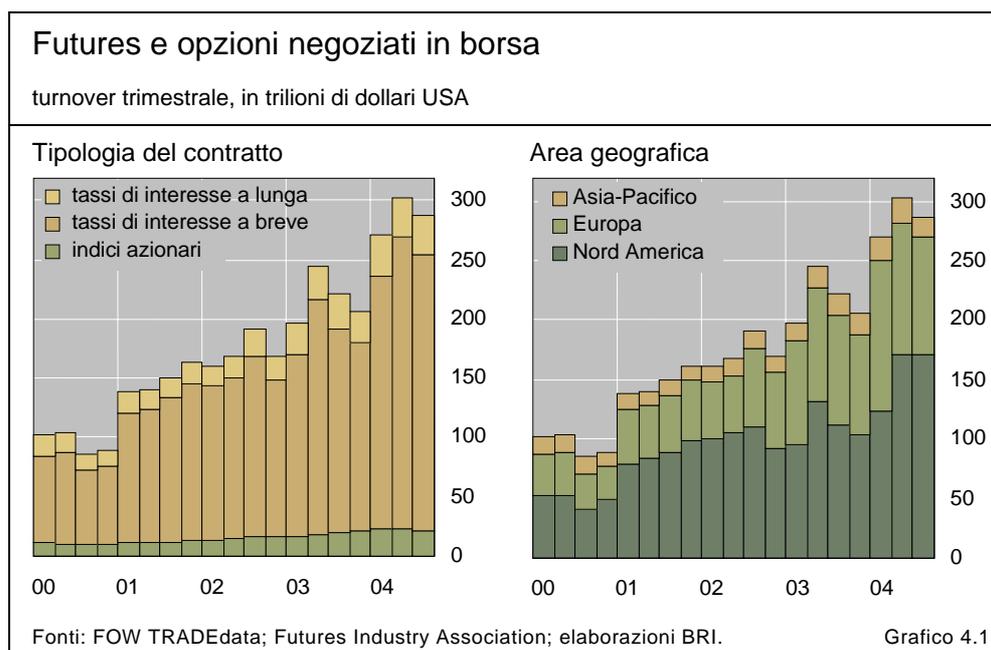


4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati è sceso nel terzo trimestre 2004: il valore complessivo degli scambi di contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute è stato pari a \$288 trilioni, in flessione del 5% sul trimestre precedente (grafico 4.1). Dopo la corsa frenetica dei primi sei mesi dell'anno, l'attività sembra aver segnato il passo per riprendere fiato.

Il calo ha interessato tutte le categorie di rischio ad eccezione delle valute. È probabile che esso sia in larga parte riconducibile alla maggiore uniformità di vedute sull'andamento futuro della politica monetaria nelle principali economie dopo il primo innalzamento dei tassi ufficiali USA in giugno. Proprio questa mancanza di disparità ha limitato le opportunità di scambio.

Da un punto di vista geografico, le contrattazioni sono state fiacche soprattutto in Asia, dove è diminuita l'attività in strumenti su indici azionari e su tassi di interesse, ma anche in Europa si è avuta una contrazione significativa (pari all'11% nel solo comparto dei tassi di interesse). Negli Stati Uniti, gli scambi di prodotti su tassi di interesse hanno praticamente ristagnato, mentre quelli su indici azionari sono scesi del 4%.



Il ritmo graduale dell'inasprimento monetario contiene gli scambi

Dopo sei mesi di crescita vigorosa, nel terzo trimestre 2004 il volume aggregato degli scambi di borsa in strumenti sul reddito fisso è diminuito del 5%, a \$266 trilioni. La flessione ha fatto seguito al primo innalzamento del tasso obiettivo sui federal fund statunitensi in giugno che, oltre a essere in linea con le attese, è stato accompagnato da una dichiarazione che avrebbe fornito agli operatori maggiori certezze circa il "ritmo graduale" dei futuri inasprimenti da parte della Federal Reserve.

