

Fattori all'origine del calo del turnover globale nei mercati valutari: analisi dell'Indagine triennale 2001¹

Calo dell'attività nel mercato mondiale dei cambi fra il 1998 e il 2001

L'Indagine triennale 2001 delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati ha evidenziato un deciso calo nel turnover dei contratti tradizionali in cambi fra il 1998 e il 2001². Nell'aprile di quest'anno il valore medio giornaliero di tali contratti era sceso a \$1 210 miliardi, rispetto a \$1 490 miliardi nell'aprile 1998. La diminuzione è pari al 19% ai tassi di cambio correnti e al 14% se misurata a tassi costanti (tabella 1). Essa si pone in netto contrasto con le risultanze delle precedenti indagini, che avevano segnalato una rapida espansione dell'attività³.

Turnover globale sul mercato dei cambi¹

medie giornaliere nel mese di aprile, in miliardi di dollari USA

| | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 ² | 2001 |
|---|------|------|-------|-------------------|-------|
| Contratti a pronti | 317 | 394 | 494 | 568 | 387 |
| Contratti a termine secco | 27 | 58 | 97 | 128 | 131 |
| Swaps su valute | 190 | 324 | 546 | 734 | 656 |
| Lacune stimate delle segnalazioni | 56 | 44 | 53 | 60 | 36 |
| Totale contratti "tradizionali" | 590 | 820 | 1 190 | 1 490 | 1 210 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | |
| <i>turnover ai cambi dell'aprile 2001³</i> | 570 | 750 | 990 | 1 400 | 1 210 |

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. ² Dati riveduti successivamente all'indagine precedente. ³ Gli importi in dollari USA delle componenti non in dollari sono stati convertiti nella valuta originaria ai tassi di cambio medi dell'aprile del rispettivo anno di segnalazione e quindi riconvertiti in dollari ai tassi di cambio medi dell'aprile 2001.

Tabella 1

¹ Si ringraziano Les Skoczylas e Paola Gallardo per l'eccellente supporto analitico fornito. Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI.

² L'indagine è stata condotta nell'aprile 2001 da 48 banche centrali e autorità monetarie. I dati raccolti concernono le operazioni tradizionali in cambi – a pronti, a termine secco e swaps su valute – e i derivati su valute e tassi d'interesse negoziati fuori borsa (OTC).

³ Il calo del turnover aggregato non ha destato sorpresa presso gli operatori del mercato (cfr. Leven (2001)).

Fra i vari tipi di strumenti la flessione più forte ha riguardato i contratti a pronti, il cui turnover medio giornaliero è sceso da \$568 a 387 miliardi. Il volume degli swaps su valute si è ridotto da \$734 a 656 miliardi. Risulta invece leggermente salito, a \$131 miliardi, quello dei contratti a termine secco. Per quanto concerne la tipologia delle controparti, le operazioni interbancarie registrano un netto regresso, da \$909 a 689 miliardi, che fa scendere la loro quota dal 64 al 59% (tabella 2). Le transazioni fra banche e clienti non finanziari sono parimenti diminuite (da \$241 a 156 miliardi), mentre hanno segnato un aumento quelle fra banche e altre istituzioni finanziarie, passate da \$279 a 329 miliardi.

| Turnover sul mercato dei cambi, per tipo di controparte ¹ | | | | |
|--|------|-------|-------------------|-------|
| medie giornaliere nel mese di aprile, in miliardi di dollari USA | | | | |
| | 1992 | 1995 | 1998 ² | 2001 |
| Totale | 776 | 1 137 | 1 430 | 1 173 |
| Operatori dichiaranti | 541 | 728 | 909 | 689 |
| Altre istituzioni finanziarie | 96 | 230 | 279 | 329 |
| Clienti non finanziari | 137 | 179 | 241 | 156 |
| Residenti locali | 316 | 526 | 658 | 499 |
| Residenti esteri | 391 | 613 | 772 | 674 |

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. Non comprende le lacune stimate delle segnalazioni. ² Dati riveduti successivamente all'indagine precedente.

