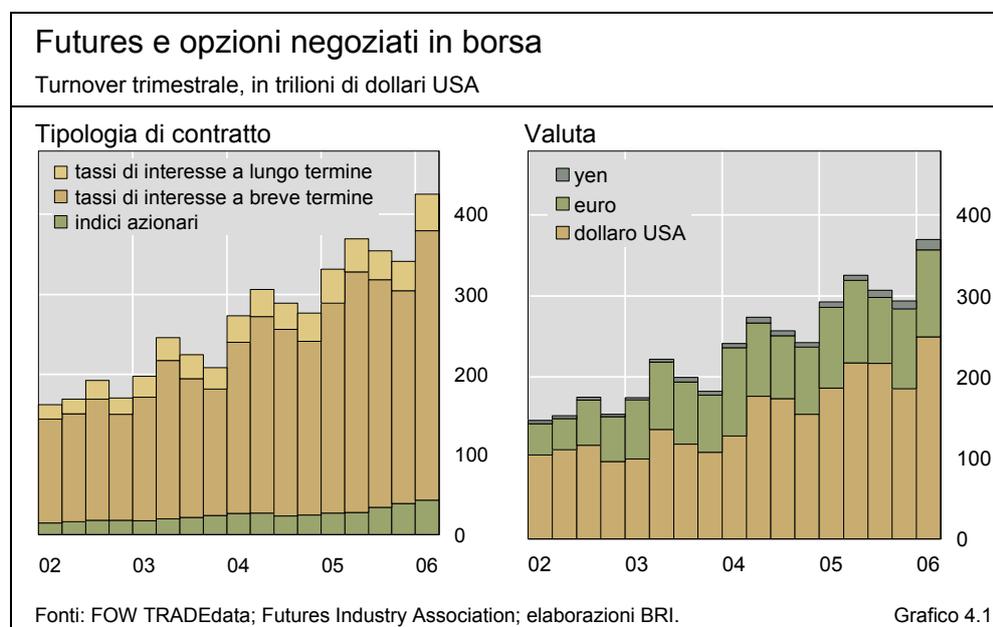


4. I mercati degli strumenti derivati

Nel primo trimestre 2006 il ritmo degli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali si è accelerato: in termini di ammontari nozionali, il turnover dei contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute è complessivamente aumentato di un quarto, a \$429 trilioni (grafico 4.1)¹. Su base annua la crescita è salita al 28%, contro il 23% del periodo precedente, a indicare che l'espansione dell'attività ha superato in misura notevole l'incremento stagionale solitamente osservato nel primo trimestre dell'anno².

L'aumento del turnover è stato particolarmente marcato nel segmento dei tassi di interesse (+26%), dove le mutevoli percezioni circa l'orientamento futuro della politica monetaria negli Stati Uniti e in Giappone hanno spinto verso l'alto le contrattazioni di strumenti del mercato monetario in dollari USA e yen. Gli scambi di derivati su indici azionari hanno toccato nel trimestre in esame la cifra record di \$43 trilioni; l'incremento rispetto agli ultimi tre mesi del



¹ Ove non altrimenti specificato, tutti i tassi di crescita si intendono su base trimestrale.

² Per le statistiche sul volume di derivati OTC in essere a fine 2005, cfr. l'indagine semestrale BRI su dati forniti da banche centrali (<http://www.bis.org/press/p060519a.htm>).

2005, pari all'11%, è tuttavia riconducibile interamente agli effetti di valutazione originati dal rialzo dei corsi azionari. I volumi scambiati nei comparti dei prodotti energetici e dei metalli non preziosi sono cresciuti nettamente, mentre quelli di contratti su metalli preziosi sono rimasti stabili a un livello elevato. La crescita del mercato dei *credit default swap* si è mantenuta vigorosa nella seconda metà del 2005, sebbene inferiore a quella del semestre precedente.

Forte aumento dei contratti su tassi di interesse

Le mutate prospettive per la politica monetaria negli Stati Uniti e in Giappone hanno alimentato gli scambi di derivati su tassi di interesse a breve (grafico 4.2), cresciuti in misura di gran lunga superiore al recupero stagionale solitamente osservato nel primo trimestre (cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* di marzo 2006, pagg. 47-48). Nel segmento a lungo termine della curva dei rendimenti l'attività in derivati su titoli di Stato è salita di circa un quarto, di fronte all'ascesa dei rendimenti nelle principali economie.