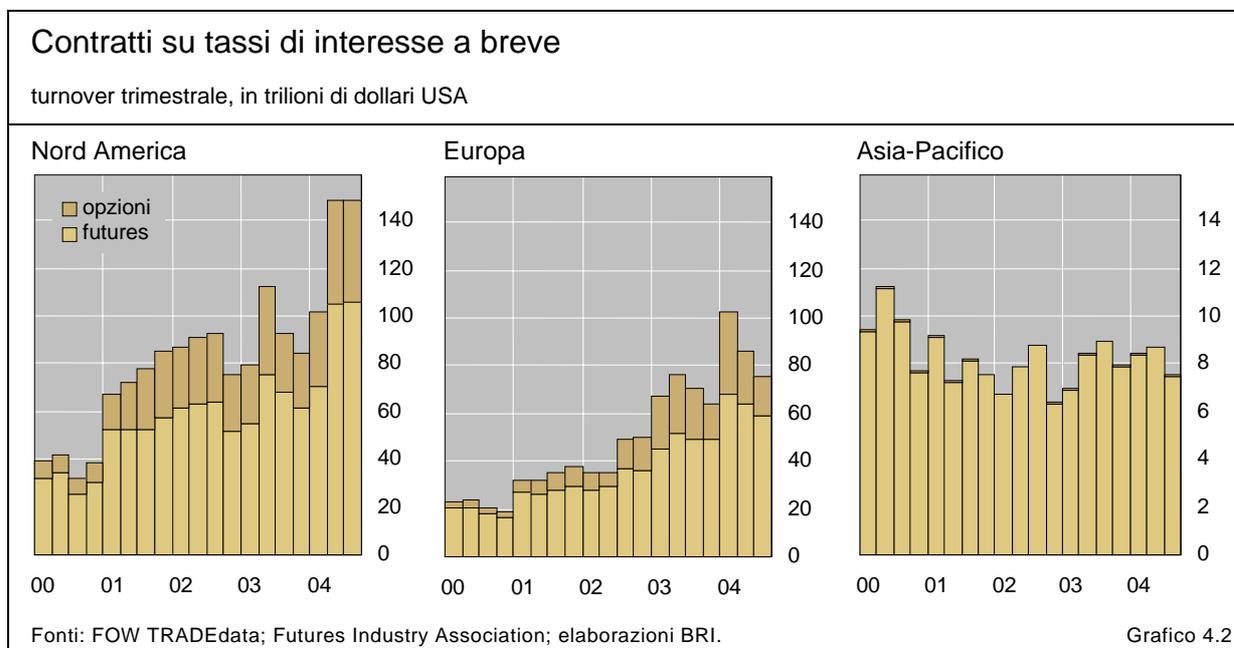
Calano le transazioni sul reddito fisso

Il calo del turnover in prodotti sul reddito fisso ha interessato in misura abbastanza omogenea le diverse tipologie di contratti. L'attività in strumenti del mercato monetario – compresi quelli sull'Euribor e sui tassi dell'eurodollaro e dell'euroyen – è scesa del 5%, a \$233 trilioni, e quella in obbligazioni del 3%, a \$33 trilioni (grafico 4.2)¹. La contrazione ha riguardato sia i futures (-3%, a \$173 trilioni) sia le opzioni (-11%, a \$59 trilioni).

L'attività è invece variata notevolmente da regione a regione. Negli Stati Uniti, dopo la rapida crescita del trimestre precedente, essa è rimasta piuttosto stabile su valori complessivamente prossimi ai \$146 trilioni, con un ristagno sia dei futures sia delle opzioni (grafico 4.2). In Europa gli scambi sono diminuiti del 13%, a \$75 trilioni, soprattutto a causa di un calo delle opzioni su tassi a breve. I livelli di attività registrati negli Stati Uniti sono dunque stati quasi doppi rispetto a quelli europei.

I primi due mesi del trimestre sono stati i più fiacchi. Negli Stati Uniti, alla contrazione di luglio (-9%) hanno fatto seguito un ristagno in agosto e una crescita del 14% in settembre. La minore volatilità osservata in questo

Possibile effetto della minore volatilità ...



¹ Vale la pena segnalare che il calo dell'attività si è associato alla liquidazione di posizioni negli stessi strumenti. Nell'insieme, la diminuzione del 5% degli scambi di prodotti su tassi di interesse a breve ha coinciso con una flessione del 9% delle posizioni aperte, misurate in termini di ammontari nozionali. Tale fenomeno è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti.

paese fa ritenere che il calo di inizio estate sia stato collegato alle predette dichiarazioni della Federal Reserve, nonché a notizie economiche meno favorevoli del previsto, che hanno ulteriormente ridotto la probabilità di repentini aumenti dei tassi (cfr. il “Quadro generale degli sviluppi” nell’edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*). Tali andamenti hanno abbassato il grado di incertezza circa l’evoluzione futura dei tassi di interesse a breve e ridotto l’assunzione di posizioni.