Tabella 2

I principali fattori alla base di tali variazioni paiono essere stati l'introduzione dell'euro, il consolidamento nel settore bancario, la crescente importanza dell'intermediazione elettronica nel mercato interbancario a pronti e la mutata composizione degli operatori sui mercati valutari⁴. Il presente contributo monografico analizza il modo in cui questi fattori hanno influenzato i mercati dei cambi negli ultimi anni, considerando in particolare il volume delle contrattazioni, la volatilità, i differenziali lettera-denaro e la liquidità.

Quattro fattori principali

L'introduzione dell'euro

L'avvento dell'euro è stato un fattore importante nel calo dell'attività, in quanto ha fatto venire meno le transazioni intra-SME. È vero che le operazioni fra le valute partecipanti allo SME avevano cominciato a diminuire ben prima dell'avvio della UEM, essendosi ridotte in misura pari al 5% circa del turnover

Calo dovuto all'eliminazione delle operazioni intra-SME

⁴ Sebbene la volatilità dei cambi sia generalmente ritenuta una delle principali determinanti del turnover nei mercati valutari, è difficile ricondurre le variazioni nei volumi trattati all'andamento della volatilità osservato fra le varie coppie di valute e nel periodo aprile 1998-aprile 2001.

Mercati dei cambi e UEM

in miliardi di dollari USA

| | Turnover nel 1995 ¹ | | | Turnover nel 1998 ¹ | | |
|-------------------------|--------------------------------|--------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------|--------------------------------|
| | Totale | Contro dollaro USA | Contro valute UEM ² | Totale | Contro dollaro USA | Contro valute UEM ² |
| Dollaro USA | 1 313,4 | – | | 1 728,9 | – | |
| Valute UEM ² | 869,8 | 551,4 | 201,1 ³ | 956,5 | 704,1 | 110,2 ³ |
| Marco tedesco | 583,8 | 364,9 | 106,1 | 602,5 | 413,1 | 63,4 |
| Franco francese | 127,2 | 72,5 | 51,7 | 102,6 | 82,6 | 16,8 |
| Altre valute SME | ... | ... | ... | 223,1 | 185,8 | 24,7 |
| Ecu | 36,2 | 25,2 | 10,9 | 28,2 | 22,7 | 5,3 |
| Yen | 371,4 | 329,9 | | 396,5 | 353,1 | |
| Sterlina inglese | 139,7 | 102,8 | | 211,6 | 159,1 | |
| Franco svizzero | 116,3 | 85,7 | | 138,8 | 108,7 | |
| Totale | 1 571,8 | 1 313,4 | | 1 968,9 | 1 728,9 | |

Nota: le cifre in corsivo sono stimate.

¹ Turnover medio giornaliero, al netto delle duplicazioni per le operazioni "inter-dealer". Poiché il turnover comprende tutte le operazioni in cui una data valuta appare come contropartita, ogni operazione è conteggiata due volte. Per tenere conto di ciò il totale (che include anche valute diverse non classificate) è diviso per due. ² Fra le valute SME la scomposizione è disponibile soltanto per il marco tedesco, il franco francese, la sterlina inglese, l'ecu e la somma di tutte le altre valute SME. Al fine di stimare il turnover per le valute UEM, la somma delle altre valute SME è scomposta utilizzando i dati sulle contrattazioni locali secondo la metodologia impiegata nella tabella V.5 della 67^a Relazione annuale. ³ Prima dell'avvio della UEM le operazioni in cambi fra le future valute partecipanti erano talvolta effettuate per il tramite del dollaro. Di conseguenza, una valutazione dell'attuale incidenza dell'euro, del dollaro e dello yen basata sulla sottrazione del turnover intra-UEM nel 1998 comporta una sovrastima per l'euro, una sottostima per lo yen e una stima corretta per il dollaro.

Fonti: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1995, 1998); elaborazioni BRI.

