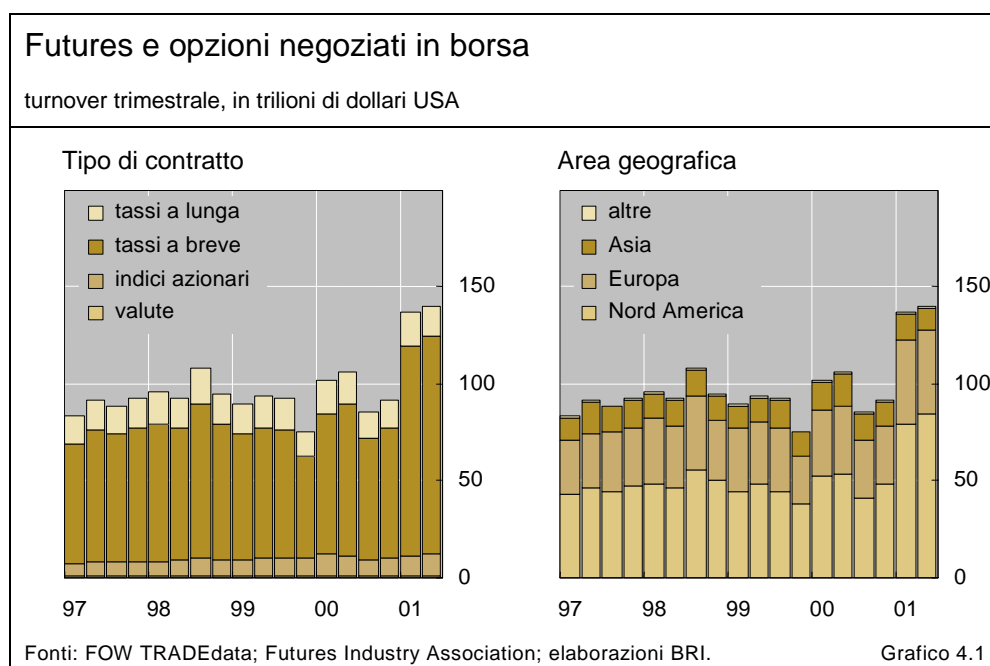


## 4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati ha raggiunto un nuovo massimo nel secondo trimestre 2001; il valore nozionale in dollari dei contratti rilevati dalla BRI è salito del 3%, a \$139,7 trilioni. Sebbene il ritmo di espansione dei mercati sia rallentato nettamente rispetto all'incremento record osservato nel trimestre precedente, l'attività in strumenti a reddito fisso, specie basati su tassi del mercato monetario USA, è rimasta eccezionalmente sostenuta. L'allentamento della politica monetaria sembra essere stato un importante fattore alla base degli intensi scambi di prodotti su tassi d'interesse, ma potrebbero avervi concorso anche taluni cambiamenti nelle modalità di gestione del rischio. In Giappone, per contro, è proseguita la tendenza flettente per la maggior parte degli strumenti a reddito fisso.

### I tagli dei tassi ufficiali USA continuano ad alimentare l'attività sul mercato monetario

Il ritmo dell'attività in strumenti su tassi d'interesse è rallentato notevolmente nel secondo trimestre 2001. Il turnover è cresciuto solo del 2%, a



