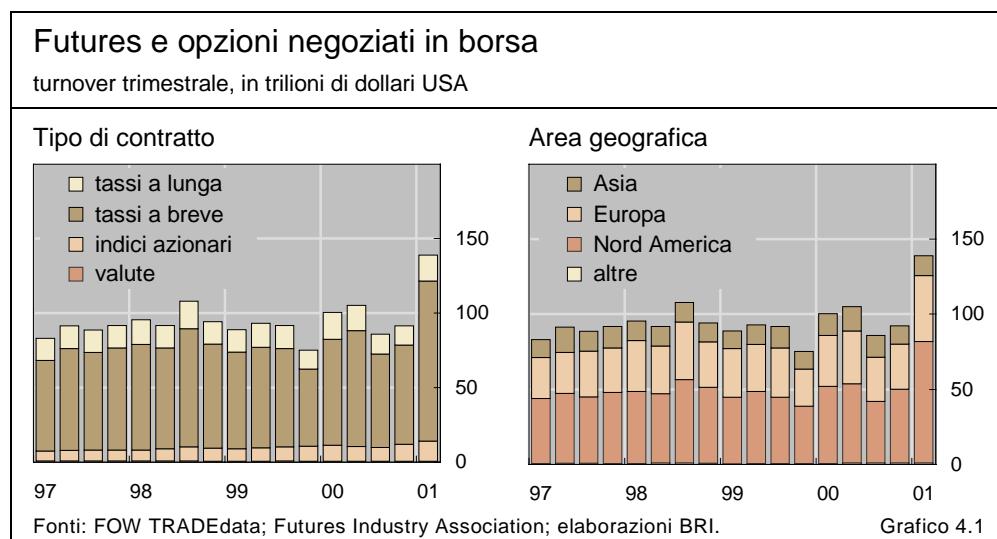


4. I mercati degli strumenti derivati

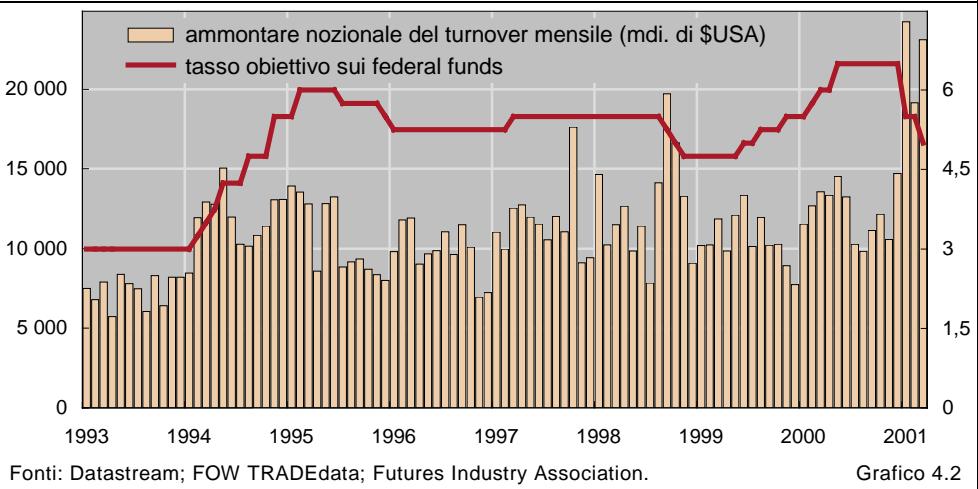
Le statistiche recenti sull'attività dei mercati organizzati e over-the-counter (OTC) indicano una possibile inversione dei ruoli fra i due segmenti. L'espansione dell'ammontare nozionale dei contratti OTC in essere è rallentata considerevolmente nel secondo semestre 2000, mentre il valore delle operazioni realizzate in borsa è aumentato di un importo record nel primo trimestre 2001. Se confermata, questa tendenza rappresenterebbe un significativo scostamento dal profilo precedente, dato che negli ultimi anni la crescita dell'attività OTC ha costantemente superato quella sui mercati organizzati. L'aspetto di maggiore spicco della decelerazione dell'attività fuori borsa è stato il calo delle operazioni fra dealers, specie in swaps di tassi d'interesse in euro. Il forte aumento delle negoziazioni di borsa è riconducibile soprattutto ai contratti su tassi d'interesse a breve, che hanno chiaramente tratto impulso dal taglio a sorpresa dei tassi ufficiali USA in gennaio.

Il taglio a sorpresa dei tassi ufficiali USA alimenta l'attività sul mercato monetario

L'attività sui mercati organizzati è aumentata nettamente nel primo trimestre 2001; il valore in dollari dei contratti censiti dalla BRI è salito del 50%, a \$138,9 trilioni. Gli strumenti di tasso d'interesse sono cresciuti del 55%, portandosi a \$124,8 trilioni, e quelli azionari del 16%, a \$13,4 trilioni.