Tabella 3

globale fra il 1995 e il 1998 (BRI (1999)). Tuttavia, il consolidamento delle 11 valute confluite nell'euro, il 1° gennaio 1999, ha eliminato un ulteriore 6% (tabella 3)⁵.

Il ruolo dell'euro
uguaglia quelli delle
valute componenti

Tale contrazione non è stata in seguito compensata da un aumento nel volume delle transazioni in euro rispetto a quello delle valute componenti⁶. Nell'aprile 2001 la moneta unica europea figurava come contropartita nel 38% dei contratti in cambi (tabella 4)⁷. Si tratta di una percentuale superiore alla quota detenuta dal marco nel 1998 (30%), ma inferiore a quella per l'insieme delle monete confluite nell'euro, sia nel 1998 (52%) che nel 1995 (60%). La differenza si spiega in gran parte con la scomparsa delle transazioni intra-SME.

L'importanza relativa delle altre valute non pare essere variata sostanzialmente rispetto al 1998. La quota del dollaro USA è salita dall'87 al

⁵ Al netto delle duplicazioni.

⁶ Questa evidenza è in linea con la congettura di McCauley (1997) e le conclusioni cui erano pervenuti Galati e Tsatsaronis (2001) utilizzando stime non ufficiali degli operatori del mercato.

⁷ La quota è riferita alle operazioni in cui una data moneta figura come contropartita. Di conseguenza, ogni transazione è conteggiata due volte.

90% nel 2001; anche quella dello yen ha segnato un leggero aumento, portandosi al 23%. Nel 2001 la coppia dollaro/euro risultava quella di gran lunga più trattata, con il 30% del turnover globale (tabella 5), seguita dalle coppie dollaro/yen (20%) e dollaro/sterlina (11%).

| Distribuzione per valute del turnover globale sul mercato dei cambi ¹ | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------------------|-------|
| quote percentuali del turnover medio giornaliero nel mese di aprile | | | | | |
| | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 ² | 2001 |
| Dollaro USA | 90,0 | 82,0 | 83,3 | 87,3 | 90,4 |
| Euro | . | . | . | . | 37,6 |
| Marco tedesco ³ | 27,0 | 39,6 | 36,1 | 30,1 | . |
| Franco francese | 2,0 | 3,8 | 7,9 | 5,1 | . |
| Ecu e altre valute SME | 4,0 | 11,8 | 15,7 | 17,3 | . |
| Yen | 27,0 | 23,4 | 24,1 | 20,2 | 22,7 |
| Sterlina inglese | 15,0 | 13,6 | 9,4 | 11,0 | 13,2 |
| Franco svizzero | 10,0 | 8,4 | 7,3 | 7,1 | 6,1 |
| Dollaro canadese | 1,0 | 3,3 | 3,4 | 3,6 | 4,5 |
| Dollaro australiano | 2,0 | 2,5 | 2,7 | 3,1 | 4,2 |
| Corona svedese ⁴ | ... | 1,3 | 0,6 | 0,4 | 2,6 |
| Dollaro di Hong Kong ⁴ | ... | 1,1 | 0,9 | 1,3 | 2,3 |
| Dollaro di Singapore ⁴ | ... | 0,3 | 0,3 | 1,2 | 1,1 |
| Valute di paesi emergenti ^{4, 5} | ... | 0,5 | 0,4 | 3,0 | 5,3 |
| Altre valute | 22,0 | 8,5 | 7,9 | 9,3 | 10,0 |
| Totale valute | 200,0 | 200,0 | 200,0 | 200,0 | 200,0 |

¹ Poiché in ogni operazione compaiono due valute, la somma delle quote percentuali è pari a 200% anziché a 100%. Le cifre si riferiscono al turnover segnalato su base "netta-netta", ossia sono depurate delle duplicazioni sia locali sia transfrontaliere, eccetto che per i dati del 1989, disponibili solo su base "lorda-lorda". ² Dati riveduti successivamente all'indagine precedente. ³ I dati relativi all'aprile 1989 escludono le operazioni interne su marchi in Germania. ⁴ Per il 1992-98 i dati comprendono soltanto le operazioni locali nella valuta nazionale. ⁵ Per il 1992 e il 1995, rand sudafricano; per il 1998 e il 2001, riyal saudita, real brasiliano, peso cileno, corona ceca, won coreano, rupia indiana, ringgit malese, peso messicano, zloty polacco, rublo russo, rand sudafricano, dollaro di Taiwan e baht thailandese.