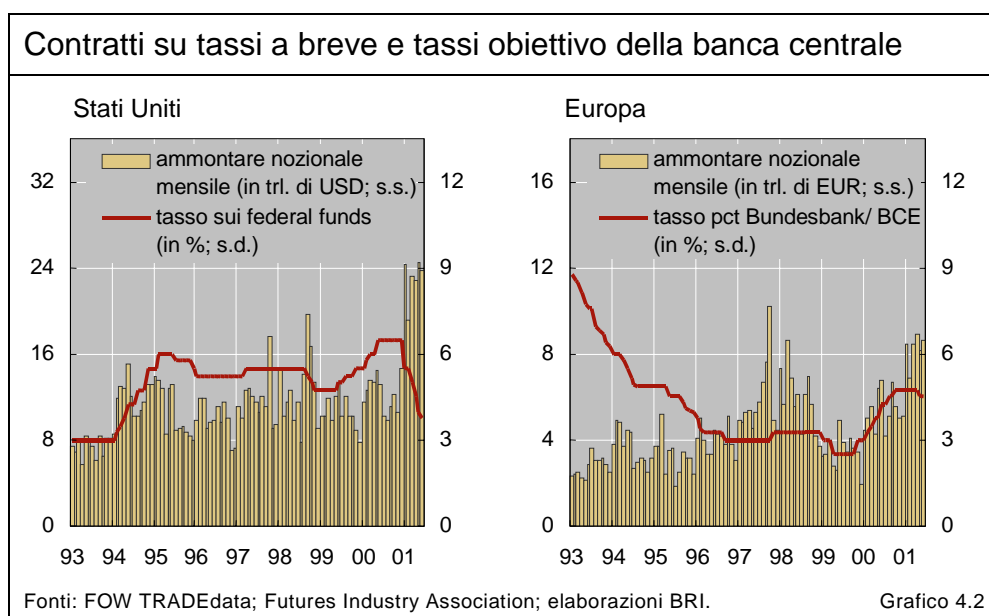
\$127,4 trilioni, rispetto al 55% nel trimestre precedente. Gli strumenti del mercato monetario sono aumentati del 4%, portandosi a \$111,3 trilioni, mentre quelli su titoli di Stato solo calati dell'8%, a \$16 trilioni.

Analogamente al primo trimestre, uno degli aspetti salienti del periodo sotto rassegna è stata l'eccezionale vivacità degli scambi sul mercato monetario USA. Il perdurante vigore dell'attività in questo segmento sembra dovuto ai tentativi di coprire o assumere posizioni in vista di un ulteriore allentamento della politica monetaria statunitense. In effetti, il taglio di 50 punti base del tasso obiettivo sui federal funds deciso a metà aprile fra due riunioni ufficiali – il secondo dopo quello del gennaio 2001 – pare aver nuovamente colto di sorpresa gli operatori, creando incertezza sulla sequenza temporale di ulteriori manovre distensive. Nell'area dell'euro le aspettative circa l'evoluzione dei tassi a breve sono state relativamente più stabili rispetto agli Stati Uniti, anche se la decisione della BCE di abbassare il tasso ufficiale di 25 punti base in maggio sembra essere giunta inattesa. Per converso, in Giappone gli scambi in strumenti a breve hanno proseguito la loro tendenza calante, poiché il ritorno di fatto a una politica di tassi d'interesse zero a partire da marzo, insieme alla diffusa percezione degli operatori che la politica monetaria avrebbe continuato a essere accomodante, ha indebolito l'incentivo alle contrattazioni. Tale rallentamento è risultato in linea con il minor volume di attività segnalato nel sottostante mercato monetario nipponico.

Il netto aumento del turnover in strumenti del mercato monetario USA dagli inizi dell'anno potrebbe riflettere anche altri fattori di fondo. Anzitutto, nei primi due trimestri vi sono state ingenti emissioni lorde in dollari di titoli di società e agenzie governative (Sezioni 1 e 3). Ciò ha stimolato l'attività sul mercato degli swaps di tasso d'interesse e, a sua volta, su quello dei futures in eurodollari, dato che questi ultimi vengono comunemente impiegati a copertura di swaps. Il settore potrebbe inoltre aver beneficiato di un più ampio spostamento delle operazioni di negoziazione e di copertura dalla curva

La sostenutezza del comparto a breve USA riconducibile all'allentamento monetario ...