Tasso obiettivo sui federal funds e contratti su tassi a breve



Gli sviluppi nel segmento a breve del mercato a reddito fisso hanno dominato la scena, con un incremento del 61% (a \$107,3 trilioni) del turnover in strumenti del mercato monetario. L'attività è stata particolarmente vivace nei compatti del dollaro USA (cresciuto del 76%) e dell'Euribor (+50%). Il forte aumento dei contratti USA a breve sembra collegato principalmente all'effetto sorpresa derivante dal taglio di 50 punti base del tasso obiettivo sui federal funds, deciso agli inizi di gennaio al di fuori delle riunioni ufficiali, e alla possibilità di un ulteriore allentamento monetario. Nel caso dell'Europa l'Eurosistema non ha mutato l'orientamento restrittivo del primo semestre 2000, ma le attese del mercato di un abbassamento dei tassi a breve paiono aver contribuito a espandere il turnover in contratti Euribor. L'attività in strumenti a breve potrebbe aver ricevuto uno stimolo aggiuntivo da effetti di secondo impatto provenienti da altri segmenti di mercato. Per esempio, alla riduzione di tasso della Fed è seguita una netta ripresa delle emissioni di obbligazioni societarie denominate in dollari (Sezione 3). Tali emissioni hanno probabilmente sorretto il mercato degli swaps di tasso d'interesse, essendo state abbinate a contratti fisso contro variabile. L'aumento di questi swaps potrebbe a sua volta essersi accompagnato a una più intensa attività sul mercato monetario, specie in futures sull'eurodollaro, poiché tali strumenti sono di impiego corrente per la copertura di swaps.

L'aggiustamento globale al taglio del saggio ufficiale USA ha favorito anche l'attività complessiva in strumenti a più lungo termine, cresciuta del 29% a \$17,5 trilioni. Tuttavia, sotto il profilo geografico essa ha mostrato un andamento diverso da quello osservato nel segmento a breve, dato che il turnover in strumenti su obbligazioni di Stato europee è aumentato molto più di quello sugli omologhi titoli statunitensi (49% contro 21%).

Uno degli sviluppi di maggior rilievo in Europa è stato il forte aumento dei contratti su titoli di Stato negoziati all'Eurex. Il future sul Bund è cresciuto rapidamente (del 51% in termini di scambi, saliti a \$4,3 trilioni), confermandosi il contratto obbligazionario di gran lunga più trattato al mondo, anche se il turnover in strumenti con scadenze intermedie (Schatz e Bobl) è aumentato in

Forte aumento dei contratti a breve in seguito all'imprevisto allentamento monetario

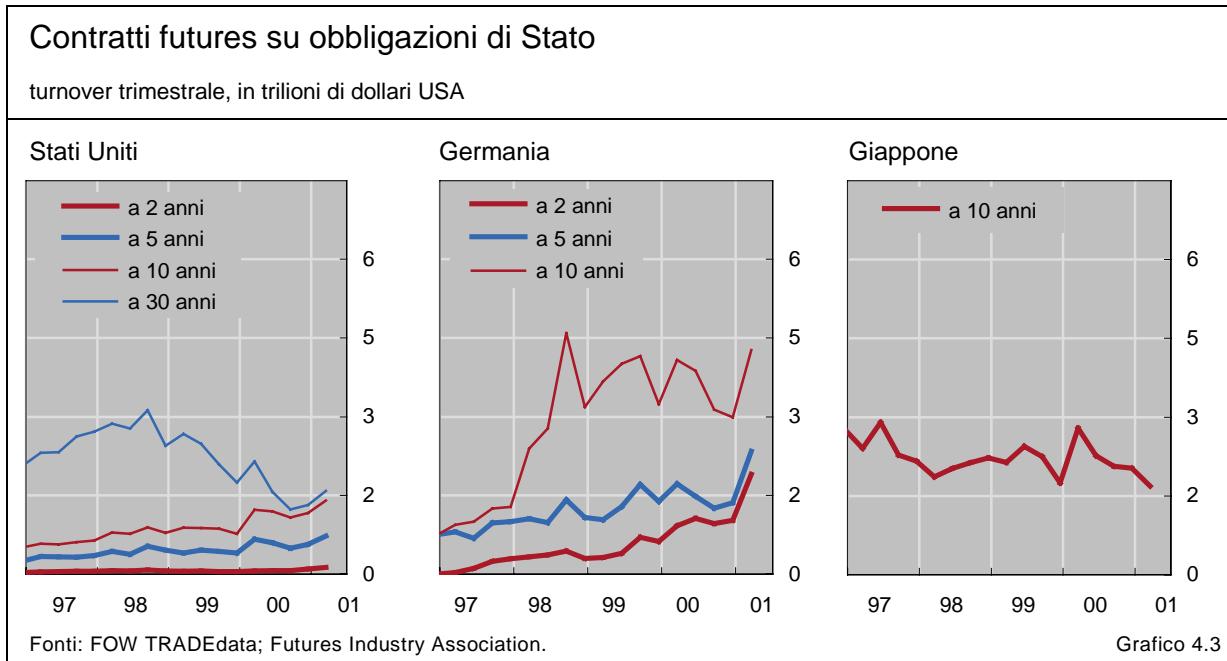
Le mutate condizioni di mercato influiscono anche sugli strumenti a più lungo termine

Netto aumento del turnover in contratti su obbligazioni all'Eurex

misura persino maggiore. Se l'aumento complessivo delle contrattazioni in titoli di Stato tedeschi ha probabilmente rispecchiato le attese di un allentamento della politica monetaria, la più rapida espansione dell'attività nel comparto delle scadenze intermedie può essere dovuta alla crescente accettazione di tali strumenti come benchmark europei. Anche i contratti sul Notionnel del Matif/Euronext, che costituiscono al momento l'unica alternativa al Bund dell'Eurex, sono cresciuti a ritmo alquanto sostenuto (25%), sebbene in termini di turnover essi rimangano molto inferiori al future sul Bund.