Tabella 4

Il consolidamento nel settore bancario

Un secondo fattore che ha concorso al calo delle operazioni in cambi è il continuo processo di consolidamento nel settore bancario. Le fusioni fra aziende bancarie, in parte stimolate dalla UEM, hanno ridotto il numero degli operatori del mercato. Questa tendenza, già manifestatasi nel periodo 1995-1998, si è accelerata nell'ultimo triennio, come evidenzia il calo complessivo nel numero delle banche dichiaranti dei 26 paesi che hanno partecipato alle ultime tre indagini: 1 945⁸ nel 2001, 2 205 nel 1998 e 2 417 nel 1995⁹. Dalla metà degli anni novanta tende altresì a diminuire in generale il numero delle banche cui fa capo il 75% del turnover locale (tabella 6). Negli Stati Uniti il 75% delle operazioni in cambi risulta attribuibile a sole 13 banche

Il consolidamento si è accelerato negli ultimi anni

⁸ Dato provvisorio.

⁹ Le cifre si riferiscono alle unità dichiaranti e non alle organizzazioni bancarie.

nel 2001, rispetto a 20 nel 1998 e a una ventina circa nel 1995. Nel Regno Unito tale numero è sceso a 17 nel 2001, da 24 nel 1998 e circa 20 nel 1995. Il consolidamento ha comportato una riduzione delle unità operative e del turnover, soprattutto nel mercato interbancario.

| Turnover globale sul mercato dei cambi, per coppia di valute ¹ | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|-------------------|---------|---------|---------|
| medie giornaliere nel mese di aprile, in miliardi di dollari USA e in percentuale | | | | | | | | |
| | 1992 | | 1995 | | 1998 ² | | 2001 | |
| | importo | quota % | importo | quota % | importo | quota % | importo | quota % |
| Dollaro USA/euro | . | . | . | . | . | . | 352 | 30 |
| Dollaro USA /marco | 192 | 25 | 254 | 22 | 291 | 20 | . | . |
| Dollaro USA /franco francese | 19 | 2 | 51 | 4 | 58 | 4 | . | . |
| Dollaro USA/ecu | 13 | 2 | 18 | 2 | 17 | 1 | . | . |
| Dollaro USA/altre SME | 43 | 6 | 104 | 9 | 176 | 12 | . | . |
| Dollaro USA/yen | 155 | 20 | 242 | 21 | 257 | 18 | 230 | 20 |
| Dollaro USA/sterlina inglese | 77 | 10 | 78 | 7 | 118 | 8 | 125 | 11 |
| Dollaro USA/franco svizzero | 49 | 6 | 61 | 5 | 79 | 5 | 57 | 5 |
| Dollaro USA/dollaro canadese | 25 | 3 | 38 | 3 | 50 | 3 | 50 | 4 |
| Dollaro USA/dollaro australiano | 18 | 2 | 29 | 3 | 42 | 3 | 47 | 4 |
| Dollaro USA/altre | 48 | 6 | 72 | 6 | 172 | 12 | 197 | 17 |
| Euro/yen | . | . | . | . | . | . | 30 | 3 |
| Euro/sterlina inglese | . | . | . | . | . | . | 24 | 2 |
| Euro/franco svizzero | . | . | . | . | . | . | 12 | 1 |
| Euro/altre | . | . | . | . | . | . | 22 | 2 |
| Marco/yen | 18 | 2 | 24 | 2 | 24 | 2 | . | . |
| Marco/sterlina inglese | 23 | 3 | 21 | 2 | 31 | 2 | . | . |
| Marco/franco svizzero | 13 | 2 | 18 | 2 | 18 | 1 | . | . |
| Marco/franco francese | 10 | 1 | 34 | 3 | 10 | 1 | . | . |
| Marco/ecu | 6 | 1 | 6 | 1 | 3 | 0 | . | . |
| Marco/altre SME | 21 | 3 | 38 | 3 | 35 | 2 | . | . |
| Marco/altre | 20 | 3 | 16 | 1 | 18 | 1 | . | . |
| Altre SME/altre SME ³ | 3 | 0 | 3 | 0 | 5 | 0 | . | . |
| Altre coppie | 25 | 3 | 30 | 3 | 31 | 2 | 24 | 2 |
| Totale coppie | 778 | 100 | 1 137 | 100 | 1 430 | 100 | 1 173 | 100 |