... e del maggior
consenso
sull’orientamento
futuro della politica
monetaria

Il nesso fra le contrattazioni in derivati su tassi di interesse e il grado di convergenza delle vedute sul corso della politica monetaria è particolarmente evidente se si considerano gli scambi di futures su federal fund. Essi sono aumentati del 235% tra febbraio e giugno, riflettendo la maggiore assunzione di posizioni in presenza di pareri difformi nel periodo precedente la prima variazione dei tassi di interesse ufficiali da parte della Federal Reserve alla fine di giugno; gli scambi sono poi scesi del 28% in luglio, di riflesso alla tendenza verso un maggiore grado di consenso. Oscillazioni analoghe, seppur più modeste, hanno riguardato nello stesso periodo i contratti futures sull’eurodollaro a tre mesi.

Anche gli strumenti europei hanno evidenziato considerevoli variazioni mensili. L’attività in Europa è stata debole in luglio e agosto, con cali del 20 e 12% rispettivamente in termini di volumi, ma è poi cresciuta del 40% in settembre, molto più di quanto atteso sulla base della passata stagionalità dei dati. La relativa stabilità della volatilità implicita dei tassi europei a tre mesi sta a indicare che il recupero di settembre potrebbe essere in ampia misura riconducibile a negoziazioni basate su esigenze di liquidità, e non effettuate sulla spinta di nuove informazioni. Ad alimentare gli scambi potrebbe avere altresì contribuito il fatto che, rispetto al passato, l’evoluzione dei tassi a breve europei è divenuta più incerta di quella dei tassi statunitensi².

Anche i contratti su
obbligazioni a lungo
termine
ristagnano ...

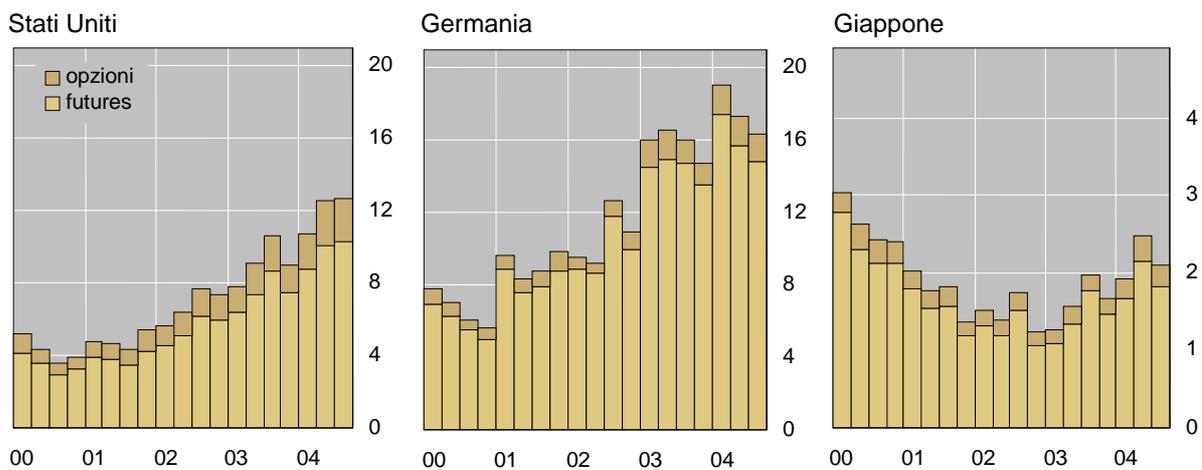
Il segmento a lunga ha registrato un andamento sostanzialmente simile a quello a breve: mentre negli Stati Uniti l’attività è rimasta pressoché invariata a \$13 trilioni, in Europa è scesa del 5%, a circa \$17 trilioni (grafico 4.3). Sia negli Stati Uniti che nell’area dell’euro le contrattazioni sono state contenute in luglio e sostenute nei mesi successivi. Particolarmente vigorosi in agosto (+35%), gli scambi negli Stati Uniti sono aumentati di appena il 6% in settembre. Sui mercati europei l’attività è invece rimasta stabile in agosto per poi segnare in settembre il sorprendente aumento del 47%, ancora una volta ben superiore a quanto prevedibile in base alla sola dinamica stagionale.