Ulteriore recupero dell'attività in contratti su obbligazioni del Tesoro USA

L'allentamento dei tassi ufficiali da parte della Fed agli inizi di gennaio, unitamente alle contrastanti indicazioni circa la durata del rallentamento dell'economia statunitense, ha favorito un diffuso recupero del turnover in strumenti su obbligazioni del Tesoro USA (grafico 4.3). Va rilevato che i futures sulla Treasury note decennale – i cui scambi, secondo alcuni operatori, avrebbero dovuto superare quelli dei contratti sul Treasury bond – hanno finito per seguire l'andamento di questi ultimi, con volumi peraltro leggermente inferiori. Negli ultimi tempi i rimborsi netti di titoli del Tesoro USA, insieme a uno spostamento delle emissioni verso le scadenze intermedie, hanno influito sulla liquidità dei contratti sul Treasury bond, inducendo taluni osservatori a prevederne l'abbandono nel prossimo futuro.



La volatilità delle borse mondiali favorisce il rilancio dei contratti su indici azionari

La mutevole percezione circa l'intensità e la durata del rallentamento economico mondiale ha accentuato la volatilità nella maggior parte delle borse principali, determinando un'ulteriore ripresa delle negoziazioni in contratti su indici azionari. Il valore del turnover è salito del 16%, a \$13,4 trilioni. Come nel trimestre precedente, le opzioni sono aumentate più velocemente dei futures (del 21% contro il 12%). L'incremento è in buona parte da ascrivere alle borse del Nord America, la cui attività è cresciuta del 23%, a \$8,2 trilioni. Particolarmente sostenuto è stato l'aumento delle transazioni al CBOE (38%, a \$3,7 trilioni), dove il volume dei contratti su indici azionari ha quasi uguagliato

quello del CME (\$4,3 trilioni). Anche i mercati europei hanno registrato una crescita alquanto sostenuta (12%, a \$3,1 trilioni), mentre l'attività nella regione Asia-Pacifico è rimasta su livelli modesti.

Le borse introducono prodotti basati su tassi swap, titoli di enti federali e azioni singole

Nel corso del trimestre le borse hanno introdotto una serie di nuovi contratti, in risposta a prevedibili nuove richieste o a mutamenti nel profilo dell'attività sui mercati sottostanti. Ad esempio, il recente episodio di "squeeze" che ha interessato i contratti sull'obbligazione di Stato a medio termine dell'Eurex (riquadro alle pagg. 35-36) ha incoraggiato il LIFFE a reintrodurre in marzo futures su tassi swap in euro. Le SwapNotes sono ritenute meno esposte a simili rischi, poiché il mercato degli swaps denominati in euro è notevolmente più ampio delle consistenze di titoli di Stato sottostanti i futures. La crescente importanza della curva dei tassi swap come benchmark omogeneo per l'area dell'euro dovrebbe altresì favorire l'accoglimento di questi nuovi contratti da parte del mercato.

Nel contempo, alcune borse USA si sono avvalse della tendenza ascendente delle emissioni di enti statali e di quelle garantite da attività per introdurre contratti basati su titoli benchmark di agenzie USA e su obbligazioni assistite da garanzia ipotecaria. Ad esempio, il CBOT ha lanciato futures e options su una note quinquennale di tali agenzie agli inizi di gennaio, e su titoli garantiti da ipoteca a fine marzo.

Nel comparto dei contratti azionari, LIFFE e Montreal Exchange hanno attirato l'attenzione degli operatori con l'introduzione di futures su azioni singole. Gli Universal Stock Futures del LIFFE, basati su 25 grandi società europee e statunitensi, hanno incontrato una favorevole accoglienza, con un turnover pari a quasi il 10% dell'attività complessiva in opzioni su singole azioni della borsa londinese. Anche i principali mercati USA hanno mostrato un forte interesse per tali prodotti e prevedono di avviare la negoziazione al ricevimento della relativa autorizzazione entro la fine di quest'anno. Già nel marzo scorso LIFFE e Nasdaq avevano annunciato l'introduzione della contrattazione elettronica di futures su azioni USA per il tramite di una joint venture regolamentata dalla legislazione statunitense.

L'episodio di "squeeze" all'Eurex incoraggia il ricorso a strumenti alternativi

Rallentamento del mercato globale OTC nella seconda metà del 2000

Le statistiche più recenti dell'indagine semestrale della BRI sul mercato globale dei contratti derivati OTC per il secondo semestre 2000 indicano un rallentamento della crescita. L'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere era stimato a fine dicembre in \$95,2 trilioni, con un aumento dell'1% rispetto a fine giugno 2000 e dell'8% rispetto a fine dicembre 1999. Nello stesso periodo, tuttavia, il valore lordo di mercato è salito del 24%, a \$3,2 trilioni.

Anatomia di uno "squeeze"