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. ² Dati riveduti successivamente all'indagine precedente. ³ Le cifre comprendono soltanto le operazioni locali in contropartita della moneta nazionale. Tabella 5

Calo delle risorse dedicate al market-making

La concentrazione nel settore bancario ha inoltre ristretto il novero delle istituzioni che quotano prezzi lettera-denaro per un'ampia gamma di coppie valutarie. Attualmente sui mercati dei cambi non vi sono più di 20 operatori globali in grado di offrire tali servizi, un numero ben inferiore a quello osservabile alla metà degli anni novanta. Fonti di mercato riferiscono che la concentrazione delle risorse allocate all'attività di market-making si è

accelerata negli ultimissimi anni¹⁰. Ciò potrebbe spiegare perché l'impatto del consolidamento dell'industria bancaria sul mercato valutario si sia palesato soltanto nel 2001.

Il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica

Un altro fattore che può aver contribuito a ridurre il turnover è la crescente importanza assunta dall'intermediazione elettronica nel mercato interbancario, a scapito della contrattazione diretta e telefonica. Il successo del broking elettronico deve molto ai più bassi costi, alla maggiore efficienza e, soprattutto, alla migliore trasparenza rispetto alle modalità di negoziazione tradizionali. Secondo fonti di mercato, per le principali coppie di valute circa il 50-70% delle operazioni è oggi trattato per via elettronica, rispetto al 40% nel 1998 e al 10% circa nel 1995. Due operatori, EBS e Reuters, dominano attualmente questo settore di mercato. Il primo copre soprattutto i comparti dollaro USA, euro, yen e franco svizzero, mentre il secondo è utilizzato in prevalenza per le transazioni che interessano sterlina, corona svedese, i dollari australiano, canadese e neozelandese, nonché alcune valute dei mercati emergenti.

Espansione
dell'intermediazione
elettronica

Il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica ha contribuito a ridurre il turnover sul mercato interbancario a pronti attraverso due canali. In primo luogo, semplificando il processo di "price discovery"¹¹. Prima dell'avvento dell'intermediazione elettronica i dealers dovevano di regola compiere varie operazioni per acquisire le informazioni sui prezzi disponibili nel mercato. Ora essi possono invece conoscere immediatamente la quotazione "migliore" praticata sul mercato e nei loro confronti, in funzione dei limiti di credito propri e di quelli delle controparti, senza dover passare attraverso un incerto processo di ricerca del prezzo. Il ricorso ai brokers elettronici permette così agli operatori in cambi di ridurre sensibilmente il numero delle transazioni rispetto ai canali tradizionali di negoziazione. Ciò vale in particolare per le banche di dimensioni medio-piccole, che non devono più affidarsi agli istituti maggiori per una parte delle loro operazioni in cambi.

Impatto sul
processo di "price
discovery" ...

