

4. I mercati degli strumenti derivati

Dopo due cali consecutivi, nel primo trimestre 2005 il volume delle contrattazioni di borsa in strumenti derivati è tornato a segnare una robusta espansione: il valore aggregato degli scambi su tassi di interesse, indici azionari e valute è aumentato del 19%, a \$333 trilioni. L'attività è stata vivace in tutti i segmenti, ma in particolare in quello dei tassi di interesse. La ragione di ciò va forse ricercata nell'accresciuta incertezza sui tassi a lungo termine venutasi a creare con la fase di vendite nei mercati del reddito fisso a cavallo tra febbraio e marzo. Gli scambi di contratti su indici azionari hanno probabilmente tratto impulso dal forte recupero dei principali indici di borsa osservato in febbraio, dopo le segnalazioni di utili societari sorprendentemente elevati e l'annuncio di diverse fusioni di entità rilevante.

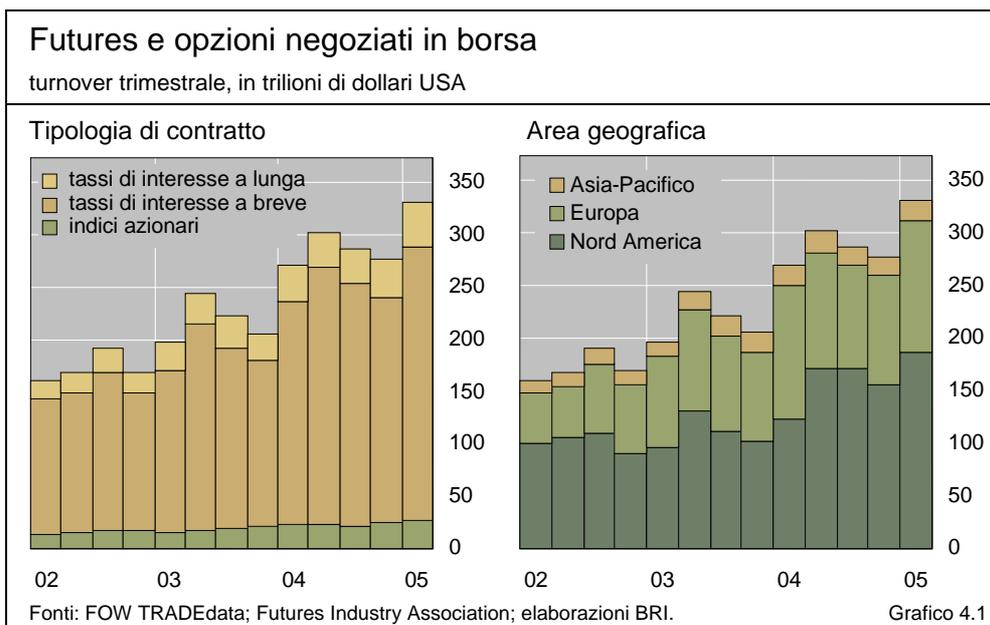
Gli ultimi dati sul mercato mondiale dei derivati *over-the-counter* (OTC) segnalano per il secondo semestre 2004 un incremento degli ammontari nozionali in essere, che a fine dicembre risultavano aumentati del 12,8%, a \$248 trilioni. I valori lordi di mercato sono saliti del 43%, a \$9,1 trilioni, ovvero – tenendo conto degli accordi bilaterali di *netting* giuridicamente vincolanti – del 40%, a \$2,1 trilioni. Il rapporto fra valori lordi di mercato e ammontari nozionali complessivi, sempre considerando questi accordi, è cresciuta solo marginalmente, allo 0,8%.

A partire da questa edizione della *Rassegna trimestrale* la BRI pubblica statistiche sui *credit default swap* (CDS), la componente più dinamica del segmento OTC¹. A fine dicembre l'ammontare nozionale in essere di questi strumenti era pari a \$6,4 trilioni. Secondo l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati pubblicata il 17 marzo 2005, nel triennio giugno 2001-giugno 2004 i derivati su crediti sono aumentati del 568%, quasi cinque volte l'incremento registrato dal segmento OTC nel suo insieme.

Attività vivace lungo l'intera curva dei rendimenti

Nel primo trimestre il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti sul reddito fisso è salito del 21%, a \$304 trilioni, grazie ai contratti su tassi sia

¹ Sempre a partire da questa edizione della *Rassegna trimestrale*, la BRI pubblica anche dati relativi al grado di concentrazione sui mercati dei derivati OTC. Per un commento su tali dati, cfr. il comunicato stampa della BRI del 20 maggio 2005, *OTC derivatives market activity in the second half of 2004*, disponibile sul sito internet della Banca www.bis.org.



a breve sia a lungo termine. Gli scambi di strumenti del mercato monetario – che comprendono quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen – sono aumentati del 21%, a \$262 trilioni, con un’attività sostenuta tanto nel comparto dei futures quanto in quello delle opzioni, mentre i prodotti collegati a obbligazioni hanno segnato un incremento del 20%, toccando quota \$43 trilioni (grafico 4.1).

Maggiori scambi di prodotti su tassi di interesse a breve ...

A differenza dei due trimestri precedenti, l’attività in strumenti su tassi a breve è stata vivace in tutte le regioni. Negli Stati Uniti le contrattazioni sono salite a \$159 trilioni, con un aumento del 23% (17% per i futures e 38% per le opzioni), e in Europa a \$95 trilioni, ossia del 18% (13% per i futures e 41% per le opzioni) (grafico 4.2).

