dopo la forte crescita del primo trimestre, soprattutto in marzo, nel periodo in esame le negoziazioni di contratti sulla coppia dollaro/euro e sulle altre principali valute si sono attestate su valori modesti. Le transazioni con contropartita in dollari e yen sono rimaste nel complesso invariate, mentre quelle su euro, sterline e dollari canadesi sono scese rispettivamente del 21, del 10 e 4%. A livello regionale gli scambi di contratti sul dollaro nelle borse statunitensi hanno continuato ad essere cospicui (con un incremento di quasi 17%); quelle in euro sono invece calate sia sulle piazze USA sia su quelle europee (rispettivamente del 20 e 64%). La flessione complessivamente osservata fra il primo e il secondo trimestre cela ampie oscillazioni mensili: il



calo è stato particolarmente accentuato in aprile (tra il 28 e il 38%) e minore in maggio (tra l'1 e il 20%), mentre l'attività è tornata a impennarsi in giugno (27-65%), per effetto forse del mutamento delle attese circa i differenziali di interesse indotto dalla pubblicazione di dati macroeconomici USA sorprendentemente positivi.

Il calo potrebbe rispecchiare l'invarianza delle volatilità implicite

Più che degli andamenti valutari, gli scambi sembrano avere risentito della relativa stabilità nel grado di incertezza del mercato, misurato dalle volatilità implicite. Nel secondo trimestre le oscillazioni del dollaro rispetto alle altre due principali valute sono state ancor più marcate che non nei tre mesi precedenti (grafico 4.5). I forti movimenti di mercato, specie se accompagnati da un'inversione di tendenza come quella intervenuta nella seconda parte degli ultimi due trimestri, provocano in genere un forte aumento del volume aggregato delle transazioni, come avvenuto nel primo trimestre. Durante il secondo, tuttavia, gli operatori potrebbero aver considerato le oscillazioni dei cambi e le elevate volatilità storiche alla stregua di effetti transitori dovuti al mutare dello scenario macroeconomico in seguito ai positivi indicatori USA di aprile e maggio. Questo spiegherebbe perché – nonostante l'alta volatilità storica generata dalle forti variazioni dei cambi – nel secondo trimestre le volatilità implicite siano rimaste alquanto stabili, se non addirittura calate, oscillando fra il 10 e il 12% su base annualizzata (grafico 4.5). Nel trimestre precedente, per converso, l'alto livello delle volatilità storiche si era associato a variazioni più ampie e persistenti nelle volatilità implicite.

Ristagna l'attività su indici azionari

Dopo quattro trimestri di crescita, nel periodo in esame le contrattazioni in strumenti su indici azionari hanno segnato il passo: il turnover complessivo è rimasto invariato sui livelli del trimestre precedente, attorno ai \$24 trilioni. Ciò nonostante, vi sono state notevoli differenze fra le principali aree geografiche. Mentre nella regione Asia-Pacifico l'attività – dominata dalle opzioni sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana introdotte nell'ottobre 1997 – è aumentata del 14% (a \$9 trilioni), nelle piazze americane ed europee essa ha subito un calo del 4 e 13% rispettivamente (a \$9 e 4,8 trilioni). In Europa la flessione si è distribuita in modo tutto sommato uniforme (11-14%) tra Germania, Regno Unito e Francia. Sui mercati francesi e tedeschi le opzioni sono diminuite in misura maggiore dei futures, mentre nel Regno Unito è accaduto il contrario.

Gli scambi crescono solo in Asia

La generale stabilità degli scambi di strumenti su indici azionari osservata nel secondo trimestre è probabilmente da ricondurre all'assenza di movimenti significativi nel mercato sottostante o al grado insolitamente basso di incertezza espresso dalla volatilità implicita nelle opzioni su indici. Di fatto, tanto negli Stati Uniti quanto nell'area dell'euro le volatilità implicite si sono attestate su valori prossimi ai minimi storici. A frenare l'attività potrebbero essere intervenute anche altre considerazioni di più ampio respiro: benché le imprese USA abbiano registrato utili positivi nel periodo sotto rassegna, i timori di un aumento del tasso sui federal fund sono andati crescendo, e ciò potrebbe aver compensato l'effetto favorevole dei profitti societari limitando l'assunzione di posizioni sui mercati derivati.