Serge Jeanneau e Robert Scott

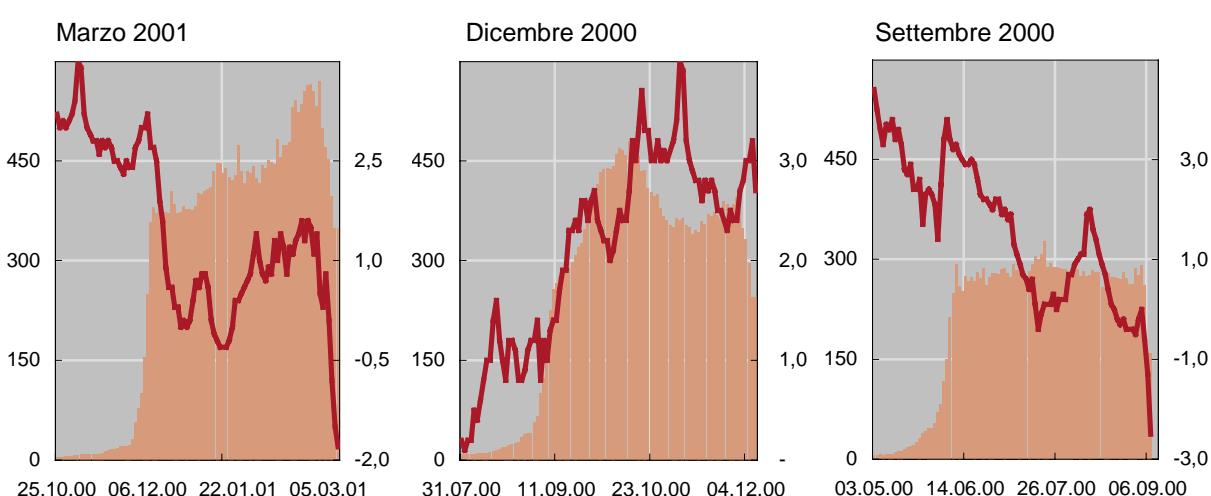
Il notevole successo dei contratti su titoli di Stato tedeschi ha creato qualche difficoltà negli ultimi anni. Più di recente, è stato segnalato uno "squeeze" sul contratto Bobl nel primo trimestre 2001¹. Il Bobl è l'obbligazione di Stato tedesca a cinque anni impiegata come attività sottostante per i connessi futures e opzioni negoziati all'Eurex. Un ristretto numero di banche europee ha apparentemente fatto incetta del titolo con i più bassi costi di consegna ("cheapest-to-deliver" – CTD) a fronte del contratto in scadenza nel marzo 2001, provocando importanti perdite agli operatori con posizioni corte. Non è la prima volta che si verificano inconvenienti di questo tipo all'Eurex. Episodi analoghi hanno interessato anche il contratto Bund a lunga, segnatamente nel settembre 1998 e nel giugno 1999². Questo riquadro esamina lo "squeeze" intervenuto sul Bobl lo scorso marzo.

L'impiego di futures e opzioni su titoli di Stato tedeschi è cresciuto rapidamente nella seconda metà degli anni novanta, allorché i titoli sottostanti si sono affermati come benchmark per finalità di copertura o per l'assunzione di posizioni su tassi d'interesse dell'area dell'euro. Di conseguenza, l'esposizione a fronte di tali contratti ha superato notevolmente quella sui titoli collegati. L'accumulo di ingenti posizioni aperte in futures rispetto allo stock disponibile di titoli consegnabili ha talvolta permesso ad alcuni intermediari di mettere alle strette altri operatori.

Nei mercati futures una situazione di "squeeze" si determina quando i detentori di posizioni corte non possono acquisire o mutuare i titoli richiesti per la consegna ai termini del contratto. Di norma, la consegna non pone problemi agli operatori poiché essi chiudono per lo più le loro posizioni mediante transazioni di segno contrario prima della data di scadenza del contratto. Tuttavia, un operatore che sia ancora in posizione corta a quella data è obbligato a consegnare i titoli specificati, così come quello in posizione lunga è obbligato a ritirarli. A causa della difficoltà di ottenere prezzi trasparenti sui mercati obbligazionari, la maggior parte dei contratti su titoli di Stato prevede la consegna fisica, diversamente dai contratti su tassi interbancari e indici azionari, che vengono regolati in contante sulla base di parametri di prezzo trasparenti. La

Bobl a cinque anni e spread tra CTD e titolo successivo in ordine di convenienza

posizioni aperte in migliaia di contratti (barre, s.s.) e in punti base (linee, s.d.)



Fonti: Datastream; Reuters; elaborazioni BRI.

¹ Cfr. "Le marché est confronté au 'squeeze' des titres allemands admis sur Eurex", *L'Agefi*, 9 marzo 2001, e "Bobl squeeze may help Eurex rivals", *Wall Street Journal Europe*, 9 aprile 2001. ² Wolfgang Schulte esamina il fenomeno in "Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area", "The changing shape of fixed income markets", *BIS Papers No. 8*, di prossima pubblicazione.

consegna materiale implica la specificazione della gamma di titoli stanziabili e un meccanismo di determinazione del prezzo per trasformare titoli diversi in attività equivalenti. Nel caso del future sul Bobl, i titoli consegnabili sono obbligazioni di Stato tedesche con scadenze comprese fra 4,5 e 5,5 anni. Per tener conto delle differenze di rendimento e di scadenza, i prezzi di queste obbligazioni sono moltiplicati per un fattore di conversione basato su una valutazione degli interessi e del capitale a un tasso annuo del 6% per tutte le date di regolamento. Tuttavia, poiché questo aggiustamento è imperfetto, uno dei titoli presenterà necessariamente i costi di consegna più bassi, a seconda del livello dei tassi di mercato e dell'inclinazione della curva dei rendimenti. Bassi tassi d'interesse rispetto al tasso nazionale tendono a favorire la consegna di titoli con cedola elevata e scadenza breve.

La probabilità che si determini una strozzatura di mercato aumenta se l'offerta di CTD è bassa, se la scelta di questi ultimi è ampiamente prevedibile e se la sostituibilità con altri titoli consegnabili è ostacolata dalla mancanza di emissioni con sensibilità di prezzo analoga. In effetti, nei precedenti episodi di "squeeze" sul Bund il paniere di valori consegnabili era costituito da un ristretto numero di titoli con durata finanziaria molto diversa, il che aveva ridotto le possibilità di trasformarli in CTD. Le distorsioni prodotte dal fattore di conversione hanno inoltre consentito agli operatori di prevedere facilmente quali titoli avrebbero minimizzato i costi di consegna, e farne quindi il bersaglio di uno "squeeze", incentivati anche dalla ridotta disponibilità di CTD.