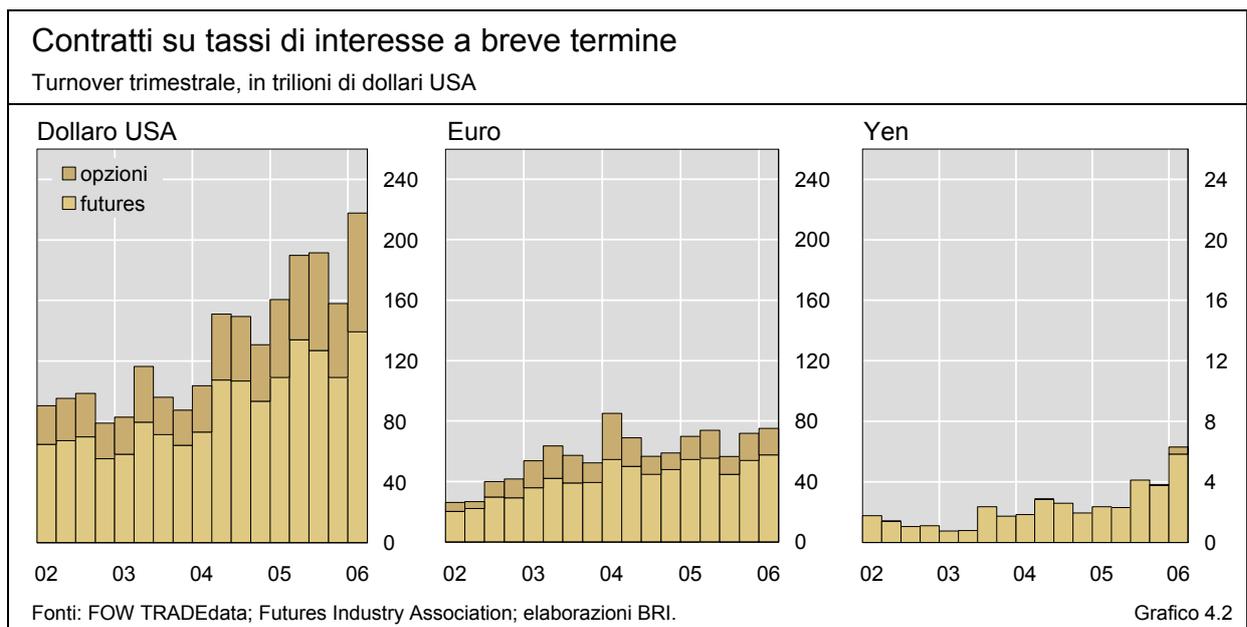
L'incertezza circa le decisioni della Fed in materia di tassi ha contribuito a un'impennata del 38% delle negoziazioni di derivati su tassi USA a breve nel primo trimestre. È raddoppiato (a \$36 trilioni) il turnover di futures e opzioni su *federal fund* a 30 giorni, che rispetto ai più diffusi contratti in eurodollari a tre mesi consentono di posizionarsi meglio sui tempi delle decisioni della Fed, mentre le posizioni aperte in tali contratti sono salite da \$7 a quasi \$12 trilioni. Il volume degli scambi e le posizioni aperte in derivati su depositi in eurodollari a tre mesi sono aumentati di un terzo, rispettivamente a \$166 e 35 trilioni.

L'abbandono della politica di allentamento quantitativo da parte della Bank of Japan e la prospettiva del primo rialzo dei tassi dal 2001 hanno condotto in febbraio e marzo a un netto aumento dell'attività in strumenti del mercato monetario denominati in yen. Nell'insieme del trimestre il turnover di

Aumenta il turnover dei contratti su tassi di interesse ...

... al crescere dell'incertezza circa ulteriori inasprimenti da parte della Fed

Le prospettive di un innalzamento dei tassi alimentano gli scambi di contratti in yen



futures su depositi in euroyen a tre mesi ha guadagnato il 55%, superando la crescita delle posizioni aperte (+25%). Ciò sta a indicare che l'incremento degli scambi è almeno in parte collegato alle maggiori contrattazioni su movimenti dei prezzi a breve, più che all'assunzione di posizioni a lungo termine o di copertura. Il volume di opzioni su futures in euroyen è aumentato di dodici volte, anche se a partire da un basso livello.

L'aumento nel segmento dei tassi a breve in yen va inquadrato nel contesto della sua passata evoluzione. Il turnover di derivati in euroyen a tre mesi aveva raggiunto il picco di \$15 trilioni nel primo trimestre 1995 per poi scendere a meno di \$1 trilione nei primi due trimestri del 2003. Ciò aveva coinciso con scambi esigui sul mercato a pronti, poiché le banche erano in grado di ottenere liquidità pressoché illimitata direttamente dalla Bank of Japan. Nel primo trimestre 2006 il turnover è salito a \$6 trilioni, un livello ancora ben inferiore a quello di una decina di anni fa.

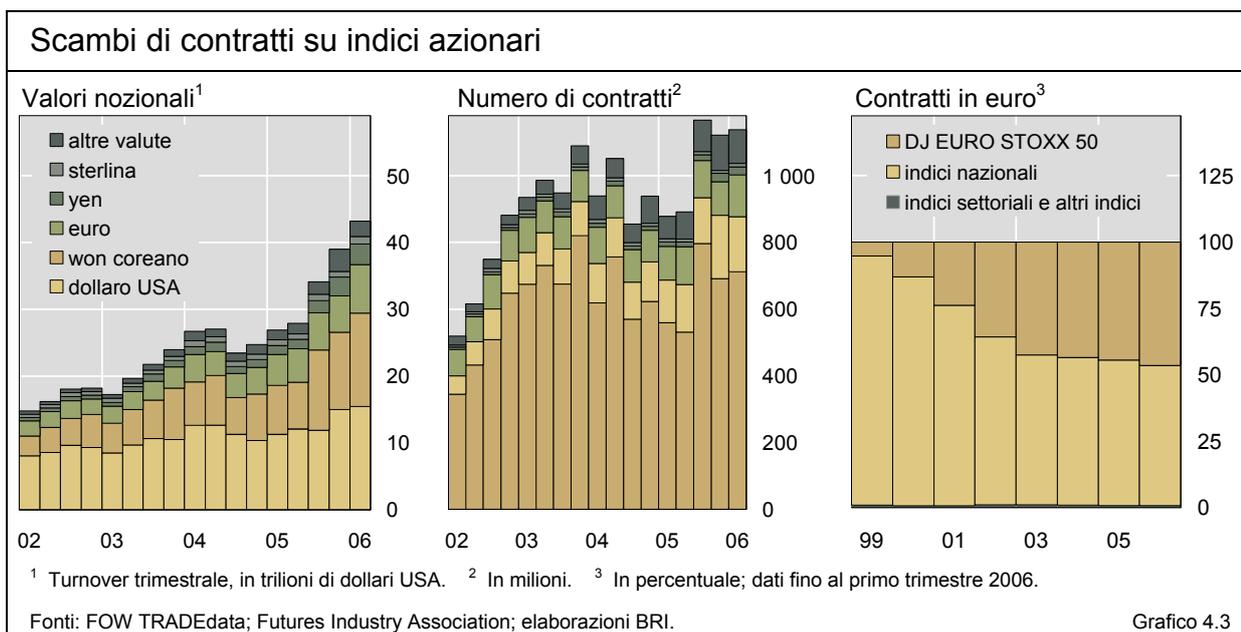
La rapida crescita del turnover di derivati su tassi di interesse a breve in dollari e in yen contrasta con la più modesta evoluzione dei contratti in euro. Nei primi tre mesi del 2006 i volumi di futures e opzioni sull'Euribor a tre mesi sono aumentati del 4%, a \$75 trilioni, grosso modo in linea con il consueto andamento stagionale. Ciò ha fatto seguito all'intensa attività del trimestre precedente, quando la BCE aveva innalzato il tasso ufficiale per la prima volta in due anni.