... e a un più diffuso ricorso a operazioni di copertura basate sul Libor



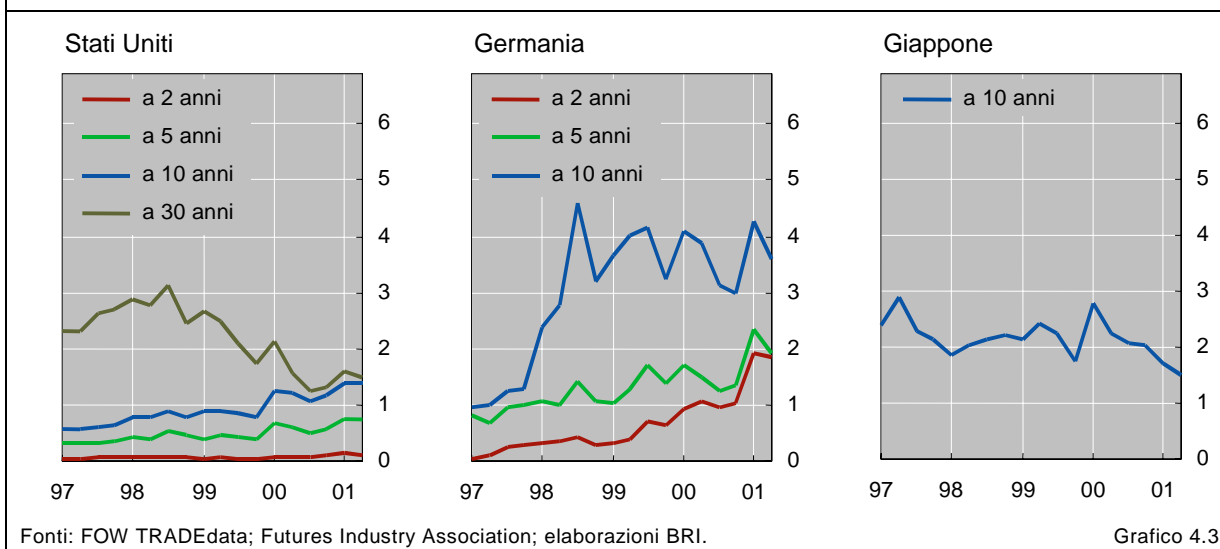
dei rendimenti del Tesoro USA a quella dei tassi swap sul Libor. Nella prima metà dell'anno l'accresciuto volume di futures e options sull'eurodollaro si è infatti accompagnato a un'espansione ancor maggiore dei contratti a più breve termine (Libor e federal funds a un mese). Sebbene questi ultimi rappresentino una quota modesta del turnover totale in strumenti del mercato monetario statunitense (pari a circa il 10% nel secondo trimestre), essi potrebbero registrare un'ulteriore crescita nei mesi a venire, dato il passaggio del Tesoro USA a emissioni con scadenze più brevi<sup>1</sup>.

Calo del turnover  
in contratti  
obbligazionari

La diminuzione dell'attività in strumenti a più lungo termine contrasta con il vigore del mercato monetario. Essa è dovuta in buona parte al calo del turnover all'Eurex (-13%), specie in contratti su obbligazioni di Stato a cinque e a dieci anni. Ciò rappresenta peraltro il ritorno a un più normale profilo operativo, dopo l'incremento del 50% registrato nel trimestre precedente dal comparto a reddito fisso dell'Eurex. Matif (Euronext Paris) ha accusato una flessione ancor più pronunciata (-28%) negli scambi del suo principale contratto obbligazionario; secondo gli osservatori, essa sarebbe riconducibile alla conclusione dell'azione a sostegno dell'Euro Notionnel apprestata da banche francesi verso la fine del 1999<sup>2</sup>. Negli Stati Uniti le contrattazioni in titoli obbligazionari sono procedute a ritmo costante dato l'intervallo alquanto ristretto entro cui si sono mossi i tassi d'interesse USA a medio e a lungo termine. Questo moderato volume di attività si discosta in certa misura da

## Contratti futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



<sup>1</sup> In maggio il Tesoro USA ha annunciato l'intenzione di emettere buoni a quattro settimane per assicurarsi maggiore flessibilità ed efficienza nella gestione dei suoi saldi liquidi di cassa.

<sup>2</sup> Va rilevato che il calo al Matif è intervenuto nonostante la reintroduzione a metà maggio di un contratto quinquennale sull'Euro Notionnel, mirante a sfruttare le nuove opportunità create dal recente episodio di "squeeze" sull'obbligazione di Stato tedesca a cinque anni negoziata all'Eurex (cfr. la precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*).

quello rilevato sul mercato a contante dei titoli del Tesoro, dove il turnover è aumentato nettamente dall'inizio dell'anno<sup>3</sup>; ciò potrebbe confermare le indicazioni empiriche secondo cui la gestione del rischio si starebbe allontanando dalla curva dei rendimenti pubblici. In Giappone l'attività ha confermato la sua tendenza discendente, con un calo del 9% nel volume dei contratti in titoli di Stato nipponici. Benché i tassi a lunga abbiano segnato una lieve ripresa nella prima parte del trimestre, la debolezza delle condizioni economiche complessive ha probabilmente indotto gli operatori a ritenere che tale segmento sarebbe rimasto sostanzialmente invariato.