Nel febbraio 2001 le condizioni di mercato paiono aver offerto una buona opportunità. Il CTD era l'obbligazione 6,5% con scadenza ottobre 2005. Al 22 febbraio le posizioni aperte in futures sul Bobl erano salite a oltre 565 000 contratti, pari a un ammontare nazionale di €57 miliardi. Ciò corrispondeva a oltre cinque volte la consistenza di CTD e a circa una volta e mezza il volume complessivo del paniere di titoli consegnabili. Per contro, i contratti del dicembre e del settembre 2000 avevano come contropartita rispettivamente solo 384 000 e 281 000 futures in essere due settimane prima della scadenza. Il grafico illustra la situazione del mercato prima della scadenza del contratto del marzo 2001, raffrontandola con quella prevalente a date di scadenza anteriori. Esso mostra come l'incremento delle posizioni aperte su quest'ultimo contratto sia stato insolitamente ampio e abbia per giunta coinciso con un ammontare relativamente modesto di CTD. Inoltre, il CTD successivo in ordine di convenienza – l'obbligazione 6% gennaio 2006 – presentava costi di consegna alquanto più elevati.

Un ristretto numero di banche europee ha evidentemente approfittato di questa opportunità per effettuare ingenti acquisti di CTD. Di conseguenza, nel momento in cui i venditori in posizione corta hanno cercato di chiudere le loro posizioni, il prezzo del contratto era considerevolmente salito. Nelle due settimane precedenti la scadenza il rendimento implicito a termine aveva perduto quasi 30 punti base. L'8 marzo, ultimo giorno di negoziazione, un operatore che avesse avuto una posizione corta in corrispondenza della punta massima dei contratti aperti avrebbe accusato una perdita di 17 punti nel rendimento implicito del contratto future.

L'esperienza del marzo 2001 ha manifestamente indotto gli operatori a un atteggiamento difensivo. È stato infatti segnalato un accaparramento di titoli consegnabili sui contratti Bobl delle scadenze successive (giugno e settembre), con possibili conseguenze negative sulla liquidità di mercato. La riluttanza degli operatori ad assumere posizioni corte su titoli pubblici tedeschi potrebbe inoltre deprimere i rendimenti dei titoli consegnabili rispetto ad altre obbligazioni.

Questi problemi potrebbero accentuarsi se i minori disavanzi di bilancio della Germania dovessero tradursi in un ridotto paniere di titoli consegnabili, con notevoli differenze di cedola e di scadenza. Tuttavia, il Governo tedesco ha iniziato a concentrare le emissioni su una gamma più ristretta di benchmark. Un maggior volume di obbligazioni a due, cinque e dieci anni dovrebbe contribuire ad accrescere l'ammontare di titoli sottostanti i contratti dell'Eurex.

Da parte sua, agli inizi di giugno la borsa tedesca ha annunciato l'introduzione di limiti alle posizioni aperte di singoli operatori e di penalizzazioni più basse per la mancata consegna. Gli intermediari hanno suggerito alcune altre misure, fra cui l'estensione del paniere di titoli consegnabili ad altre obbligazioni di Stato europee, il regolamento in contante e l'allungamento del periodo di consegna materiale. Sono stati altresì proposti interventi per migliorare il funzionamento del mercato dei pct. Una maggiore efficienza di questo segmento permetterebbe un più efficace arbitraggio tra mercati a contante e futures, rendendo più difficile porre in atto uno "squeeze".

Mercato globale dei contratti derivati OTC¹

ammontare in essere, in miliardi di dollari USA

	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	Fine giugno	Fine dic.	Fine giugno	Fine dic.	Fine giugno	Fine dic.	Fine giugno	Fine dic.
	1999		2000		1999		2000	
Totale generale	81 458	88 201	94 008	95 199	2 628	2 813	2 572	3 180
A. Contratti su valute	14 899	14 344	15 494	15 666	582	662	578	849
A termine secco e riporti in cambi	9 541	9 593	10 504	10 134	329	352	283	469
Swaps di valute	2 350	2 444	2 605	3 194	192	250	239	313
Opzioni	3 009	2 307	2 385	2 338	61	60	55	67
B. Contratti su tassi d'interesse ²	54 072	60 091	64 125	64 668	1 357	1 304	1 230	1 426
FRA	7 137	6 775	6 771	6 423	12	12	13	12
Swaps	38 372	43 936	47 993	48 768	1 222	1 150	1 072	1 260
Opzioni	8 562	9 380	9 361	9 476	123	141	145	154
C. Contratti collegati ad azioni	1 511	1 809	1 645	1 891	244	359	293	289
A termine e swaps	198	283	340	335	52	71	62	61
Opzioni	1 313	1 527	1 306	1 555	193	288	231	229
D. Contratti su merci ³	441	548	584	662	44	59	80	133
Oro	189	243	261	218	23	23	19	17
Altri	252	305	323	445	22	37	61	116
A termine e swaps	127	163	168	248
Opzioni	125	143	155	196
E. Altri ⁴	10 536	11 408	12 159	12 313	400	429	392	483
Esposizione creditoria lorda ⁵					1 119	1 023	937	1 080
<i>Per memoria: contratti negoziati in borsa⁶</i>	<i>15 501</i>	<i>13 522</i>	<i>13 918</i>	<i>14 302</i>	<i>..</i>	<i>..</i>	<i>..</i>	<i>..</i>

¹ Tutte le cifre sono calcolate al netto delle duplicazioni. L'ammontare nozionale in essere è stato corretto dimezzando le posizioni verso altri intermediari dichiaranti. Il valore lordo di mercato è stato calcolato come somma del valore lordo totale positivo dei contratti e del valore lordo negativo in termini assoluti dei contratti con controparti non dichiaranti. ² Solo contratti su un'unica moneta. ³ Le duplicazioni sono state stimate. ⁴ Posizioni stimate di istituzioni che non segnalano su base regolare. ⁵ Valore lordo di mercato tenendo conto degli accordi bilaterali di netting giuridicamente vincolanti. ⁶ Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni.