Attività stabile in derivati su tassi in euro

Gli effetti di valutazione sospingono i contratti su indici azionari

Il rialzo delle borse accresce gli ammontari nozionali di derivati su indici azionari

Nei primi tre mesi del 2006 il turnover di derivati su indici azionari è salito dell'11% in termini di ammontari nozionali, raggiungendo il picco di \$43 trilioni (grafico 4.3, riquadro di sinistra). Tale risultato è interamente ascrivibile agli effetti di valutazione provocati dall'aumento dei corsi azionari; il numero di contratti scambiati è rimasto sostanzialmente invariato (grafico 4.3, riquadro centrale).



Il ristagno dell'attività a livello mondiale cela sensibili differenze tra le varie regioni. Gli scambi di futures e opzioni su indici di borsa in euro e sterline britanniche sono aumentati di circa un terzo in termini di dollari e di un quarto in base al numero di contratti scambiati. Ciò è indicativo della performance comparativamente migliore ottenuta da tali mercati rispetto ad altre economie sviluppate.

Sulle altre piazze principali l'attività è stata più modesta. Nel comparto del dollaro il turnover ha continuato ad aggirarsi attorno ai \$15 trilioni, mentre il numero di contratti è calato del 12%. In Corea gli scambi sono cresciuti di quasi un quarto in termini di dollari, ma il numero dei contratti è rimasto pressoché invariato. L'attività in derivati su indici giapponesi è salita del 6% in termini di dollari ed è scesa del 2% in base al numero di contratti.

Nell'area dell'euro gli scambi di derivati azionari continuano a caratterizzarsi per la prevalenza di prodotti su indici nazionali. Ciò nonostante, nel primo trimestre 2006 la quota di tali prodotti sul turnover totale è scesa a poco più della metà, grazie alla crescita degli strumenti su indici relativi all'intera area, specie sull'EURO STOXX 50 (grafico 4.3, riquadro di destra). I derivati su indici settoriali continuano invece ad avere un ruolo solo marginale, rappresentando meno dell'1% del turnover complessivo di prodotti collegati a indici azionari nell'area.

Nell'area dell'euro predominano ancora i contratti su indici nazionali

La discrepanza fra indici nazionali e settoriali è ancor più rimarchevole se si considera che negli anni immediatamente successivi all'introduzione dell'euro l'andamento dei corsi azionari all'interno dell'area era stato determinato più dagli effetti settoriali che da quelli nazionali (cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2001, pagg. 15-16). Benché la quota dei prodotti settoriali sia in linea con quella osservata negli Stati Uniti, la perdurante rilevanza dei derivati su indici di singoli Stati membri sta a indicare il ruolo significativo tuttora svolto dai fattori nazionali nell'allocazione delle attività all'interno dell'area dell'euro.

Boom degli scambi di prodotti energetici a causa di timori geopolitici

Le negoziazioni di derivati su prodotti energetici (misurate in termini di numero di contratti scambiati, non essendo disponibili dati sugli ammontari nozionali) sono aumentate di quasi il 40% nel primo trimestre, principalmente a causa dei timori per l'impatto del programma nucleare iraniano sui mercati petroliferi e per possibili strozzature nella offerta futura di petrolio.