La crescente attività in derivati su tassi di interesse a lungo termine osservata negli Stati Uniti durante gli ultimi due mesi del trimestre potrebbe derivare dall’andamento divergente delle volatilità in tale segmento e in quello a breve. La volatilità differenziale – misurata dai prezzi delle swaption

² Negli ultimi anni si è osservata una correlazione negativa fra le variazioni negli scambi di derivati su tassi di interesse statunitensi e quelle degli analoghi contratti europei, che si è associata a una crescente volatilità a breve termine negli Stati Uniti (cfr. “I mercati degli strumenti derivati” nell’edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*). Per contro, lo scorso trimestre è emersa una correlazione positiva proprio nel momento in cui il differenziale di volatilità si è assottigliato.

Contratti su titoli pubblici

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



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

Grafico 4.3

sui tassi swap quinquennali e annuali con durata residua pari a un anno – si è ampliato a partire da agosto negli Stati Uniti e da settembre nell'area dell'euro. Ciò va probabilmente ascritto al fatto che le notizie economiche peggiori del previsto pubblicate negli Stati Uniti hanno accresciuto l'incertezza (e la discordanza di pareri) circa l'andamento dei tassi a lunga, più che di quelli a breve.

Nella regione Asia-Pacifico il turnover è sceso del 13%, a \$10 trilioni. La contrazione è stata particolarmente accentuata in Asia (-25%), dove i futures sui tassi a breve e a lungo termine sono calati rispettivamente del 29 e 15%. A livello di singoli paesi il rallentamento è stato più pronunciato a Singapore, con una diminuzione del 47% nei contratti a breve, dovuta soprattutto al calo del 56% dei futures su strumenti in eurodollari a tre mesi³. Minori livelli di attività sono stati osservati anche in Giappone, dove i contratti a breve e a lunga sono diminuiti rispettivamente del 10 e 15%. L'attività in tassi di interesse nel paese ha così registrato il primo rallentamento dell'anno su base trimestrale. Ciò ha probabilmente riflesso, almeno in parte, la minore domanda di posizioni a copertura di un possibile abbandono della politica del tasso di interesse zero da parte del Giappone, considerati i segnali di moderazione della ripresa.

... soprattutto in Asia

L'Australia si è mossa in controtendenza rispetto alla generale dinamica nella regione Asia-Pacifico: le transazioni su tassi di interesse sono aumentate del 18%, per lo più grazie al maggiore turnover nel segmento a breve, cresciuto del 21%.

³ Questi contratti sono negoziati a Singapore nel quadro di un accordo di compensazione reciproca con il Chicago Mercantile Exchange.