... in tutte le aree geografiche

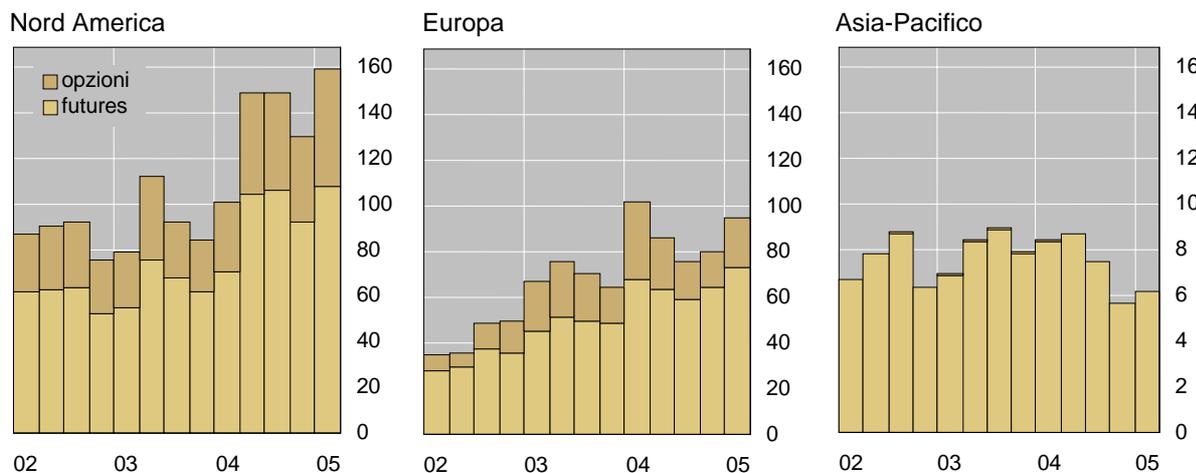
I più intensi scambi di derivati su tassi a breve non sembrano motivati dall’incertezza sul futuro corso della politica monetaria: gran parte degli investitori si attendeva per i mesi successivi una prosecuzione dell’inasprimento da parte della Federal Reserve, come attesta l’unanimità di previsioni circa il tasso obiettivo sui *federal fund* emersa da un’indagine Bloomberg. Di fatto, le contrattazioni di prodotti sui *federal fund* – che già nell’ultima parte del 2004 erano calate sensibilmente – nel primo trimestre 2005 hanno perso ancora l’1% nel comparto dei futures e il 14% in quello delle opzioni. Ciò nondimeno, durante lo stesso periodo l’attività in futures e opzioni sull’eurodollaro a tre mesi è aumentata rispettivamente del 20 e del 60%.

Nel segmento dei tassi di interesse a lungo termine gli scambi sono cresciuti del 20%, a \$43 trilioni, con aumenti dell’11% in Nord America (a \$15 trilioni) e del 27% in Europa (a \$25 trilioni) (grafico 4.3). L’attività nei mercati USA potrebbe essere dovuta alle esigenze di copertura connesse con l’inatteso appiattimento della curva durante la prima parte del trimestre, cui ha fatto seguito una repentina fase di vendite nel segmento a lunga tra fine febbraio e inizio marzo. Sulle piazze europee potrebbe avere influito anche la maggiore incertezza riguardo ai tassi di interesse: di fronte a notizie macroeconomiche piuttosto contrastanti, nel periodo in esame le volatilità implicite sui tassi swap sono aumentate di tre punti percentuali.

Le incerte prospettive di crescita favoriscono i contratti europei sul segmento a lunga

Contratti su tassi di interesse a breve termine

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



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

Grafico 4.2

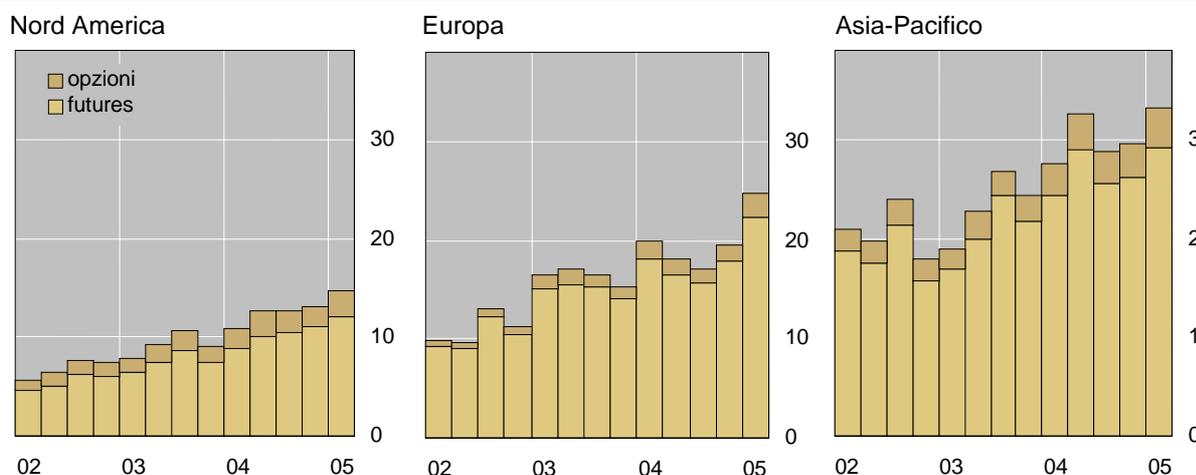
Come nel quarto trimestre, gli scambi di prodotti su tassi a lungo termine potrebbero essere stati favoriti anche dalla crescente pendenza della struttura a termine delle volatilità implicite, particolarmente pronunciata negli Stati Uniti a causa del brusco calo della volatilità nel segmento a breve (grafico 4.4). La maggiore volatilità relativa attesa dei tassi a lunga ha modificato la sensibilità dei portafogli su tassi di interesse alle variazioni sia delle scadenze sia dei tassi stessi, aumentando con tutta probabilità l'esigenza di coperture.