Forte aumento degli scambi di derivati su prodotti energetici

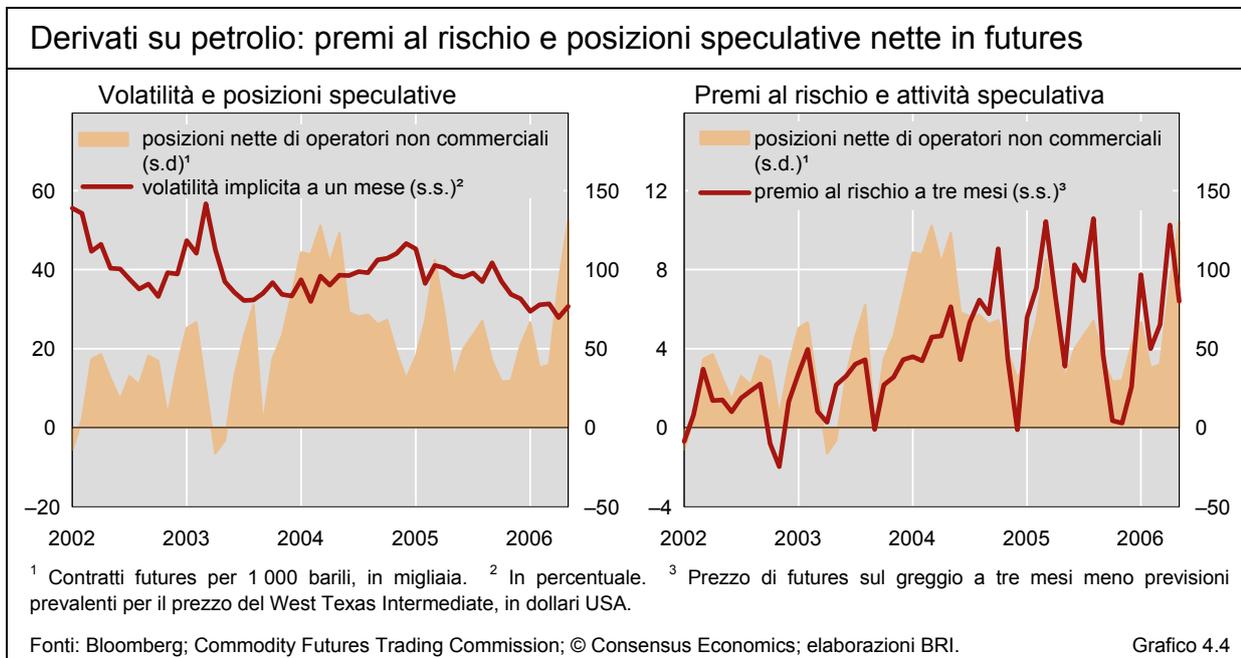
L'aumento del turnover non è stato uniformemente distribuito tra le varie regioni. I tassi di crescita sono stati più elevati in Nord America e in Europa (51 e 44% rispettivamente), mentre altrove si sono mantenuti su livelli modesti. L'espansione dei volumi ha coinciso con un aumento delle posizioni aperte in futures e opzioni su prodotti energetici, salite rispettivamente del 150 e 60%. Secondo i dati della Commodity Futures Trading Commission, le posizioni nette lunghe in futures e opzioni sul West Texas Intermediate detenute da operatori non commerciali negli Stati Uniti erano salite a fine marzo a 54 000 contratti, contro i 24 000 di febbraio. Le pressioni in acquisto di futures sul greggio si sono riflesse in un aumento sostanziale dei premi al rischio in marzo

(grafico 4.4, diagramma di destra)³. Tali premi, calcolati come differenza tra prezzi futures e previsioni prevalenti per le quotazioni a pronti alla scadenza dei rispettivi contratti, compensano l'investitore marginale per il rischio di movimenti avversi dei prezzi. Il loro aumento, a circa \$5 e 10 al barile per i contratti rispettivamente a tre e a 12 mesi, potrebbe indicare che gli operatori non commerciali erano disposti a pagare importi crescenti per esporsi al rischio di ulteriori rincari petroliferi. Occorre rilevare che premi al rischio alti non coincidono necessariamente con un'alta volatilità. La volatilità implicita è infatti calata nel primo trimestre (grafico 4.4, riquadro di sinistra), anche se di recente ha segnato un rialzo (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi").

La vivacità degli scambi di derivati su metalli di base ...

... contrasta con il ristagno di quelli su metalli preziosi

Nel comparto dei derivati su metalli non preziosi è proseguita la tendenza ascendente osservata nel 2005, con scambi assai intensi in Asia, dove i volumi sono aumentati di oltre il 30%. I futures su metalli preziosi sono invece scesi lievemente, dopo la sensibile espansione dei periodi precedenti, mentre le opzioni hanno guadagnato il 30%. Per quanto concerne l'oro, il rallentamento dell'attività potrebbe essere riconducibile alle mutate prospettive per i prezzi del metallo, che nei primi tre mesi dell'anno sarebbero divenute più incerte. Inoltre, il calo dei prezzi dei *risk reversal* sta a indicare come gli operatori considerino ora i rischi di forti movimenti dei prezzi in entrambe le direzioni più equilibrati che in passato, quando ritenevano che fosse maggiore la probabilità di un rincaro. Sia l'incertezza sia il prezzo dei *risk reversal* tendono a esercitare un influsso sugli scambi di futures, ma non di opzioni (cfr. il riquadro seguente).



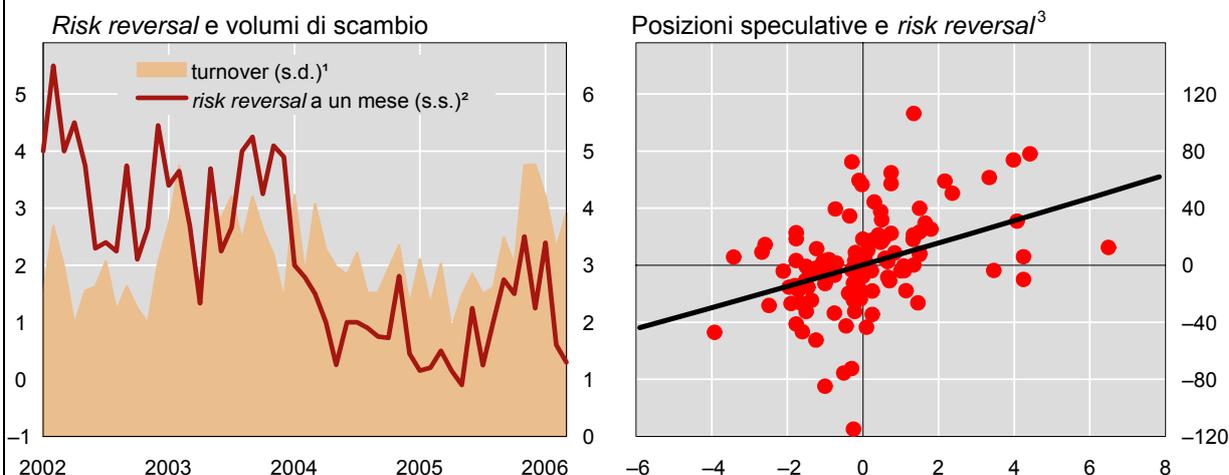
³ Per una stima dei premi al rischio, cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2005, pagg. 57-58.