Tabella 4.1

Per categorie ampie di rischio di mercato, i due segmenti principali – contratti su tassi d'interesse e su valute – sono cresciuti al ritmo più lento (1%), mentre gli strumenti collegati ad azioni e a merci hanno registrato una rapida espansione (15 e 13% rispettivamente)⁶. Altri tre sviluppi significativi sono degni di nota. Primo, la contrazione in termini assoluti dello stock di contratti tendenzialmente a breve termine (in specie, transazioni a termine secco e riporti in cambi, ma anche forward rate agreements – FRA). Secondo, il rallentamento particolarmente marcato degli swaps di tasso d'interesse, la più

⁶ I derivati creditizi, che secondo fonti di mercato sarebbero aumentati rapidamente negli ultimi tempi, non sono rilevati in questa indagine.

ampia componente del mercato OTC. Terzo, il calo nel volume delle transazioni fra dealers, in strumenti sia di tasso d'interesse sia valutari.

Il consolidamento nel settore finanziario potrebbe essere in parte all'origine del rallentamento dell'attività in termini aggregati; le fusioni e acquisizioni fra soggetti dichiaranti determinano infatti il consolidamento delle transazioni bilaterali e, di conseguenza, una riduzione dei contratti in essere. Le cifre, tuttavia, non rispecchiano gli effetti della fusione fra J.P. Morgan e Chase annunciata nel settembre 2000, poiché le due società hanno continuato a pubblicare bilanci separati fino al termine del periodo di segnalazione.

Nel secondo semestre 2000 il *segmento dei tassi d'interesse* è cresciuto solo dell'1%, a \$64,7 trilioni. In termini di stock, i FRA sono diminuiti del 5% e le options sono aumentate dell'1%, mentre il mercato degli swaps ha registrato un'espansione del 2%, salendo a \$48,8 trilioni. Il segmento in esame è stato caratterizzato da altri due aspetti salienti. In primo luogo, i contratti con scadenza fino a un anno sono calati del 7%, a differenza di quelli a più lungo termine, che hanno continuato a crescere a ritmo soddisfacente (5% circa). In secondo luogo, gli strumenti in euro si sono contratti del 7%, mentre quelli denominati in dollari USA hanno mantenuto un rapido ritmo di crescita.

Nel caso specifico del mercato degli swaps di tasso d'interesse, la decelerazione della crescita contrasta nettamente con il ritmo molto rapido dell'attività osservato dalla fine del 1998. Essa è dovuta essenzialmente a una flessione del 5% nel segmento dell'euro che ha interessato tutti e tre i tipi di controparti, ma soprattutto le operazioni tra dealers. Diversi fattori potrebbero essere all'origine di tale sviluppo, fra cui il consolidamento nel settore finanziario, le ridotte emissioni di talune tipologie di titoli "interni" (come i Pfandbriefe, per la cui copertura vengono spesso utilizzati swaps) e i tardivi sforzi delle banche di pareggiare le loro posizioni in strumenti denominati nelle valute partecipanti all'euro⁷. Per converso, le consistenze di swaps in dollari hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto (10%). I rimborsi netti di titoli del Tesoro USA hanno influito sulla liquidità del mercato sottostante e sull'efficacia di tradizionali veicoli di copertura, come i titoli del mercato a pronti o i futures su obbligazioni di Stato. Ciò ha incoraggiato gli operatori a impiegare più efficaci strumenti di copertura, quali gli swaps di tasso d'interesse⁸.

Nell'area degli *strumenti valutari*, i contratti in essere sono aumentati dell'1% in termini di valore, a \$15,7 trilioni, dopo l'incremento alquanto elevato nel precedente periodo di segnalazione. A fronte di una flessione dello stock di