Nella regione Asia-Pacifico l'attività è tornata a crescere – del 10%, a \$9,5 trilioni – dopo due flessioni trimestrali consecutive, con aumenti del 12% nel comparto a lungo termine e del 9% in quello a breve. In quest'ultimo segmento le contrattazioni sono cresciute più nell'area del Pacifico (13%) che non in Asia (2% soltanto). Con riferimento ai singoli paesi asiatici, gli scambi

Aumento delle contrattazioni in Asia

Contratti su titoli pubblici

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

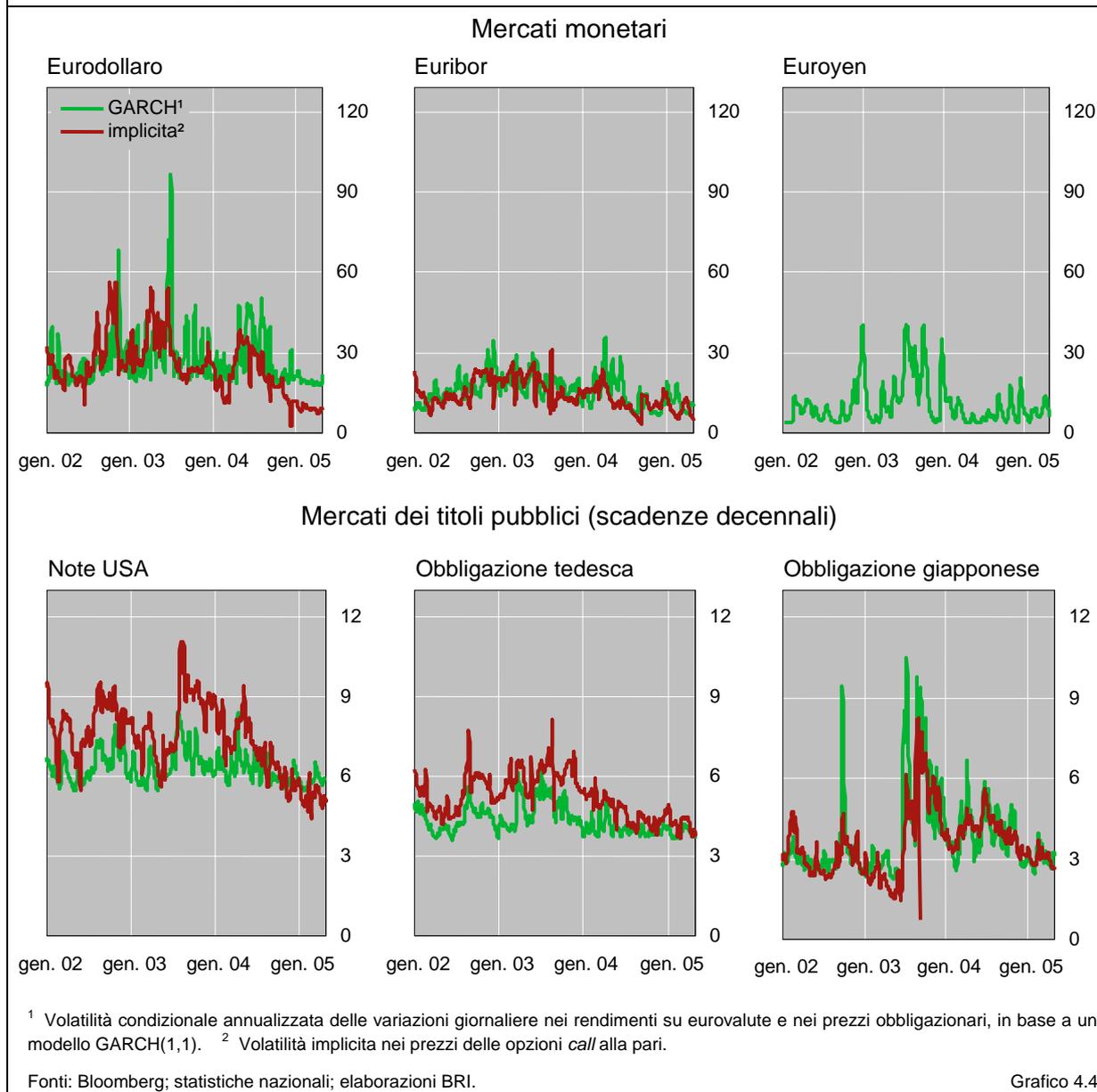


Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; elaborazioni BRI.

Grafico 4.3

Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

medie mobili di cinque giorni



sono saliti del 19% in Giappone (dopo il calo del 27% nel trimestre precedente) e hanno continuato a scendere a Singapore (-17%). L'incremento in Giappone ha interessato sia il comparto a breve che quello a lungo termine. Tale andamento potrebbe derivare dalle più incerte prospettive in materia di prezzi e di crescita: se in gennaio le previsioni della banca centrale segnalavano un pronunciato calo delle pressioni attese sui prezzi, in febbraio le prospettive economiche sono migliorate grazie agli annunci positivi sugli ordinativi di macchinari e al rialzo del mercato azionario.

Prosegue l'espansione dell'attività in contratti valutari

Il turnover dei derivati valutari negoziati in borsa è aumentato del 15%, a \$2,7 trilioni, rispetto al trimestre precedente. L'incremento è stato pari al 14%

Crescono gli scambi di prodotti su valute ...