Clima di mercato e scambi di derivati sull'oro

Nel primo trimestre 2006 il turnover di futures e opzioni sull'oro presso le borse internazionali è sceso del 9%. Il calo ha coinciso con un aumento della volatilità, contraddicendo l'opinione prevalente secondo la quale al crescere della volatilità gli scambi si intensificano. Nel contempo, vi è stata una riduzione dell'assimetria (*skewness*) della distribuzione dei prezzi futuri dell'oro, a indicare come gli operatori non ritengano più che il potenziale di rialzo dei prezzi del metallo sia superiore ai rischi di un loro ribasso (cfr. il diagramma di sinistra del grafico). In questo riquadro vengono messi a confronto il turnover e le posizioni aperte in derivati sull'oro con la volatilità implicita e il prezzo dei *risk reversal*. Questi due ultimi indicatori sono spesso utilizzati per misurare il clima di mercato benché, a rigore, riflettano non solo l'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio, ma anche le loro aspettative riguardo ai prezzi. I *risk reversal* consistono nell'acquisto di un'opzione *call out of the money* e nella contemporanea vendita di una *put* ugualmente *out of the money*; il loro prezzo indica se gli operatori ritengano prevalenti i rischi di rialzo oppure di ribasso del prezzo del sottostante. I risultati dell'analisi mostrano che tanto la volatilità implicita quanto il prezzo dei *risk reversal* tendono a influire sul turnover di futures sull'oro, ma hanno una debole capacità esplicativa per l'attività in opzioni.

Esiste scarso accordo sul nesso tra le prospettive per i prezzi dell'oro e gli scambi. Livelli elevati di volatilità potrebbero far salire la domanda di protezione, determinando un aumento delle contrattazioni, ma potrebbero altresì determinarne un calo, poiché accrescono i rischi connessi all'assunzione di posizioni. Una forte asimmetria nella distribuzione dei prezzi a pronti futuri potrebbe far crescere la domanda degli operatori sia commerciali ("hedger") sia non commerciali ("speculatori"), in quanto influisce sulla bilancia fra il compenso ricevuto per l'assunzione di rischio e le perdite potenziali derivanti da movimenti avversi dei prezzi (cfr. il diagramma di sinistra del grafico). In alternativa, essa potrebbe indicare che gli operatori sono concentrati da un solo lato del mercato. In tal caso le posizioni in contrasto con l'opinione prevalente potrebbero passare di mano in mano come una "patata bollente" (c.d. "hot potato trading"), accrescendo il volume degli scambi.

Contrattazioni e clima di mercato



¹ In milioni di contratti. ² Differenza di prezzo fra opzioni *put* e *call* con delta del 25% e vita residua di un mese. ³ Variazioni delle posizioni nette di operatori non commerciali rispetto alle variazioni dei *risk reversal* a un mese.

Fonti: Commodity Futures Trading Commission; FOW TRADEdata; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

L'impatto del clima di mercato sull'attività in derivati sull'oro viene verificato regredendo le variazioni mensili del turnover aggregato e delle posizioni aperte su una costante, un *lag* della misura dell'attività, l'incertezza ritardata e una misura ritardata dell'asimmetria implicita nei prezzi delle opzioni. Il turnover è misurato dal numero totale di contratti scambiati ogni mese nel New York Mercantile Exchange e nel Tokyo Commodity Exchange, mentre le posizioni aperte sono definite come numero di contratti in essere alla fine di ogni mese. L'incertezza è approssimata dalla volatilità implicita nelle opzioni *at the money* e la *skewness* dal prezzo assoluto dei *risk reversal*. La volatilità implicita e i *risk reversal* sono inseriti nell'equazione con il primo *lag* al fine di tener conto della possibile endogeneità fra gli indicatori dell'attività e del clima di fiducia. Il campione si estende dal gennaio 2002 e il marzo 2006 e le stime sono riportate nella tabella.

Volatilità, skewness e attività in derivati sull'oro

	Volatilità implicita ¹	Risk reversal ^{2, 3}	R ² corretto
Turnover			
Futures	-4,53 (0,9)***	9,47 (2,9)**	0,36
Opzioni	-1,61 (1,5)	2,67 (4,4)	0,04
Posizioni aperte			
Futures	-0,85 (0,4)**	1,49 (1,2)	0,04
Opzioni	1,47 (0,9)	2,72 (3,3)	0,24

Nota: fra parentesi sono indicati gli errori standard corretti per l'eteroschedasticità e la correlazione seriale utilizzando il metodo di Newey-West. I simboli *, ** e *** denotano un coefficiente statisticamente diverso da zero ai livelli di confidenza rispettivamente del 10, 5 e 1%. Il periodo di stima è gennaio 2002-marzo 2006.

¹ Desunta dai prezzi delle opzioni *at the money* con vita residua di un mese. ² Differenza di prezzo fra opzioni *put* e *call out of the money* con delta del 25%. ³ Valore assoluto.