Cresce l'attività in contratti su valute

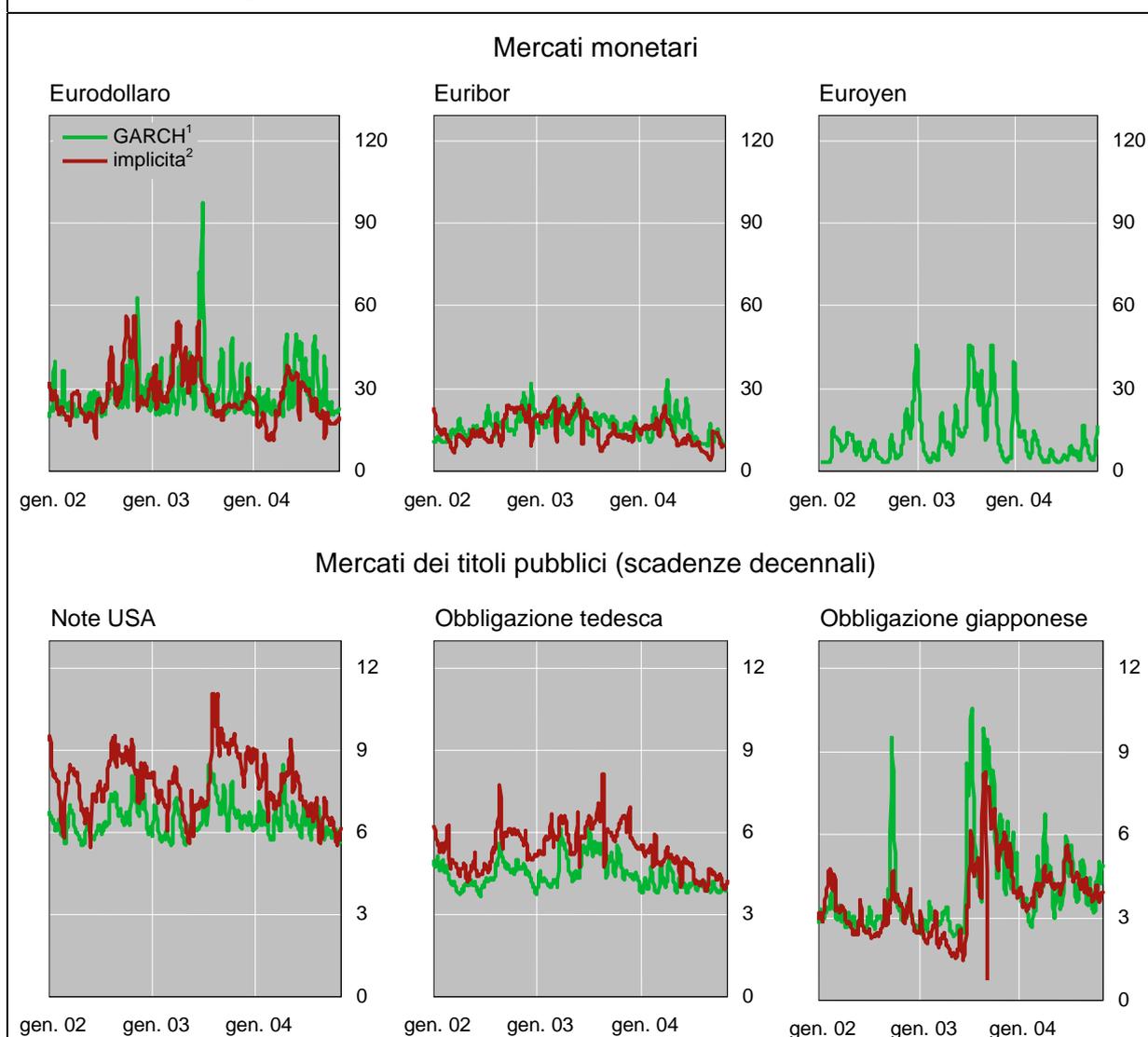
In netto contrasto con il calo nel mercato dei tassi di interesse, nel terzo trimestre 2004 il volume delle negoziazioni di borsa in derivati valutari è salito del 10%, a \$1,7 trilioni. A tale risultato hanno contribuito soprattutto gli Stati Uniti (+12%) e l'Europa (+6%), mentre l'Asia ha costituito l'unica eccezione, registrando un calo del 10%.

Il turnover si concentra sulle borse statunitensi

In termini di distribuzione geografica, i derivati su valute restano notevolmente concentrati sulle borse statunitensi, che detengono il 90% del mercato. Quanto agli strumenti, una quota preponderante dell'attività sia all'interno che al di fuori degli Stati Uniti è rappresentata dai futures, pari complessivamente al 93% dei contratti valutari di borsa.

Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

medie mobili di cinque giorni

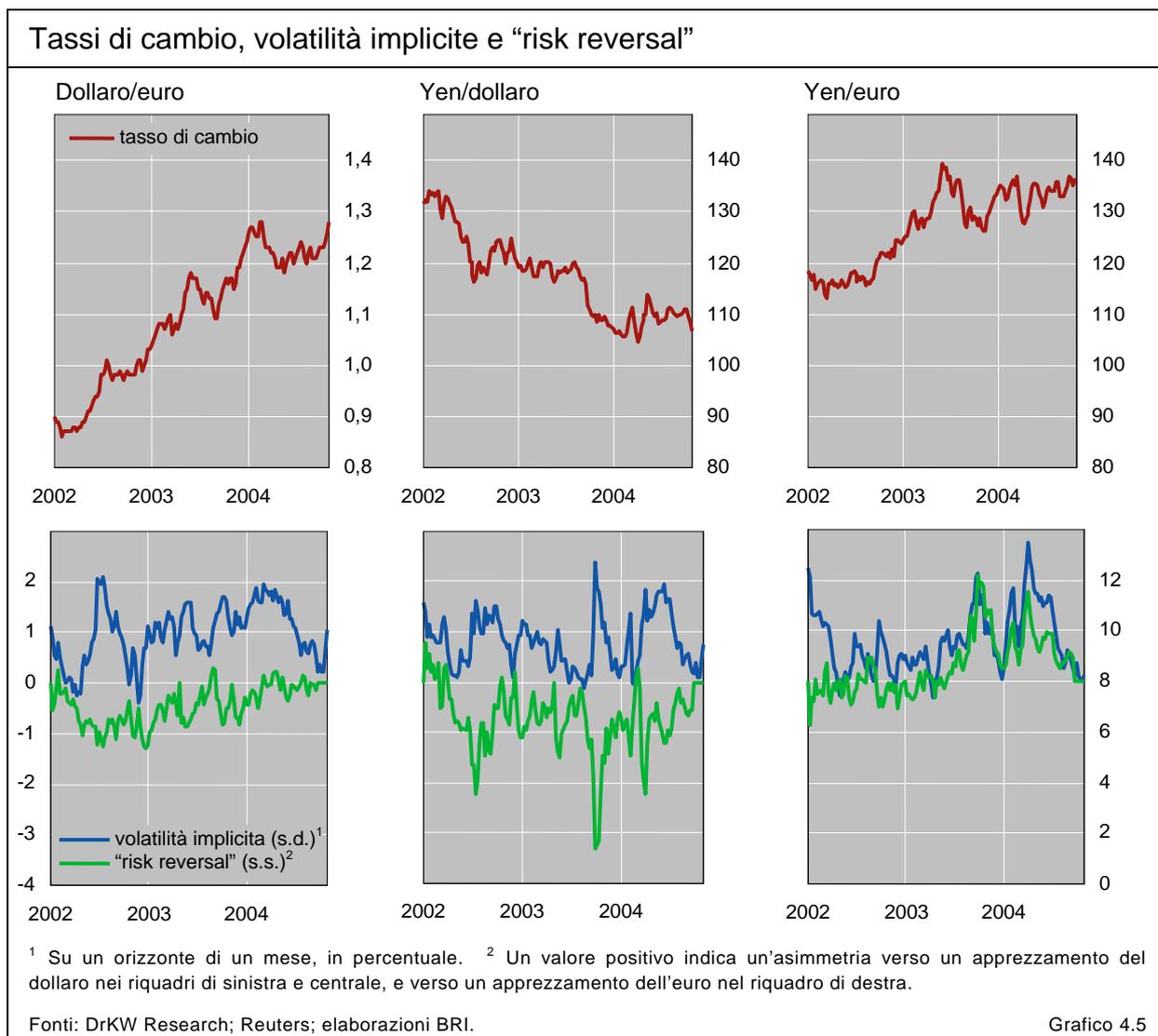


¹ Volatilità condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere nei rendimenti su eurovalute e nei prezzi obbligazionari, in base a un modello GARCH(1,1). ² Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call "at-the-money".

Nell'insieme, la maggiore attività del terzo trimestre è ascrivibile ai segmenti di dollaro canadese, franco svizzero e sterlina britannica, il cui turnover è cresciuto di circa il 20%. Gli scambi sull'euro sono rimasti invariati, mentre quelli sul dollaro sono saliti del 4%. A livello regionale, le negoziazioni sul dollaro sono aumentate sensibilmente (+16%) nelle borse degli Stati Uniti, mentre quelle sull'euro sono rimaste pressoché stabili nelle piazze sia statunitensi sia europee. Gli scambi di futures sul dollaro sono stati particolarmente intensi in Brasile, dove i volumi sono cresciuti del 68%. La crescita dell'attività osservata nel terzo trimestre rispetto al secondo si deve soprattutto al mese di settembre, mentre luglio e agosto sono stati contrassegnati da un'evoluzione piuttosto modesta degli scambi.

Gli andamenti del trimestre, e in particolare il picco di attività in settembre, costituiscono probabilmente la risultante sia dell'indebolimento del dollaro rispetto all'euro, sia del massimo toccato in quel mese dalla volatilità implicita (grafico 4.4). La presenza di chiare tendenze e di una maggiore volatilità sui mercati valutari può determinare un aumento delle attività di investimento e di copertura su tali mercati (cfr. lo studio di Galati e Melvin in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). D'altra parte, l'attività non si è

La maggiore volatilità può avere alimentato le contrattazioni



inequivocabilmente associata a movimenti attesi dei tassi di cambio bilaterali delle principali coppie valutarie, anch'essi potenzialmente in grado di stimolare le operazioni di copertura. I "risk reversal" sono di fatto rimasti sempre prossimi allo zero, attestando la neutralità delle opinioni circa l'andamento futuro dei tassi di cambio del dollaro. Ciò si pone in netto contrasto con il brusco calo della misura di "risk reversal" per la coppia yen/dollaro osservato durante l'episodio di deprezzamento della moneta USA nel settembre scorso (grafico 4.5).