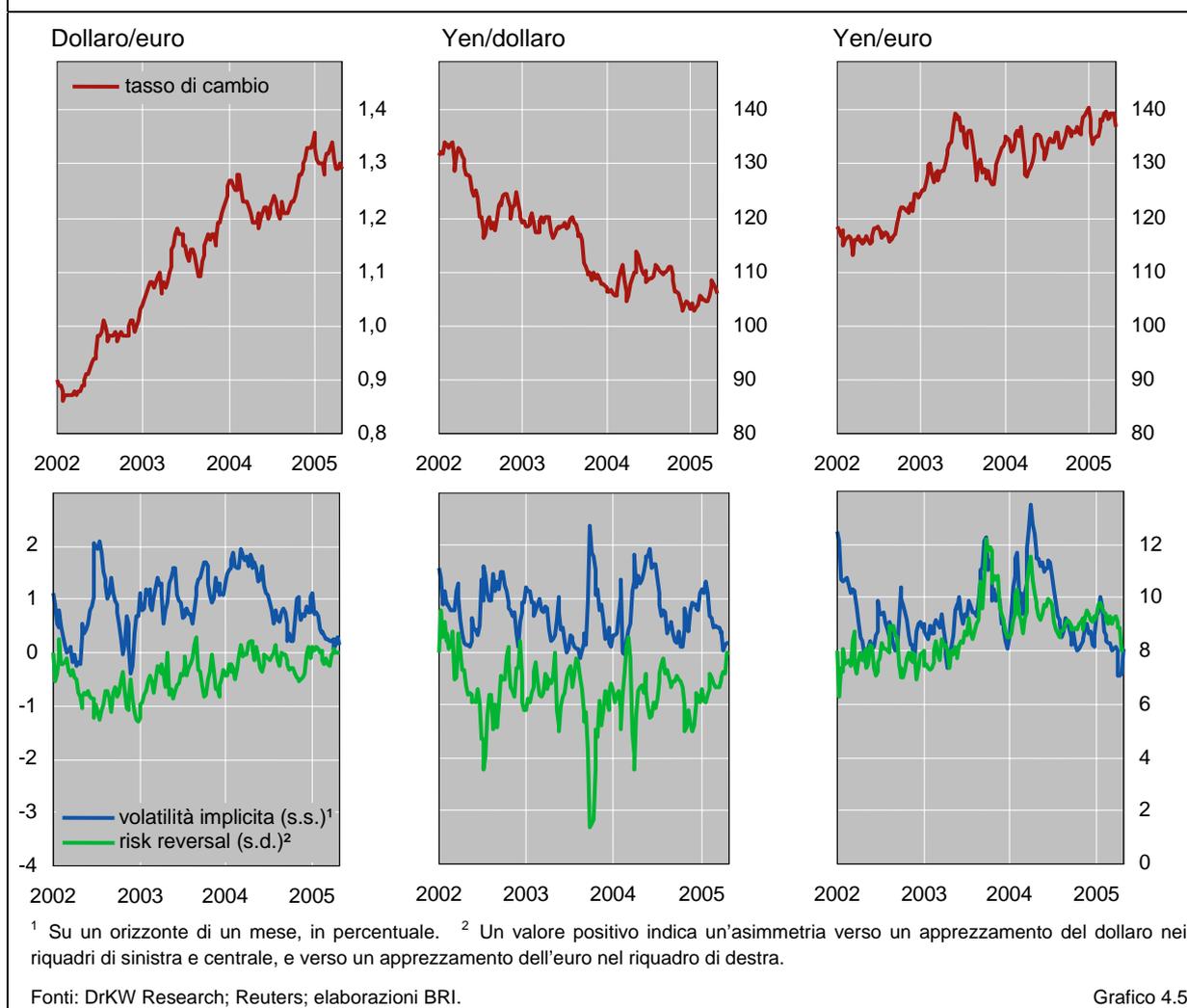
nel comparto dei futures (saliti a \$2,4 trilioni) e al 25% in quello delle opzioni. Tale risultato è riconducibile soprattutto al segmento euro/dollaro (+19%), ma anche le transazioni riguardanti il tasso yen/dollaro sono aumentate in misura significativa (+7%).

La dinamica degli scambi è variata da regione a regione: essi sono saliti del 14% (a \$2,4 trilioni) negli Stati Uniti, dove resta concentrata gran parte dell'attività, hanno ristagnato in Asia (a \$30 miliardi) e perso il 3% in Europa (scendendo a \$4 miliardi). Tassi elevati di crescita hanno continuato a contraddistinguere le contrattazioni di futures e opzioni in Brasile, cresciute del 32%, a \$234 miliardi, nella Bolsa de Mercadorias & Futuros (BMF) di San Paolo.

... al mutare delle attese riguardo al dollaro

L'accresciuta attività di investimento e di copertura sui mercati valutari non deriva dal clima di incertezza, poiché nel periodo le volatilità implicite per le principali coppie valutarie sono diminuite in misura significativa. Essa potrebbe invece rispecchiare i mutamenti effettivi e attesi dei livelli dei cambi, nonché l'esigenza di aggiustare le posizioni. Dopo una prolungata fase di deprezzamento, nel primo trimestre il dollaro ha guadagnato il 4,5% sull'euro. Nello stesso periodo, gli indicatori del *risk reversal* tratti dalle opzioni valutarie (grafico 4.5) iniziavano a segnalare il mutare delle aspettative degli operatori

Tassi di cambio, volatilità implicite e risk reversal



circa i livelli futuri del cambio: alle precedenti attese di un deprezzamento del dollaro sull'euro subentravano quelle di stabilità o di un lieve apprezzamento. In particolare, l'ampia variazione positiva nell'indicatore del *risk reversal* in marzo si è accompagnata a un incremento del 34% nelle contrattazioni di derivati su valute.