La moderazione dell'attività è coerente con la preferenza per strumenti basati sul Libor

### Crescente favore del mercato per i nuovi contratti futures su tassi swap e azioni singole

Uno degli sviluppi più salienti del secondo trimestre 2001 è stato il favorevole accoglimento riservato ai futures Swapnote del LIFFE. Tali contratti, introdotti alla fine dello scorso marzo, sono indicizzati ai tassi swap in euro a due, cinque e dieci anni. Anche se le contrattazioni in Swapnotes hanno rappresentato solo una quota marginale dell'attività del LIFFE in strumenti a reddito fisso nel secondo trimestre (\$99 miliardi, ossia lo 0,4% del totale), esse sono gradualmente aumentate nel corso del periodo, favorite anche dal temporaneo venir meno delle commissioni di borsa.

Mercato ricettivo per i contratti Swapnote del LIFFE

I recenti sviluppi nei mercati europei a reddito fisso potrebbero aver creato una nicchia per i futures basati su tassi swap. In particolare, la creazione dell'Unione monetaria europea nel gennaio 1999 ha ridimensionato l'importanza dei titoli pubblici europei come riferimento di prezzo per il segmento a reddito fisso. Nonostante il loro elevato merito di credito, i mercati europei delle obbligazioni di Stato restano eterogenei, e questa caratteristica è stata acuita dagli squilibri di domanda e offerta determinati dal calo delle emissioni pubbliche in alcuni paesi. Di conseguenza, la curva dei tassi swap si è di fatto imposta come benchmark omogeneo per i mercati europei a reddito fisso<sup>4</sup>, e ciò potrebbe contribuire ad assicurare l'accoglienza dei contratti collegati a swaps.

I recenti sviluppi creano una nicchia per futures basati su swaps

Inoltre, le Swapnotes potrebbero trarre vantaggio dai recenti episodi di "squeeze" che hanno interessato gli scambi di contratti su titoli di Stato all'Eurex (cfr. la precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Esse dovrebbero mostrarsi meno soggette a strozzature di mercato grazie alla modalità di regolamento per contante e alla maggiore ampiezza del mercato degli swaps in euro rispetto allo stock di titoli disponibili a fronte di futures su obbligazioni di Stato (\$16,6 trilioni in termini nominali, contro circa \$3,3 trilioni a fine 2000). I contratti basati su tassi swap potrebbero inoltre ricevere un

Gli ultimi episodi di "squeeze" all'Eurex potrebbero favorire le Swapnotes

<sup>3</sup> A seguito dell'allentamento monetario attuato dalla Federal Reserve, dell'accentuazione della curva dei rendimenti del Tesoro e delle emissioni record di titoli a reddito fisso in dollari USA.

<sup>4</sup> L'impatto dell'introduzione dell'euro sui mercati obbligazionari europei è trattato da Kostas Tsatsaronis e Gabriele Galati in "The impact of the euro on Europe's financial markets", *BIS Working Papers*, n. 100, luglio 2001.

ulteriore stimolo dalla decisione di alcune amministrazioni europee di impiegare gli swaps di tasso d'interesse nella gestione del debito pubblico<sup>5</sup>.

Il crescente ruolo degli swaps di tasso d'interesse nelle negoziazioni e nella determinazione di prezzo sui mercati finanziari USA, specie in un contesto di rimborsi del debito a lungo termine da parte del Tesoro, potrebbe altresì creare le premesse per l'introduzione di simili contratti negli Stati Uniti. Di recente il Chicago Board of Trade ha infatti annunciato il lancio nell'autunno prossimo di contratti futures e options sui tassi swap in dollari a cinque e a dieci anni. È da notare che l'introduzione di contratti collegati a swaps rientra probabilmente in un più ampio processo di "ribaltamento" delle preferenze degli operatori, che trovano vantaggioso basarsi su benchmarks privati per le loro operazioni di copertura e di posizionamento, anziché sui titoli di Stato<sup>6</sup>.