Fonti: FOW TRADEdata; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

Tra l'attività in futures sull'oro e l'incertezza sembra esservi una relazione negativa e statisticamente significativa, in linea con i risultati ottenuti da Jeanneau e Micu (2003) per i contratti azionari[Ⓞ]. Per contro, né la volatilità implicita né i *risk reversal* sembrano influire in misura significativa sul turnover di opzioni. Ciò potrebbe essere riconducibile al fatto che il mercato delle opzioni sull'oro è molto meno liquido di quello dei corrispondenti futures, come attesta altresì la maggiore erraticità del suo turnover. Le posizioni aperte sono negativamente correlate all'incertezza nel caso dei futures, mentre non si riscontra una relazione statisticamente significativa nel caso delle opzioni.

Per quanto riguarda i *risk reversal*, l'asimmetria della distribuzione futura dei prezzi dell'oro si accompagna a un turnover significativamente maggiore di futures ma non di opzioni. Tale andamento è forse riconducibile all'elevata domanda di copertura, ma una spiegazione forse più pertinente è quella di situazioni di "hot potato trading", dato che il prezzo dei *risk reversal* non influisce in misura statisticamente significativa sulle posizioni in essere.

[Ⓞ] S. Jeanneau e M. Micu, "Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 59-68.

Rallenta la crescita nel mercato dei *credit default swap*

Intensa attività sul mercato dei CDS

Nella seconda metà del 2005 il mercato dei *credit default swap* (CDS) ha continuato a crescere a ritmi sostenuti, seppure inferiori rispetto a quelli del semestre precedente: a fine anno gli ammontari nozionali erano saliti di un terzo, a \$14 trilioni, dopo l'aumento del 60% nei primi sei mesi del 2005⁴. Gli spread creditizi hanno registrato variazioni trascurabili, e in termini di valore lordo di mercato i CDS hanno segnato un incremento del 31%, sostanzialmente in linea con quello degli ammontari nozionali.

L'espansione dei CDS su nominativi singoli (40%) ha superato quella dei contratti su nominativi plurimi (21%), contrariamente a quanto osservato nella prima metà del 2005, quando lo stock di questi ultimi era più che raddoppiato. A fine anno gli ammontari nozionali dei contratti su nominativi singoli e plurimi erano pari rispettivamente a \$10,2 e 3,5 trilioni.

⁴ Lo stock degli ammontari nozionali totali è dato dalla somma di tutti i contratti in acquisto e in vendita, meno la metà della somma di quelli acquistati e venduti tra intermediari dichiaranti.

Sebbene nel semestre in esame vi siano state diverse insolvenze di alto profilo, queste non hanno esercitato effetti *diretti* di rilievo sui volumi di CDS in essere. I contratti su nominativi singoli giungono a scadenza al verificarsi di un evento creditizio, ma il volume dei CDS sulle imprese dichiaratesi insolventi non era abbastanza alto da ridurre in misura significativa gli ammontari nozionali dei contratti aperti. Nessuna di queste imprese figurava tra le prime 25 entità di riferimento elencate da FitchRatings nell'indagine sui derivati creditizi per il 2004. Ad esempio, benché il fallimento di Delphi sia stato ritenuto l'evento creditizio più significativo del periodo, l'ammontare nozionale di *tutti* i derivati creditizi (non solo CDS) su tale società era stimato in poco meno di \$30 miliardi, pari a neanche un terzo di punto percentuale dell'ammontare nozionale dei CDS complessivi.

Il fallimento di Delphi rivela alcune carenze nei processi di regolamento

Se gli effetti diretti del fallimento di Delphi e di altre società sono stati trascurabili, non è da escludere che i timori di una carenza di titoli consegnabili abbiano in parte frenato gli scambi. In determinate circostanze tale carenza può sospingere il prezzo degli strumenti consegnabili oltre il livello giustificabile dall'entità attesa del rimborso. Nel caso di Delphi, il prezzo di regolamento del 63,5% (e un tasso medio di recupero dei CDS del 53,5%) superava notevolmente sia quello di altre imprese dello stesso settore, sia i tassi finali di recupero sul debito Delphi stimati dalle agenzie di rating.

L'asta di Delphi ha sottolineato l'importanza del rischio di recupero nel *pricing* dei CDS. Diversi prodotti consentono oggi agli investitori di negoziare questo rischio separatamente da quello di insolvenza (cfr. riquadro seguente). Il prezzo di tali strumenti potrebbe costituire il termine di riferimento rispetto al quale stabilire quello dei titoli consegnabili al verificarsi di un evento creditizio, contribuendo forse ad accrescere l'efficienza del processo di regolamento.

Derivati sul rischio di recupero

Il fatto che i CDS vengono di norma regolati consegnando titoli dell'entità di riferimento invece che per contante può essere spiegato con l'evoluzione storica di questo mercato. Nato come una sorta di "assicurazione" contro le insolvenze, esso si è successivamente trasformato in una sede di negoziazioni utilizzata sia per assumere posizioni sia per coprire esposizioni esistenti. Al verificarsi di importanti eventi creditizi è invalsa la consuetudine di passare dalla consegna fisica al regolamento per contanti *ad hoc* dei contratti su nominativi plurimi, determinando il prezzo di regolamento tramite un'asta dei titoli delle entità di riferimento. Mentre è in corso un'iniziativa del settore intesa a promuovere il regolamento per contanti dei contratti *su nominativi plurimi*, non è ancora chiaro in che modo sia possibile rimediare alla potenziale carenza di titoli consegnabili nel caso di CDS *su nominativi singoli*, ai quali di regola non si applicano protocolli *ad hoc*. La soluzione a questo problema potrebbe essere ostacolata dai conflitti di interessi fra i *trader*, che preferiscono forse il regolamento per contanti, e gli investitori con esposizioni per cassa verso l'entità di riferimento, che prediligono invece la consegna fisica.