Crescono le contrattazioni su indici azionari, ma a un ritmo inferiore

Nel primo trimestre 2005 il turnover globale delle negoziazioni in strumenti su indici azionari, che nel periodo precedente era cresciuto del 17%, ha continuato ad aumentare, del 7%, a \$26 trilioni. Più intensa negli Stati Uniti (+9%, a \$11 trilioni), l'attività ha registrato un tasso di espansione relativamente più contenuto in Europa (+5%, a \$6 trilioni). Gli scambi hanno ristagnato in modo particolare in Germania, dove il volume di contrattazioni in prodotti collegati all'indice DAX ha subito un netto calo. Nella regione Asia-Pacifico l'aumento è stato pari al 5%, a \$9 trilioni; i mercati coreano e giapponese hanno seguito a espandersi (rispettivamente del 6 e del 10%), e anche l'Australia ha messo a segno un progresso (+13%).

Gli scambi di opzioni sono saliti dell'8%, a \$15 trilioni, e quelli di futures del 5% (a \$12 trilioni). La maggiore crescita nel segmento delle opzioni ha interessato tanto le piazze statunitensi (7%) quanto quelle europee (10%).

L'incremento del turnover negli Stati Uniti e in Europa contrasta con la relativa stabilità degli indici sottostanti, che nel primo trimestre sono cresciuti rispettivamente dello 0,1 e del 2,4%. Esso non sembra neanche riconducibile al clima di maggiore incertezza, dal momento che le volatilità implicite hanno continuato ad aggirarsi intorno al 12% in ragione d'anno. Un possibile motivo potrebbe essere il lieve incremento nell'intolleranza al rischio degli investitori: dopo il calo dell'anno precedente, le stime del coefficiente dell'avversione relativa al rischio desunte dalle opzioni su indici azionari hanno mostrato la tendenza ad aumentare nel primo trimestre 2005.

Gli scambi di futures e opzioni su azioni singole (per cui sono disponibili unicamente i dati sul numero di contratti) hanno continuato a mostrare una correlazione positiva con l'attività in prodotti collegati a indici, salendo dell'11% (17 e 6% rispettivamente in Europa e negli Stati Uniti).

Invariate le negoziazioni di prodotti su merci

Dopo il calo nel terzo trimestre 2004 e la modesta ripresa nel quarto, l'attività nei mercati dei prodotti su merci (che può essere misurata solo in termini di numero di contratti) è rimasta invariata nel periodo sotto rassegna. Il profilo degli scambi è variato significativamente fra le diverse regioni: gli Stati Uniti hanno registrato un aumento del 12%, mentre Europa e Asia hanno perso il 2 e il 18% rispettivamente. La netta flessione dell'Asia è interamente riconducibile ai derivati su prodotti energetici e su metalli non preziosi negoziati in Giappone

Aumenta il turnover su indici azionari ...

... che in Europa continua però a crescere più lentamente ...

... a causa della maggiore avversione al rischio

L'attività complessiva in strumenti su merci resta invariata

e in Cina. Se si eccettuano i contratti su derrate agricole² (saliti del 26%), il turnover è stato nell'insieme negativo per tutti gli strumenti collegati a merci.

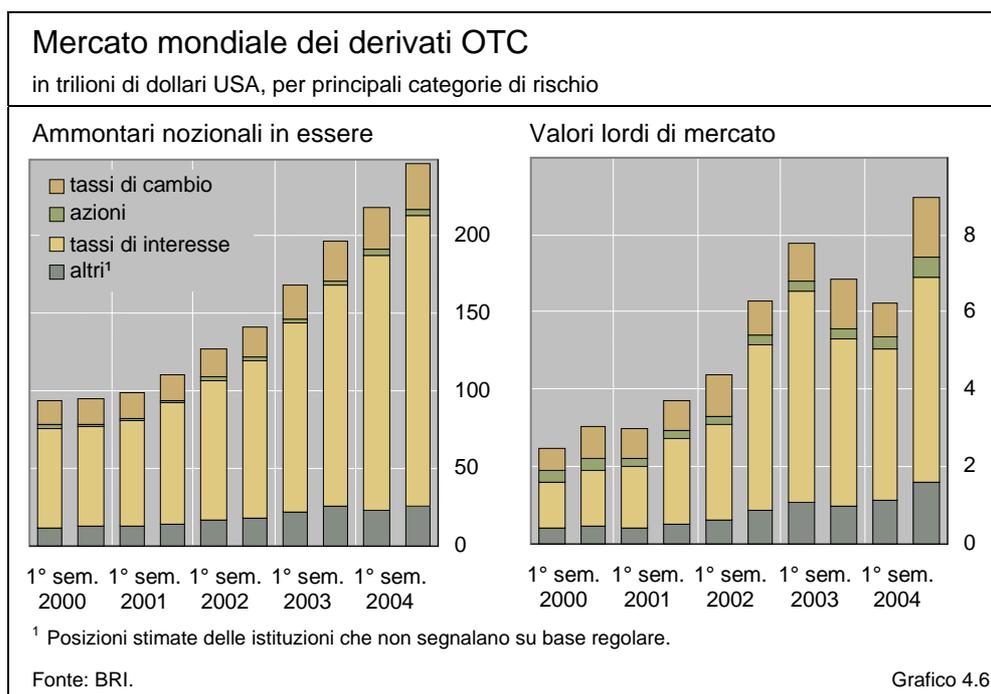
Crescono
notevolmente le
opzioni su metalli
non preziosi

Gli scambi sono scesi dell'1% nel comparto dei futures, che costituiscono l'89% di tutti i contratti su merci, mentre sono saliti del 9% in quello delle opzioni. Quest'ultimo segmento ha evidenziato marcate differenze tra le varie tipologie di merci. Se le opzioni su prodotti energetici e metalli preziosi hanno perso rispettivamente il 5 e 31%, quelle su metalli non preziosi e derrate agricole sono aumentate del 21 e 32%. Le persistenti attese di una crescita ancora solida del PIL, almeno negli Stati Uniti, potrebbero in parte spiegare il calo delle contrattazioni in opzioni su metalli preziosi (privilegiati di solito in periodi di debolezza del ciclo economico) e il contestuale aumento di quelle su metalli non preziosi (i cui prezzi tendono ad anticipare le espansioni cicliche).