Una delle difficoltà incontrate dalle borse valori nel diffondere i contratti collegati a swaps deriva dal fatto che il mercato degli swaps è tradizionalmente appannaggio di un ristretto gruppo di banche ad alto rating creditizio (in genere AA/Aa). Queste sono state in grado di mantenere un ruolo centrale nell'intermediazione creditizia e di tasso d'interesse, fornendo liquidità mediante contratti tradizionali e offrendo al tempo stesso un'ampia gamma di strumenti ritagliati sulle esigenze del cliente. Lo sviluppo di un mercato liquido per swap futures – perseguito attirando considerevoli volumi di scambi tramite la standardizzazione, la trasparenza di prezzo e l'intervento di una stanza di compensazione in veste di controparte centrale – potrebbe consentire a intermediari finanziari di rango inferiore o a più basso rating di accedere al mercato degli swaps. E l'ingresso di nuovi operatori sarebbe avvenuto proprio con i contratti Swapnote: talune banche europee a carattere regionale paiono aver rappresentato un'importante fonte di domanda in questo segmento. Sebbene l'accesso di controparti non primarie possa avere implicazioni per i margini di profitto degli operatori esistenti, esso potrebbe altresì fornire liquidità aggiuntiva al più ampio mercato degli swaps, evidenziando la crescente complementarità fra mercati organizzati e OTC.

Un altro sviluppo di rilievo nel secondo trimestre è l'ulteriore espansione dell'attività in futures su azioni singole introdotti dal LIFFE nel gennaio 2001 (cfr. "Recenti sviluppi nel comparto dei derivati azionari negoziati in borsa" alla pagina seguente). Il numero delle società quotate è cresciuto da 25 a 65, e il turnover a 611.000 contratti, pari al 30% del volume di opzioni su singoli valori azionari. Incoraggiate dall'andamento al LIFFE, le tre maggiori borse USA hanno annunciato in maggio l'intenzione di dar vita a una joint venture per la contrattazione elettronica di futures su azioni singole quando tali contratti saranno stati ufficialmente autorizzati.

---

<sup>5</sup> La Francia e la Germania hanno recentemente annunciato di voler seguire l'esempio italiano nell'impiego di swaps di tasso d'interesse a fini di gestione del debito.

<sup>6</sup> Tale questione è trattata da Robert N. McCauley nella sezione monografica "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2001, pagg. 42-49.

L'introduzione di contratti collegati a swaps rientra in un più ampio processo di spostamento dei benchmarks

I futures su swaps potrebbero attrarre nuovi operatori

Ulteriore espansione dei futures su azioni singole al LIFFE

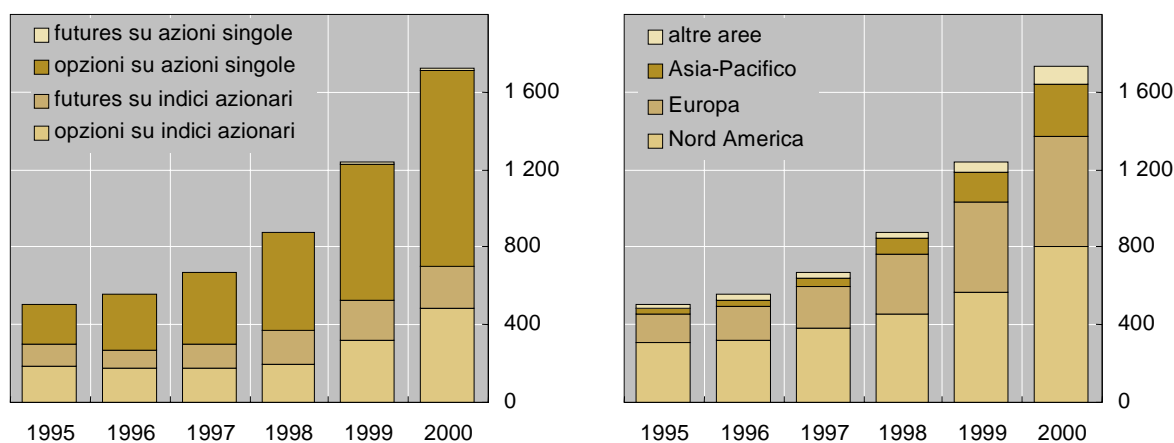
## Recenti sviluppi nel comparto dei derivati azionari negoziati in borsa

Il clima rialzista dei mercati azionari nella seconda metà degli anni novanta si è accompagnato a una rapida espansione dei derivati azionari negoziati in borsa<sup>①</sup>. Sebbene tale espansione si sia per lo più concentrata su un ristretto gruppo di contratti, l'attività è stata favorita anche dall'introduzione di nuove tipologie di prodotti. Questo riquadro esamina l'evoluzione recente dei diversi strumenti collegati ad azioni e illustra alcune delle principali innovazioni introdotte dalle borse.