Crescente preferenza per il regolamento per contante

Derivati sui tassi di recupero

CDS a tasso di recupero fisso

In un contratto CDS standard, in caso di inadempienza del debitore di riferimento, il venditore della protezione è esposto al rischio di tasso di recupero. I CDS a tasso di recupero fisso (*fixed recovery CDS*) eliminano l'incertezza in merito fissando un valore di recupero specifico per il contratto. In caso di inadempienza, il venditore della protezione effettua un regolamento per contanti pari alla differenza tra 100 e il tasso di recupero prefissato. Laddove questo sia pari a zero, si parla di *zero recovery CDS*.

Recovery lock

I *recovery lock* sono contratti a termine che fissano il tasso di recupero a prescindere dal prezzo dell'obbligazione sul mercato secondario. Essi vengono documentati come un'unica transazione.

Recovery swap o digital default swap

In pratica un *recovery lock* può essere costruito mediante due transazioni separate: un CDS a tasso di recupero fisso e un CDS ordinario (*plain-vanilla*). Ad esempio, l'acquisto di un *recovery lock* al 44% può essere visto come una vendita di protezione su un CDS standard e l'acquisto contestuale di protezione dall'inadempienza dello stesso debitore di riferimento mediante un CDS a tasso di recupero fisso del 44%. Se gli spread dei due CDS sono identici, i pagamenti dei premi si compenseranno e saranno pari a zero. In caso di inadempienza del debitore di riferimento, l'acquirente del *recovery swap* ritirerà il debito insoluto e pagherà alla controparte il 44% del valore nominale dell'obbligazione. Se i premi per le due transazioni differiscono, è possibile aggiustare il nozionale per il quale si acquista il *recovery swap* in modo da evitare flussi di cassa intermedi in assenza di inadempienza del debitore di riferimento. L'operazione qui descritta è nota come *recovery swap* o *digital default swap*. A differenza del *recovery lock*, essa viene documentata come due transazioni distinte.

Minori ritardi nella convalida delle transazioni

Una carenza del mercato dei CDS concerne i notevoli ritardi nella convalida delle transazioni⁵. Benché si stia cercando di porre rimedio a questo problema, esso resta parzialmente irrisolto. Secondo fonti di mercato, tutte le principali istituzioni che trattano CDS hanno ormai aderito al protocollo di novazione (*Novation Protocol*) elaborato dall'ISDA nel 2005, secondo il quale un contratto non può essere ceduto senza il preventivo consenso di tutte le parti. Ciò ha rimosso un'importante causa dei ritardi di convalida, vale a dire la cessione (trasferimento) dei contratti senza notifica. Gli intermediari hanno inoltre dedicato maggiori risorse alle attività di *back office*. In una lettera indirizzata alla Federal Reserve Bank di New York e ad altre autorità di vigilanza, 14 importanti intermediari rilevavano come a fine gennaio 2006 il numero di operazioni non ancora convalidate dopo 30 giorni fosse sceso di oltre la metà, ribadendo il loro impegno a una diminuzione complessiva del 70% entro la fine di settembre. Una riduzione dei tempi di convalida risulta anche dall'indagine *Operations Benchmarking Survey 2006* dell'ISDA. Sarebbero inoltre stati compiuti progressi nel passaggio a sistemi di convalida elettronici. In prospettiva, è importante che tali iniziative proseguano, così da

⁵ Cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2005, pagg. 58-60.

ridurre l'incertezza sull'entità del trasferimento del rischio connessa con le operazioni non convalidate.