In secondo luogo, la diffusione dell'intermediazione elettronica ha indotto un ridimensionamento delle cosiddette "strategie di leva", con cui gli operatori in cambi cercano di massimizzare la redditività delle posizioni. A scopo illustrativo, si supponga che un cliente ordini a una banca di vendere \$100 milioni contro yen. La banca deciderà la strategia di negoziazione in base alle proprie aspettative circa l'evoluzione del mercato. Se essa prevede un deprezzamento del dollaro, è probabile che venda dollari per un ammontare superiore a \$100 milioni attraverso i canali diretti di contrattazione, per poi

... e sulle strategie
di leva

¹⁰ Cfr. anche Comitato per il sistema finanziario globale (2001a).

¹¹ Cfr. anche Comitato per il sistema finanziario globale (2001b).

| Consolidamento nel settore bancario | | | | | | | |
|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| | 1992 | 1995 | | 1998 | | 2001 | |
| | Numero banche partecipanti | Numero banche partecipanti | Numero banche coprenti il 75% | Numero banche partecipanti | Numero banche coprenti il 75% | Numero banche partecipanti | Numero banche coprenti il 75% |
| Regno Unito | 352 | 313 | 20 ¹ | 293 | 24 | 257 | 17 |
| Stati Uniti | 180 | 130 | 20 ² | 93 | 20 | 79 | 13 |
| Giappone | 330 | 345 | 24 | 356 | 19 | 342 | 17 |
| Singapore | 208 | 218 | 25 | 206 | 23 | 192 | 18 |
| Germania | 81 | 80 | 10 | 57 | 9 | 33 | 5 |
| Svizzera | 105 | 114 | 5 | 64 | 7 | 42 | 6 |
| Hong Kong | 375 | 376 | 13-22 ³ | 366 | 26 | 272 | 14 |

¹ 68%. ² 70%. ³ A seconda del segmento di mercato.

Tabella 6

cercare di riacquistare la differenza agendo come market-maker oppure servendosi della rete di intermediazione tradizionale. Il risultato è che l'operazione originaria di \$100 milioni dà luogo a un turnover complessivo superiore a tale cifra. Secondo alcuni osservatori di mercato, la crescente importanza dell'intermediazione elettronica tenderebbe a modificare questo meccanismo allorché viene raggiunta una certa soglia critica. La concentrazione della liquidità presso i brokers elettronici sembra far sì che lo stesso ordine di \$100 milioni venga ora eseguito attraverso questi intermediari, e che gli operatori siano meno inclini ad attuare strategie di leva sugli ordini della clientela. Di conseguenza, è calato il volume delle transazioni interbancarie a fronte di un dato ammontare di ordinativi. Il perché negli ultimi anni le banche abbiano avuto la tendenza a fare minore ricorso alle strategie di leva rimane una questione aperta.

La mutata composizione dei partecipanti al mercato

Contrazione delle operazioni fra banche e soggetti non finanziari ...

Il quarto fattore che spiega il calo del turnover globale sui mercati dei cambi è la forte contrazione delle operazioni concluse fra le banche e la clientela non finanziaria (tabella 2). Dopo essere rimasta costante intorno al 17% fra il 1992 e il 1998, l'incidenza di questa categoria di attività è scesa al 13% nel 2001. Il calo ha interessato in modo alquanto uniforme le diverse piazze finanziarie e valute. Una possibile causa di questo risultato è la concentrazione internazionale in atto nel settore delle imprese. Questa tendenza potrebbe essersi accelerata negli ultimi anni, determinando una significativa riduzione del fabbisogno di valuta estera presso le tesorerie delle imprese.

... ma aumento di quelle fra banche e altre istituzioni finanziarie

In contrasto con la diminuzione delle operazioni condotte con la clientela non finanziaria, si è osservato un forte aumento dell'attività fra le banche e le altre istituzioni finanziarie – comprendenti i fondi pensione, i fondi comuni di investimento e gli hedge funds – sia in valore assoluto sia in termini di quota percentuale, salita dal 20 al 28%. Secondo fonti di mercato, questo incremento sarebbe dovuto soprattutto al crescente ruolo svolto negli ultimi anni dai gestori

di patrimoni sui mercati dei cambi. Il trend è particolarmente evidente in Svezia e Canada, dove questo genere di operazioni ha tratto impulso dall'allentamento delle restrizioni poste agli investitori istituzionali.