Calano nettamente le contrattazioni su indici azionari asiatici

Calo generalizzato del turnover di contratti su indici azionari

Nel periodo in esame il turnover globale dei contratti su indici azionari, che nel secondo trimestre aveva ristagnato dopo una crescita prolungata, è sceso bruscamente dell'11%, a \$21 trilioni. L'attività è stata particolarmente mediocre nella regione Asia-Pacifico (-24%, a \$7 trilioni). Nello stesso periodo, le transazioni sono scese sulle piazze nordamericane (del 4%, a \$9 trilioni), rimanendo stabili su quelle europee (a circa \$4,8 trilioni). Nel dettaglio dei singoli paesi europei, l'attività ha ristagnato in Germania e nel Regno Unito ed è nettamente calata (in misure comprese fra il 7 e il 10%) in Francia, Italia e Spagna.

L'andamento fiacco degli scambi su indici azionari è riconducibile a vari fattori. Per quanto riguarda l'Asia, esso è probabilmente collegato alle indagini attualmente condotte dalle autorità coreane in merito ai presunti casi di corruzione che avrebbero interessato le operazioni in derivati fra il 2001 e il 2003. Le opzioni sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana costituiscono una quota predominante (69%) dell'attività asiatica su indici azionari. In altre regioni il minore turnover si spiega probabilmente con la stabilità degli indici sottostanti. Come nel trimestre precedente, il ristagno ha rispecchiato il grado insolitamente basso dell'incertezza, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari. Già prossime ai minimi storici sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro alla fine del secondo trimestre, le volatilità implicite hanno di fatto continuato a calare nel periodo sotto rassegna.

Scendono anche i contratti su titoli singoli

La minore attività di posizionamento mediante derivati azionari risulta evidente anche dagli strumenti su titoli singoli (per i quali sono disponibili soltanto dati sul numero di contratti). Dopo essere cresciuto per cinque trimestri consecutivi dagli inizi del 2003, negli ultimi due trimestri il numero di contratti è sceso del 18 e 6%. Il calo è stato più brusco in Europa (-14%) che negli Stati Uniti (-5%), mentre in Asia si è registrato un incremento del 4%.

Si riducono gli scambi su merci

Nel terzo trimestre l'attività si è ridotta anche sui mercati delle merci, dove il numero di contratti negoziati è sceso del 9%. I derivati su metalli preziosi e non preziosi, nonché quelli su prodotti agricoli hanno subito un calo in termini di turnover pari rispettivamente al 12, 23 e 17%.

Attività nel segmento OTC e misure del grado di concentrazione

Agli inizi di quest'anno 52 banche centrali e autorità monetarie hanno preso parte all'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati. Questa è articolata in due parti: la prima incentrata sul volume degli scambi nei mercati valutari, la seconda sugli ammontari nozionali in essere e sui valori lordi di mercato dei derivati over-the-counter (OTC), compresi quelli su valute, tassi di interesse, azioni, merci e crediti. I dati della seconda parte risultano di particolare utilità in quanto sono stati pubblicati nello stesso formato dell'indagine semestrale sulle posizioni nel mercato mondiale dei derivati OTC (anche se, rispetto a quest'ultima, coprono un maggior numero di istituzioni e una più ampia gamma di strumenti). Il presente riquadro sintetizza i risultati dell'Indagine triennale e fornisce alcuni riscontri sul grado di concentrazione nel mercato dei derivati OTC, pubblicati nel medesimo comunicato stampa[®].

L'attività complessiva sul mercato OTC è rimasta sostenuta nella prima metà del 2004. Alla fine di giugno l'ammontare nozionale complessivo dei contratti in essere era pari a \$220 trilioni, in aumento del 12% rispetto a fine dicembre 2003. I prodotti su tassi di interesse e quelli su valute, cresciuti rispettivamente del 16% (a \$165 trilioni) e del 10% (a \$27 trilioni), hanno rappresentato l'87% del totale, ma anche l'attività in strumenti collegati ad azioni è stata vivace (+19%). Per contro, gli ammontari in essere dei derivati collegati a merci sono scesi del 10%.