Robusta crescita delle contrattazioni fuori borsa

Cresce l'attività
OTC nella seconda
metà del 2004

Come accennato, a partire da questa edizione la *Rassegna trimestrale BRI* pubblica le statistiche sul mercato dei *credit default swap* (CDS)³. Stando agli ultimi dati sui derivati OTC relativi al secondo semestre 2004, a fine anno l'importo nominale di CDS in essere ammontava a \$6,4 trilioni, dei quali \$2,7 costituiti da contratti fra intermediari dichiaranti. Nell'insieme, le posizioni sul



² Questi derivati rappresentano il 35% di tutti i contratti su merci.

³ Poiché la raccolta dei dati sui CDS è iniziata nel dicembre 2004, non sono disponibili informazioni sugli ammontari nozionali in essere prima di tale periodo. Inoltre, l'Allegato statistico non contiene riferimenti a questi dati. Un contratto CDS su nominativo singolo è un contratto assicurativo volto a coprire il rischio di perdita per insolvenza insito in un dato credito. Al verificarsi di un determinato evento creditizio, l'acquirente della protezione riceve dal venditore una somma a titolo di compenso della perdita subita, dietro corresponsione di un premio per tutta la durata del contratto.

Mercato mondiale dei derivati OTC ¹								
ammontari in essere, in miliardi di dollari USA								
	Ammontari nozionali				Valori lordi di mercato			
	Fine giu. 2003	Fine dic. 2003	Fine giu. 2004	Fine dic. 2004	Fine giu. 2003	Fine dic. 2003	Fine giu. 2004	Fine dic. 2004
Totale generale	169 658	197 167	220 058	248 288	7 896	6 987	6 395	9 133
A. Contratti in cambi	22 071	24 475	26 997	29 575	996	1 301	867	1 562
Contratti a termine secco e riporti in cambi	12 332	12 387	13 926	15 242	476	607	308	643
Swap su valute	5 159	6 371	7 033	8 217	419	557	442	761
Opzioni	4 580	5 717	6 038	6 115	101	136	116	158
B. Contratti su tassi di interesse ²	121 799	141 991	164 626	187 340	5 459	4 328	3 951	5 306
Forward rate agreement	10 270	10 769	13 144	12 805	20	19	29	20
Swap	94 583	111 209	127 570	147 366	5 004	3 918	3 562	4 793
Opzioni	16 946	20 012	23 912	27 169	434	391	360	492
C. Contratti collegati ad azioni	2 799	3 787	4 521	4 385	260	274	294	501
Forward e swap	488	601	691	759	67	57	63	81
Opzioni	2 311	3 186	3 829	3 626	193	217	231	420
D. Contratti su merci ³	1 040	1 406	1 270	1 439	100	128	166	170
Oro	304	344	318	369	12	39	45	32
Altri	736	1 062	952	1 070	88	88	121	138
Forward e swap	458	420	503	554	...	...	...	...
Opzioni	279	642	449	516	...	...	...	...
E. Altri derivati ³	21 949	25 508	22 644	25 549	1 081	957	1 116	1 594
Esposizione creditoria lorda ⁴	.	.	.	.	1 750	1 969	1 478	2 076
<i>Per memoria: contratti negoziati in borsa⁵</i>	38 203	36 740	52 802	46 592	.	.	.	.

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 parzialmente stimate. ⁴ Valori lordi di mercato tenuto conto degli accordi di compensazione bilaterali giuridicamente vincolanti. ⁵ Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; varie borse per la negoziazione di futures e opzioni.

mercato globale dei derivati OTC hanno registrato una robusta espansione nella seconda metà del 2004: a fine dicembre lo stock complessivo era salito a \$248 trilioni, con un aumento del 12,8% (grafico 4.6 e tabella 1), di poco superiore all'11,6% registrato nel primo semestre. I valori lordi di mercato, che erano scesi del 20% nelle due rilevazioni precedenti, sono cresciuti del 43%, a \$9,1 trilioni. Anche tenendo conto degli accordi bilaterali di *netting* giuridicamente vincolanti, il tasso di espansione è stato comunque del 40%, \$2,1 trilioni. Quest'ultima cifra rappresenta tuttavia appena lo 0,8% degli ammontari nozionali complessivi.

Crescono gli ammontari nozionali, specie nel segmento dei tassi di interesse

La crescita degli ammontari nozionali in essere è ascrivibile soprattutto agli strumenti su tassi di interesse, saliti del 13,8%, a \$187 trilioni. Per effetto dei cospicui aumenti evidenziati nelle due ultime rilevazioni semestrali, a fine dicembre 2004 gli swap rappresentavano quasi l'80% dell'intero segmento dei prodotti di tasso negoziati fuori borsa. Gli swap sono cresciuti in misura particolarmente consistente (+15,5%, a \$147 trilioni), seguiti dalle opzioni (+13,6%, a \$27 trilioni), mentre i *forward rate agreement* – che avevano registrato un sensibile aumento nella prima metà dell'anno – sono diminuiti del 3%, a \$13 trilioni.