Come indicano i grafici seguenti, la crescita dei derivati azionari negoziati in borsa ha riguardato principalmente le opzioni su singole azioni, specie nelle piazze nordamericane ed europee. Tali opzioni sono attivamente trattate in Nord America da quasi tre decenni, mentre in Europa si sono diffuse solo di recente<sup>②</sup>. Per converso, le negoziazioni mondiali in contratti su indici azionari sono aumentate più lentamente, e la crescita ha avuto luogo soprattutto in Asia e in Europa. In Nord America il loro volume è aumentato in misura marginale, nonostante l'introduzione di molti nuovi strumenti e la riduzione del taglio dei contratti di elevato ammontare (che accresce automaticamente le transazioni).

### Contratti azionari negoziati in borsa

turnover totale, in migliaia di contratti



Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association.

I mercati organizzati hanno impegnato considerevoli risorse nell'elaborare nuovi tipi di contratti azionari, e ciò per una serie di motivi, fra cui: l'evidenza che i tradizionali strumenti su indici azionari avevano raggiunto la fase "matura" del loro ciclo di vita; il desiderio di sfruttare una base di investitori in espansione (specie alla luce della crescente importanza dei fondi pensione privati e dello sviluppo di una cultura dell'investimento azionario al dettaglio); la domanda di strumenti configurati più puntualmente sulle esigenze degli operatori. Potrebbero inoltre avervi concorso le limitate opportunità di introdurre nuovi contratti valutari e a reddito fisso, data la robusta concorrenza del mercato OTC. Le innovazioni più significative sono illustrate di seguito.

*Long-Term Equity Anticipation Securities (LEAPS)*. Sono opzioni di tipo americano a lungo termine su specifici titoli e indici azionari. Introdotte nel 1990 dal CBOE, esse offrono in genere scadenze fino a tre anni, rispetto ai pochi mesi della tipologia standard, e diventano fungibili con le opzioni convenzionali a parità di vita residua con queste ultime. Il valore tempo di tali opzioni si riduce più lentamente rispetto a quelle ordinarie, dando agli investitori un ulteriore margine per decidere sulle proprie posizioni.

<sup>①</sup> Tale andamento non trova riscontro nel valore in dollari riportato nelle statistiche della BRI, poiché queste ultime rilevano solo gli scambi di contratti su indici azionari. I dati in termini di valore per le opzioni su azioni singole non sono ancora disponibili. Essi richiederebbero uno schema integrale di reporting atto a rilevare un ingente numero di singole transazioni.

<sup>②</sup> Esse furono istituite dal CBOE nel 1973, e quindi con molto anticipo rispetto ai primi futures e options su indici azionari, introdotti rispettivamente dal KCBT e dal CBOE nel 1982 e 1983.

*Low exercise price options (LEPOS).* Sono opzioni call di tipo europeo il cui prezzo di esercizio è fissato in prossimità dello zero. Esse furono introdotte in Svizzera nei primi anni novanta per ovviare al problema dell'imposta di bollo sulle transazioni in titoli e creare un meccanismo di trasferimento del rischio per azioni non facilmente trasferibili. Dato che questo tipo di opzioni presenta un valore intrinseco nettamente positivo ("in the money"), l'investitore assume un'esposizione quasi equivalente a quella dei titoli sottostanti (o di una transazione a termine), senza però avere titolo a dividendi e diritti di voto.

*Flexible exchange listed options (FLEX).* Sono state negoziate per la prima volta al CBOE nel 1993 in risposta alla crescente richiesta degli investitori istituzionali di una più ampia varietà di condizioni contrattuali, nonché alla forte concorrenza del mercato OTC. Le opzioni FLEX, concepite in genere per transazioni di ingente ammontare, consentono agli investitori di "personalizzare" un certo numero di caratteristiche delle opzioni su titoli o indici azionari, quali la data di scadenza, il prezzo e la modalità di esercizio dell'opzione. L'introduzione di una caratteristica personalizzata dà luogo alla creazione di una nuova serie di opzioni, che vengono poi quotate.