La decelerazione potrebbe essere in parte riconducibile a fusioni

Calano gli swaps di tasso d'interesse in euro

Continuano a crescere gli swaps in dollari USA

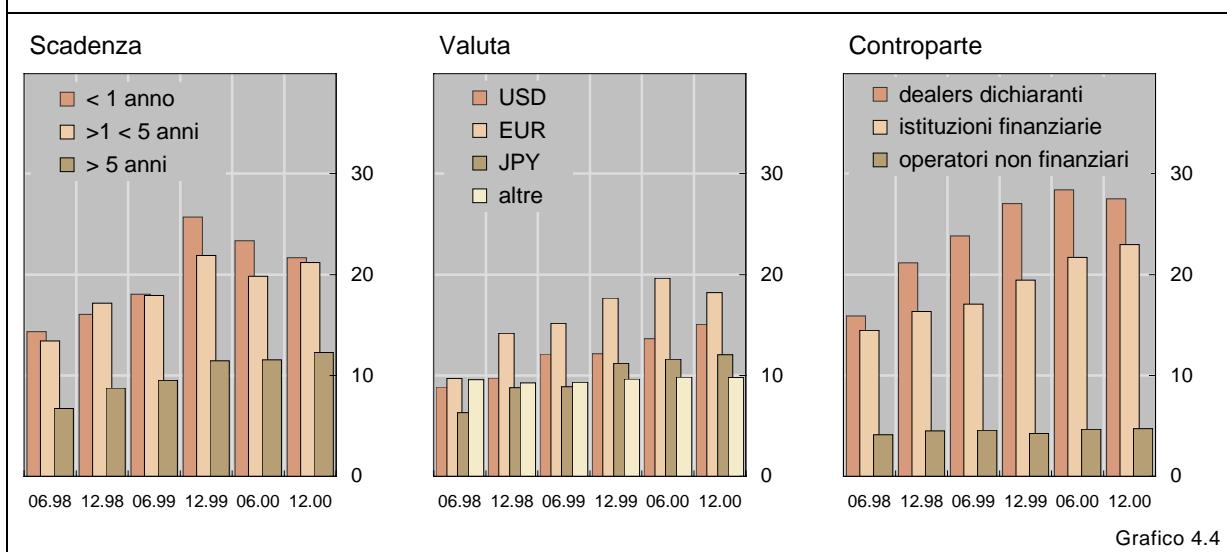
Rallenta la maggior parte delle transazioni in strumenti valutari ...

⁷ La transizione all'euro ha consentito agli operatori di applicare le regole di netting fra contratti originariamente denominati nelle valute preesistenti.

⁸ Cfr. la sezione monografica a cura di R.N. McCauley, "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", nell'edizione del marzo 2001 della *Rassegna trimestrale BRI*, pagg. 42-49.

Swaps di tasso d'interesse e forward rate agreements

ammontare nozionale in essere, in trilioni di dollari USA



transazioni a termine secco e riporti in cambi (-4%), nonché di quello delle opzioni valutarie (-2%), gli swaps di valute sono cresciuti del 23%. Gli strumenti con contropartita in dollari USA e in euro hanno registrato un leggero incremento, peraltro controbilanciato in parte dal calo dei contratti in yen. Ciò sembra essere in linea con il profilo della volatilità implicita osservato nel secondo semestre 2000, diminuita drasticamente per la coppia dollaro/yen, mentre è rimasta elevata per la coppia dollaro/euro.

Il calo nello stock di operazioni a termine secco, riporti in cambi e opzioni potrebbe aver rispecchiato influssi di più lungo periodo nel sottostante mercato a pronti. Anche se i nuovi dati sul volume delle negoziazioni e le consistenze in essere sui mercati dei cambi e dei derivati non saranno pubblicati dalla BRI prima della fine del quarto trimestre 2001, indicazioni empiriche segnalano un declino delle transazioni interbancarie in strumenti valutari negli ultimi anni. Diversi fattori potrebbero avervi contribuito, fra cui il consolidamento nel settore finanziario, il passaggio alla contrattazione elettronica e la liquidazione di posizioni ad alto grado di leva all'indomani delle crisi finanziarie asiatica e russa.

Il segmento degli swaps ha costituito la principale eccezione alla tendenza decrescente osservata nell'area degli strumenti valutari. Esso è cresciuto costantemente da quando la BRI ha iniziato a raccogliere dati sul mercato OTC. È probabile che l'attività sia stata alimentata dall'ingente volume di prestiti consorziali e di collocamenti mobiliari, in particolare quelli allestiti per le società di telecomunicazione. Per contro, non sembra aver avuto effetti contrattivi l'introduzione, da parte del Financial Accounting Standards Board (FASB) statunitense, di nuove regole contabili sugli strumenti derivati e di copertura applicabili a tutte le società USA quotate in borsa il cui esercizio

... con l'importante eccezione degli swaps di valute

finanziario si sia chiuso il 15 giugno 2000⁹. Di fatto, la liquidazione di posizioni da parte di alcune società in previsione delle nuove regole potrebbe senz'altro essere stata compensata da nuove transazioni connesse con la sostituzione di strumenti di copertura complessi con strutture più semplici.

L'attività in *strumenti collegati ad azioni* ha segnato un rilevante aumento (a \$1,9 trilioni) dovuto unicamente al segmento delle opzioni. Il secondo semestre 2000 è stato un periodo di rinnovata incertezza sui mercati azionari globali, con forti pressioni al ribasso sui corsi – specie dei titoli tecnologici – che hanno determinato un'impennata della volatilità. L'attività è stata particolarmente vivace nel comparto delle opzioni su titoli azionari europei, che rappresentano ora quasi il 60% degli strumenti collegati ad azioni. Benché sia forse prematuro trarre conclusioni univoche circa le tendenze di più lungo periodo, l'espansione dell'attività in questo comparto nella seconda metà del 2000 potrebbe anche originare da più radicati fattori di fondo. Una possibile spiegazione potrebbe essere il maggiore successo in Europa degli strumenti d'investimento collegati ad azioni, come fondi d'investimento azionari, prodotti su indici di borsa destinati alla clientela al dettaglio, obbligazioni convertibili e warrants azionari.

Forte crescita dei contratti collegati ad azioni

Netto aumento del valore lordo di mercato

Il valore lordo stimato di mercato è cresciuto del 24%, a \$3,2 trilioni, l'aumento più pronunciato dall'inizio delle rilevazioni statistiche della BRI sul mercato OTC. Tale incremento risulta piuttosto anomalo, se si considera che l'ammontare nozionale dei contratti in essere si è accresciuto solo in misura marginale nel periodo sotto rassegna. Pertanto, il rapporto fra valore lordo di mercato e ammontare nozionale in essere è salito a fine dicembre 2000 al 3,3%, dal 2,7% nel giugno precedente, invertendo così la tendenza decrescente osservata dal secondo semestre 1998. In percentuale dell'ammontare nozionale, il valore lordo di mercato dei contratti valutari ha registrato un balzo dal 3,7 al 5,4%, e quello dei contratti su tassi d'interesse è passato dall'1,9 al 2,2%. Un possibile motivo potrebbe essere il costante allungamento della scadenza media di queste due tipologie di contratti.