La crescita degli swap su tassi di interesse è stata alimentata principalmente dai contratti in euro e sterline britanniche, saliti entrambi del 20%, rispettivamente a \$59 e 12 trilioni. Il comparto del dollaro USA, che in passato aveva costituito la principale fonte di crescita per questo segmento, è invece aumentato solo del 7,9%, a \$45 trilioni, contro il 25% fatto registrare nella prima metà dell'anno (grafico 4.7).

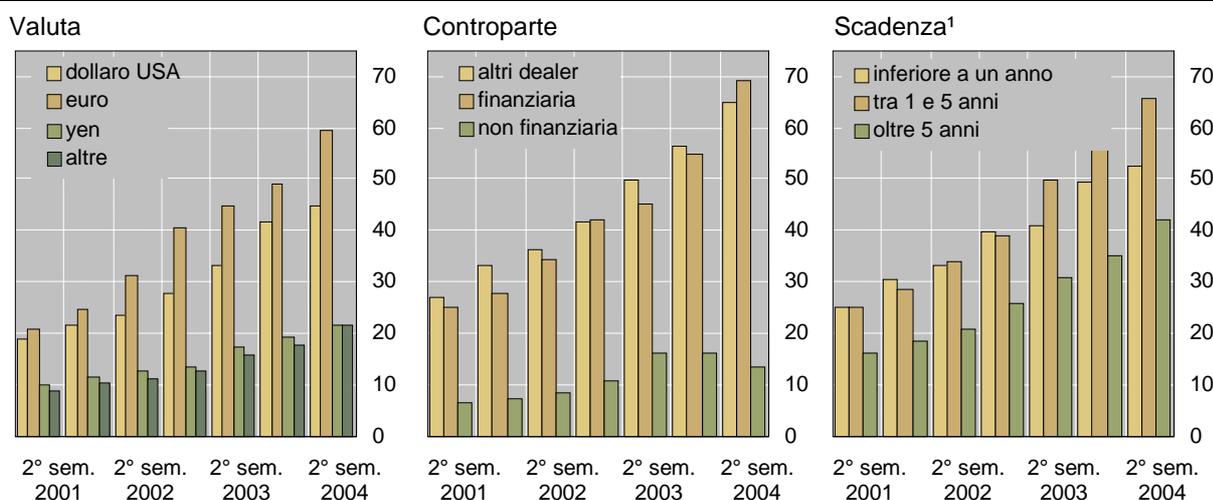
L'incremento nello stock dei derivati su tassi di interesse origina soprattutto dai contratti tra intermediari dichiaranti (cresciuti del 13%) e, come nella prima metà del 2004, tra questi e altre istituzioni finanziarie (+23%). L'assunzione di posizioni da parte della clientela non finanziaria – principalmente imprese – è diminuita del 14%. Con riferimento alle scadenze, l'aumento degli ammontari nozionali nel comparto dei contratti a più lungo termine (+18% per gli strumenti oltre cinque anni e +16% per quelli tra uno e cinque anni) è stato maggiore di quello dei prodotti con scadenze più brevi (+9%). Ciò contrasta con il periodo precedente, quando erano stati questi ultimi a crescere in misura maggiore (+23%).

Scambi intensi di swap ...

... soprattutto in euro e in sterline

Swap di tasso di interesse

ammontari nozionali in essere, in trilioni di dollari USA



¹ Compresi i *forward rate agreement*, che nel dicembre 2003 rappresentavano circa l'8% del totale nozionale in essere.

Fonte: BRI.

Grafico 4.7

I prodotti su valute negoziati fuori borsa sono aumentati del 9,5%, a \$30 trilioni. Nell'insieme del 2004 la loro crescita è stata pari al 21%, nettamente inferiore a quella record dell'anno precedente, nonostante le persistenti oscillazioni del dollaro rispetto alle principali divise (dopo la flessione del 15% sull'euro nel 2003 la moneta statunitense ha ancora perso l'8% lo scorso anno). Gli ammontari nozionali in essere sono aumentati in misura particolare nel comparto degli swap su valute (16,8%), mentre in quello dei contratti a termine secco e dei riporti in cambi l'espansione si è attestata sulla media del segmento valutario OTC (9,5%). Piuttosto mediocre è stata la dinamica delle opzioni, cresciute di appena l'1,3% dopo l'imponente incremento del 2003.

Non è da escludere che i vivaci scambi di swap su valute abbiano tratto origine dal crescente differenziale fra i tassi di interesse attesi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, che potrebbe avere indotto gli operatori a ricercare ulteriore protezione. Le contrattazioni fra intermediari e altre istituzioni finanziarie hanno registrato l'incremento maggiore (15%), mentre quelle fra intermediari dichiaranti sono salite dell'8%, contro il 25% nel primo semestre dell'anno. Per ciò che concerne le operazioni con la clientela non finanziaria, gli ammontari nozionali sono tornati a crescere moderatamente (3%), dopo il calo del 4% nel periodo precedente.

L'ampliarsi del differenziale atteso di interesse stimola gli scambi di swap su valute

Credit default swap

A fine 2004 gli ammontari nozionali in essere di CDS erano pari a \$6,4 trilioni, quasi il 50% in più del turnover di prodotti collegati ad azioni, ma ancora decisamente al di sotto di quelli degli strumenti su tassi di interesse o su valute (\$187 e 30 trilioni rispettivamente). Benché relativamente ridotto in termini assoluti, il mercato dei CDS è finora cresciuto a ritmi eccezionali rispetto ad altre classi di rischio. Secondo l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, nel triennio giugno 2001-giugno 2004 i derivati su crediti sono saliti del 568% (contro un aumento del 121% per tutti i prodotti OTC).