*Futures e options su indici settoriali e regionali.* Il novero di strumenti su indici riferiti a specifici subsettori del mercato azionario è cresciuto rapidamente negli anni recenti. Questi contratti consentono di assumere posizioni su segmenti di mercato più ristretti e di mettere in atto varie strategie di arbitraggio tra un segmento e l'altro. Di fronte all'esuberanza dei titoli della new economy nella seconda metà degli anni novanta, le borse hanno quotato numerosi strumenti su indici di azioni tecnologiche. Anche l'introduzione dell'euro ha condotto alla creazione di diversi contratti su indici paneuropei<sup>3</sup>, il cui scopo era quello di avvalersi di uno spostamento delle negoziazioni dai benchmarks nazionali a quelli paneuropei. Un importante vantaggio potenziale di tali contratti è che gli operatori possono ora assumere posizioni sull'estero con un unico margine di copertura e una singola esposizione in stanza.

*Futures e options finalizzati al mercato al dettaglio online.* Un'altra innovazione di rilievo è stata l'introduzione di contratti online per operatori al dettaglio. Introdotti nel 1997 dal CME (con i suoi futures e options E-mini S&P 500), tali strumenti si caratterizzano per il taglio ridotto rispetto ai contratti tradizionali, che li rende più accessibili ai piccoli investitori (dati i minori margini richiesti), e per il loro accesso online. Alcuni di essi hanno avuto un riscontro entusiastico, raggiungendo una quota di quasi il 25% del totale dei contratti azionari negoziati al CME nell'ultimo trimestre 2000.

*Futures su azioni singole.* Più di recente, l'interesse dei mercati organizzati si è rivolto ai futures su azioni singole. Ad esempio, nel novembre 2000 Euronext ha quotato futures su otto azioni olandesi di prim'ordine, e nel gennaio 2001 il LIFFE ha introdotto gli Universal Stock Futures su 25 titoli "blue-chip" europei e statunitensi. Anche le grandi borse USA hanno annunciato di voler quotare tali contratti. I futures su azioni singole dovrebbero fornire liquidità addizionale ai mercati a contante e derivati, oltretutto un nuovo strumento di copertura per le opzioni azionarie. È interessante notare che tali strumenti non hanno avuto finora uno sviluppo significativo in nessun paese. Negli Stati Uniti, a causa del timore di un loro possibile impatto negativo sulla volatilità dei titoli sottostanti, nei primi anni ottanta ne era vietata la contrattazione<sup>4</sup>. Sebbene nella maggior parte degli altri paesi non vigesse tale restrizione, essi non sono riusciti a diffondersi su vasta scala presso le piazze in cui erano stati quotati negli anni novanta (fra cui Australia, Spagna e Svezia). Tale mancanza di interesse potrebbe essere riconducibile allo sviluppo di efficienti mercati a termine (è il caso dei contratti per liquidazione differenziale – "contracts for difference") o alla capacità degli intermediari di replicare sinteticamente i futures tramite le opzioni di borsa<sup>5</sup>. La recente autorizzazione di questi strumenti negli Stati Uniti potrebbe contribuire a una loro maggiore diffusione.

<sup>3</sup> Cfr. Kostas Tsatsaronis, "Le prassi di mercato precorrono le strutture istituzionali nella valutazione di prezzo delle azioni nell'area dell'euro. Ruolo rispettivo del fattore nazionale e del fattore settoriale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2001, pagg. 15-16.

<sup>4</sup> SEC e CFTC avevano espresso il timore che i futures su azioni e obbligazioni di un singolo emittente si ripercuotessero negativamente sul mercato a contante dei titoli sottostanti. Nel dicembre 1981 i due organismi hanno raggiunto un accordo, in base al quale il CFTC non avrebbe potuto autorizzare la contrattazione di futures su obbligazioni di enti locali o sui titoli registrati ai sensi del Securities Act del 1933. L'accordo Shad-Johnson del 1982 comprendeva il divieto temporaneo dei contratti futures su singole azioni, poi rimosso nel dicembre 2000 con l'approvazione del Commodity Futures Modernisation Act.

<sup>5</sup> Un investitore potrebbe replicare un contratto future acquistando un'opzione call e vendendo un'opzione put allo stesso prezzo base (e coefficiente delta). Benché più onerosa e complessa, tale strategia di acquisto/vendita offre maggiore flessibilità all'investitore, poiché gli consente in ogni momento di reagire a variazioni nella volatilità delle singole opzioni put e call vendendo l'una o l'altra contropartita.