I valori lordi di mercato, che misurano il costo di sostituzione dei contratti in essere, sono scesi dell'8%, a \$6,4 trilioni. Per la grande maggioranza (il 62%, pari a \$4,0 trilioni) essi si concentrano nel segmento dei prodotti su tassi di interesse. In termini di controparti, il calo nei valori lordi di mercato è stato consistente nel caso degli operatori dichiaranti (-14%, a \$2,3 trilioni) e meno pronunciato (-5%) per le altre istituzioni finanziarie, una categoria che ricomprende fondi comuni, hedge fund, banche commerciali minori e compagnie di assicurazione.

Grazie alla sua più ampia copertura, l'Indagine triennale fornisce anche informazioni sull'evoluzione del mercato dei derivati creditizi, che di norma non rientra nell'indagine semestrale. Negli ultimi tre anni i valori nozionali di questi strumenti sono cresciuti in misura ragguardevole, risultando più che sestuplicati (a \$4,5 trilioni) alla fine di giugno 2004. Tale risultato va ricondotto in larga misura all'utilizzo diffuso dei credit default swap, stimolato dalla standardizzazione delle condizioni contrattuali e dalla creazione di indici e piattaforme di negoziazione.

Dai dati relativi alle misure del grado di concentrazione emerge una serie di elementi di fatto. Anzitutto, tra fine 1998 e metà 2004 la concentrazione sui principali mercati derivati OTC è rimasta invariata o è lievemente aumentata. In secondo luogo, essa si è rivelata più bassa e stabile sui mercati di maggiori dimensioni (in termini di ammontari nozionali in essere), che non in quelli minori. In terzo luogo, per gran parte dei contratti il comparto inter-dealer presenta un livello di concentrazione analogo o di poco superiore a quello del mercato complessivo.

Nel segmento dei derivati su tassi di interesse (il più grande del mercato globale OTC), il grado di concentrazione è leggermente calato per gli swap denominati in dollari statunitensi, yen, sterline, franchi svizzeri e dollari canadesi, mentre è rimasto invariato per quelli in euro e corone svedesi. Con riferimento alle opzioni, esso si è mantenuto pressoché immutato nel caso degli strumenti in dollari USA, euro e sterline, aumentando però in quello dei prodotti denominati nelle altre principali valute. Nell'insieme, il livello di concentrazione continua a essere più elevato nei mercati dei contratti forward e delle opzioni che non in quelli degli swap.

[®] *Triennial and semiannual surveys on positions in the global over-the-counter (OTC) derivatives market at end-June 2004 – Concentration measures for OTC derivatives markets from December 1998 to June 2004*, pubblicato il 6 dicembre 2004. Le misure del grado di concentrazione nei mercati dei derivati OTC sono fornite per controparte, categoria di rischio e tipologia di contratto, sulla base dei dati raccolti dalle banche centrali presso i principali intermediari a livello mondiale nei suddetti mercati. La BRI pubblicherà gli aggregati complessivi dei dati sul grado di concentrazione all'interno delle statistiche semestrali sui derivati OTC. Le banche centrali partecipanti alla raccolta dei dati sono le seguenti: Banque Nationale de Belgique, Bank of Canada, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Bank of Japan, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Bank of England, Board of Governors of the Federal Reserve System, Sveriges Riksbank e Banca Nazionale Svizzera.

Crescono soltanto i derivati sull'energia

L'unica eccezione a questa dinamica generale è rappresentata dai derivati su prodotti energetici, le cui contrattazioni sono aumentate dell'8%. La volatilità dei corsi petroliferi, assieme alle crescenti disparità di vedute circa il loro andamento futuro, ha probabilmente determinato un maggiore utilizzo dei derivati su petrolio a fini speculativi e di copertura (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*). Geograficamente parlando, gli incrementi maggiori sono stati osservati negli Stati Uniti (6%) e in Giappone (13%). Va inoltre rilevato il notevole calo della crescita delle contrattazioni in derivati su metalli non preziosi, pari al 9% in Europa, al 14% negli Stati Uniti e al 36% in Asia. Le variazioni dell'attività in questo comparto anticipano generalmente quelle degli indicatori ciclici coincidenti: il calo delle contrattazioni potrebbe riflettere la revisione al ribasso delle attese circa la crescita mondiale futura, avvenuta nel terzo trimestre.