Straordinaria espansione dei CDS

Dei \$6,4 trilioni di ammontari nozionali in essere, \$2,7 trilioni erano costituiti da contratti fra intermediari dichiaranti. Oltre l'80% dello stock di contratti di acquisto e vendita di protezione fra intermediari dichiaranti e altri soggetti aveva come controparte istituzioni finanziarie non dichiaranti. In termini di durata, più del 70% dei CDS su nominativi singoli e il 60% di quelli su nominativi plurimi avevano una scadenza compresa fra 1 e 5 anni.

Gli intermediari hanno acquistato protezione da altri soggetti per \$178 miliardi su base netta, di cui \$149 miliardi da istituzioni finanziarie non dichiaranti. Quasi i due terzi di questi ultimi contratti erano plurinominativi. Il valore netto di mercato di tutti i CDS in essere ammontava a \$4 miliardi (\$89 miliardi con valore lordo positivo e \$93 miliardi con valore lordo negativo).

In prospettiva, la crescita dei derivati creditizi potrebbe ricevere ulteriore stimolo dalla recente introduzione del *fixing* della serie iTraxx di indici di CDS. Il *fixing* fornirà uno strumento di riferimento e di regolamento ampiamente accettato sui mercati dei derivati creditizi. Grazie a esso, gli investitori saranno in grado di verificare che i prezzi quotati dai singoli operatori siano prossimi a

Il fixing dovrebbe stimolare la crescita del mercato dei CDS

quelli prevalenti di mercato (più o meno come avviene per i tassi Libor, che fanno da supporto per la fissazione del prezzo degli swap su tassi di interesse). Ciò accrescerà la trasparenza – e pertanto i volumi – dei CDS e delle opzioni collegate al credito regolate per contante.

Sensibile aumento dei valori lordi di mercato

Dopo essere calati per due periodi di segnalazione consecutivi, nella seconda metà del 2004 i valori lordi di mercato hanno registrato un balzo significativo (+43%, a \$9 trilioni) (grafico 4.6). I contratti su tassi di interesse, che rappresentano il principale segmento del mercato OTC, sono aumentati del 34%, a \$5,3 trilioni. L'incremento è stato piuttosto contenuto nel comparto dei prodotti collegati al dollaro (appena il 3%, a \$1,5 trilioni), mentre per quelli collegati all'euro e alla sterlina britannica (saliti rispettivamente a \$2,9 trilioni e \$237 miliardi) esso è ammontato al 65 e al 26%. Nei segmenti dei contratti su valute e su azioni – che costituiscono peraltro componenti di minor rilievo del mercato dei derivati in generale – la crescita dei valori lordi di mercato è stata particolarmente sostenuta, dell'80 e 70% rispettivamente (a \$1,6 e 0,5 trilioni). Per l'insieme delle categorie di rischio, il rapporto fra valori lordi di mercato e ammontari nozionali in essere è salito dal 2,9% di fine giugno 2004 al 3,7% di fine anno. I valori lordi di mercato calcolati tenendo conto degli accordi bilaterali di *netting* giuridicamente vincolanti risultano comunque in crescita, ma il loro aumento in rapporto agli ammontari nominali complessivi è stato solo marginale (dallo 0,7 allo 0,8%).

Le contrattazioni di borsa non seguono la crescita del mercato OTC

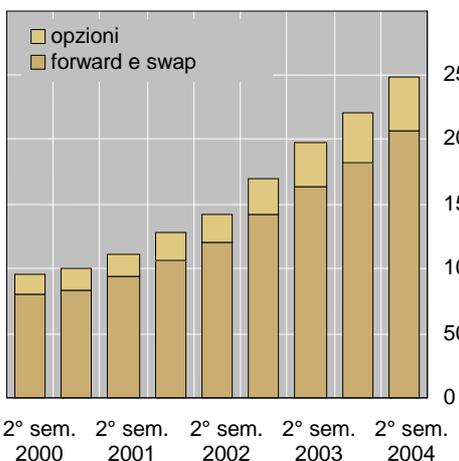
Nel secondo semestre 2004 l'aumento del 12,8% delle negoziazioni OTC ha coinciso con un calo dell'11,8% degli scambi sui mercati regolamentati⁴. Il divario fra il totale nozionale dei contratti in essere sui due tipi di mercati ha assunto dimensioni particolarmente consistenti a partire da metà 2003 (grafico 4.8 alla pagina seguente). Tra fine giugno 2003 e fine dicembre 2004 gli ammontari in essere sono aumentati del 46% sui mercati OTC e del 22% su quelli regolamentati. Per contro, nei 18 mesi precedenti entrambi i segmenti erano cresciuti del 55% circa.

⁴ Nel raffrontare l'attività di borsa con quella sui mercati OTC è importante ricordare che in questi ultimi gli ammontari nozionali in essere tendono in genere a crescere con maggiore rapidità poiché l'attività di copertura o di negoziazione comporta di norma la sottoscrizione di nuovi contratti e si traduce pertanto in un aumento delle posizioni nominali in essere.

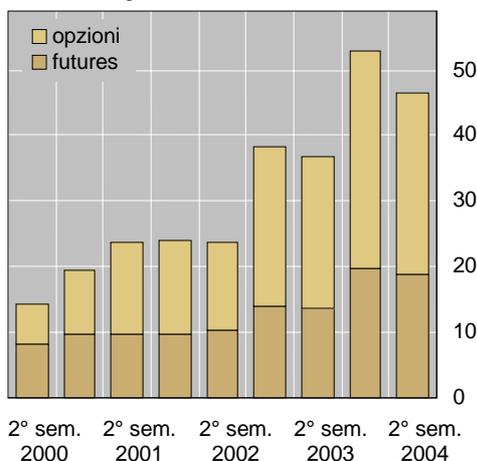
Posizioni globali in derivati

ammontari in essere, in trilioni di dollari USA

Mercati OTC



Mercati regolamentati



Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; BRI.

Grafico 4.8