L'aumento del valore lordo di mercato potrebbe originare dall'allungamento delle scadenze

⁹ Il FASB Statement n. 133 richiede alle società di registrare in bilancio gli strumenti derivati come attività o passività che saranno computate al valore di mercato. Le società devono registrare nel conto economico ovvero alla voce "Other comprehensive income" ogni variazione nel valore degli strumenti di copertura che non sia strettamente contabilizzata da variazioni nel valore delle attività sottostanti.

Fonti dei dati sul mercato degli strumenti derivati OTC: un raffronto

Robert Scott

L'interesse per le statistiche sul mercato globale degli strumenti derivati OTC è andato crescendo di pari passo con lo sviluppo di tale mercato. Diversi organismi pubblicano regolarmente statistiche sulla sua composizione e dimensione totale. È importante che gli utilizzatori siano a conoscenza delle caratteristiche salienti di ogni serie di dati. Le indagini semestrali e triennali sull'attività dei mercati derivati OTC, condotte dalle banche centrali del G10 e coordinate dalla BRI, le indagini ISDA e Swaps Monitor forniscono tutte aggregati alquanto esaurienti sul mercato OTC, ma presentano differenze nella metodologia e nella popolazione censita. Si riporta, di seguito, una breve analisi di tali indagini.

Statistiche sul mercato OTC

Caratteristiche	BRI	ISDA	Swaps Monitor
Copertura degli strumenti: tassi d'interesse valute	FRA, swaps e opzioni riporti in cambi, swaps di valute, opzioni	swaps e opzioni swaps di valute	FRA, swaps e opzioni riporti in cambi, swaps di valute, opzioni
azioni	swaps, opzioni	..	swaps, opzioni
altri	merci	..	merci
Frequenza	semestrale	semestrale	semestrale
Tempi di segnalazione	4-5 mesi	5 mesi	5-6 mesi
Eliminazione delle duplicazioni	sì	no	solo stime
Inizio raccolta dati	1998	1987	1992
Fonti dei dati	banche dichiaranti, tramite le banche centrali del G10	membri ISDA	bilanci bancari pubblicati
Totale contratti in essere (giugno 2000)	\$94 trilioni	\$60 trilioni	\$103 trilioni
di cui: su tassi d'interesse (giugno 2000)	\$64 trilioni	\$60 trilioni	\$79 trilioni

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

L'ISDA è stato il primo organismo che ha pubblicato dati sul mercato degli strumenti derivati OTC con un'indagine dettagliata introdotta nel 1987. Tuttavia, nel 1988 quest'ultima è stata sospesa e sostituita con un'indagine "flash" semestrale che rileva solo l'ammontare nozionale totale di swaps e opzioni di tasso d'interesse, nonché di swaps di valute in essere. L'indagine è basata sulla segnalazione di posizioni in strumenti derivati da parte dei membri dell'ISDA. L'ordine di grandezza degli importi rilevati in questa indagine non si discosta molto da quello segnalato dalla BRI sugli stessi strumenti. Non vengono tuttavia rilevati i riporti in cambi, i FRA e una serie di altri prodotti derivati, come quelli su azioni e merci.

Swaps Monitor

Utilizzando una metodologia alquanto diversa da quella della BRI e dell'ISDA, la Swaps Monitor pubblica dati aggregati basati sulle posizioni risultanti nei bilanci ufficiali di importanti operatori. Questi dati sono di entità simile a quella delle rilevazioni BRI e ISDA. A causa della mancanza di informazioni dettagliate nei bilanci, le scomposizioni per strumento e controparte sono stimate.

I dati sulle controparti sono molto importanti per questo tipo di analisi, poiché le posizioni tra dealers devono essere dimezzate per evitare duplicazioni. La Swaps Monitor dispone delle più lunghe serie temporali omogenee sul mercato OTC. La copertura comprende contratti su tassi d'interesse, valute, azioni e merci.

Banche centrali del G10/BRI

L'indagine semestrale sui mercati derivati OTC fornisce dati consolidati a livello mondiale sull'ammontare nozionale e sul valore di mercato relativamente ai 60 maggiori dealers dei paesi del G10. I dati sono disaggregati per categoria di rischio di mercato, tipologia di contratto, scadenza, valuta e tipo di controparte. Le statistiche includono stime sull'attività di dealers non dichiaranti basate sull'indagine triennale della BRI, simile nella struttura, ma molto più ampia nella copertura in quanto comprende quasi 50 paesi. I dati sono depurati dalle duplicazioni dimezzando le posizioni tra dealers dichiaranti, riportate separatamente nelle statistiche. Le banche centrali del G10 e la BRI sono le sole a fornire dati sul turnover del mercato degli strumenti derivati OTC. Attualmente, tali statistiche sono raccolte nell'ambito dell'indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, che fornisce inoltre dati globali sui derivati creditizi. Data la crescente richiesta di informazioni su quest'ultima tipologia di strumenti, le banche centrali stanno ora valutando la possibilità di raccogliere dati con maggiore frequenza nel contesto dell'indagine semestrale.