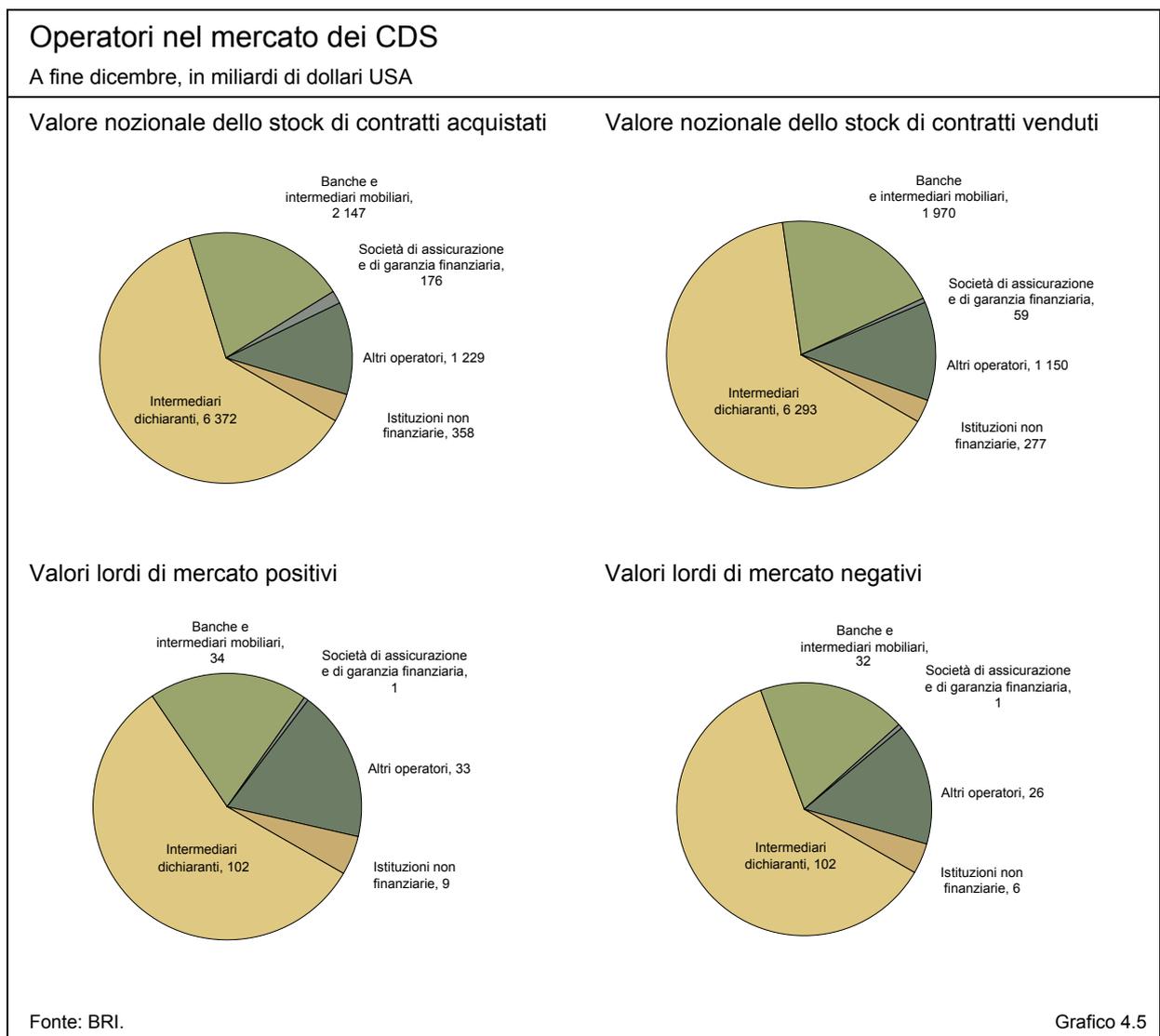
Trasferimento limitato del rischio al di fuori del sistema bancario

Rispetto al passato, le ultime statistiche BRI forniscono una più dettagliata scomposizione dei CDS in base alla controparte degli operatori dichiaranti. Nelle loro segnalazioni, tutti i paesi tengono ora distinte le esposizioni verso compagnie assicurative da quelle nei confronti di banche e intermediari mobiliari, in precedenza raggruppate alla voce "altre istituzioni finanziarie".

I dati confermano l'impressione secondo cui il mercato dei CDS – come gran parte degli altri mercati non regolamentati – sarebbe essenzialmente interbancario. A fine 2005 due terzi delle posizioni in essere facevano capo a intermediari dichiaranti e un quarto era costituito da contratti fra intermediari dichiaranti e altre banche o intermediari del mercato mobiliare, mentre appena il 3% aveva come controparte istituzioni non finanziarie. Società di assicurazione e di garanzia finanziaria rappresentavano il 2% circa (\$180 miliardi)

Secondo una migliore scomposizione per controparte dei dati ...

... il mercato dei CDS appare tuttora prevalentemente interbancario



delle protezioni acquistate e meno dell'1% (\$60 miliardi) di quelle vendute da intermediari dichiaranti. Infine, l'11% delle contrattazioni ha avuto come controparte "altre istituzioni finanziarie residue", una categoria che ricomprende ad esempio fondi comuni, *hedge fund* e società veicolo. Le cifre non variano sostanzialmente fra contratti su nominativi singoli e su nominativi plurimi, con l'unica eccezione delle compagnie assicurative, che tendono a privilegiare questi ultimi.

Gli ammontari nozionali possono essere usati per rapportare le dimensioni dei mercati degli strumenti derivati a quelle del sottostante, ma non forniscono una buona misura delle esposizioni al rischio effettive. Se si considerano invece i valori lordi di mercato, che rilevano il costo di sostituzione dei contratti in un dato momento, il quadro generale non risulta sostanzialmente diverso, eccetto ancora una volta per le compagnie assicurative, la cui quota di mercato si riduce di quattro volte, allo 0,5%. Una possibile spiegazione va ricercata nel fatto che tali società investono soprattutto nelle tranche con rating più elevato ("senior") dei contratti su indici, i cui spread sono meno volatili nel tempo. Poiché, data la loro costruzione, i CDS hanno un costo iniziale nullo, le tranche meno volatili tenderanno a presentare un costo di sostituzione più prossimo allo zero rispetto a quelle con rating inferiore.

Per quanto sia possibile che i dati aggregati segnalati alla BRI celino alcune esposizioni singole cospicue, non sembra che in generale le compagnie assicurative sottoscrivano su vasta scala CDS per assumere rischio di credito. Ciò nonostante, è possibile che il trasferimento del rischio dal settore bancario a quello assicurativo avvenga per il tramite di altri strumenti. Secondo un'indagine di FitchRatings, nel 2004 in Nord America (ma non in Europa né in Asia) l'impiego di derivati creditizi da parte di società di assicurazione era orientato verso le *collateralised debt obligation*, che offrono uno spread alto se rapportato alla classe di rating. Il trasferimento di rischio di credito dal settore bancario a quello assicurativo potrebbe inoltre avvenire per mezzo di *credit-linked note*, cessioni di prestiti, titoli assistiti da attività o strumenti più tradizionali di assicurazione del credito⁶.

⁶ Per una rassegna dei vari strumenti di trasferimento del rischio, cfr. D. Rule, "Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets", *Financial Stability Review*, Bank of England, dicembre 2001.