Per contro, si sarebbero ridotti il numero e l'operatività degli hedge funds, e in particolare dei fondi macro. Questi ultimi, che solitamente assumono posizioni speculative in previsione dell'apprezzamento o del deprezzamento di una valuta, avevano avuto un ruolo importante nei mercati dei cambi durante gli anni novanta. In seguito al tracollo di LTCM nell'autunno 1998, le opportunità di leva per questi fondi sono fortemente diminuite a causa della mutata propensione al rischio e del drastico ridimensionamento delle esposizioni dei loro creditori. In effetti sembra che i fondi macro si siano in gran parte ritirati dai mercati valutari a partire dalla fine del 1998 (Tsatsaronis (2000)). Questa tendenza è anche evidenziata dal fatto che due famiglie di fondi che avevano avuto un ruolo primario nei mercati valutari negli anni novanta, i fondi Tiger e Quantum, hanno dovuto liquidare o ridurre le proprie posizioni nel corso del 2000. Anche se vi sono indicazioni di un ritorno degli hedge funds sui mercati dei cambi durante il 2001, il loro ruolo appare al momento assai meno importante che nel 1998.

Minore ruolo degli hedge funds nei mercati valutari

Conclusioni

Il presente contributo monografico ha individuato quattro fattori che possono aver concorso a ridurre il turnover sul mercato dei cambi. Il primo in ordine di importanza pare essere il consolidamento nel settore bancario, che ha inciso soprattutto sull'attività interbancaria. Tale processo, iniziato già alla metà degli anni novanta, sembra essersi accelerato nell'ultimo triennio. Il secondo fattore, l'introduzione dell'euro, ha condotto a una progressiva diminuzione del turnover eliminando le operazioni intra-SME. Ne è derivato un calo dell'attività pari al 5% circa del totale fra il 1995 e il 1998, e un'ulteriore contrazione del 6% il 1° gennaio 1999. In terzo luogo, il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica ha ridimensionato il mercato interbancario a pronti semplificando il processo di "price discovery" e disincentivando le strategie di leva. Sebbene questa tendenza sia in atto fin dagli inizi dello scorso decennio, è possibile che negli ultimi anni la quota dell'intermediazione elettronica abbia raggiunto una massa critica, così da rendere manifesto il suo impatto sul turnover globale. Il quarto fattore è individuabile nel forte decremento delle operazioni fra le banche e la clientela non finanziaria. Secondo un'ipotesi ciò deriverebbe dalla crescente concentrazione internazionale nel settore delle imprese. Questa tendenza non è stata compensata appieno dalla rapida espansione dell'attività fra le banche e le altre istituzioni finanziarie, che pare vada attribuita alla maggiore importanza assunta dai gestori di patrimoni, a scapito degli hedge funds.

Quattro fattori all'origine del calo

Il ruolo della concentrazione nel settore delle imprese

Mentre i predetti quattro fattori hanno sicuramente contribuito al declino del turnover sui mercati valutari, non è ancora chiaro quale sia stato il loro impatto complessivo sulla liquidità. Non essendo disponibili dati per misurare direttamente la liquidità dei mercati dei cambi, è necessario fare riferimento a

Non chiaro l'impatto complessivo sulla liquidità

misure indirette come i volumi di negoziazione, i differenziali lettera-denaro e la volatilità.

Per quanto concerne i differenziali lettera-denaro, l'introduzione dell'euro non pare aver modificato le condizioni di mercato in modo significativo. Secondo fonti di mercato, i differenziali per la compravendita di euro contro le altre principali valute nel 2001 sarebbero in genere analoghi a quelli sul marco tedesco nel 1998. Un'eccezione notevole pare essere il segmento euro/yen, dove gli spreads risulterebbero maggiori di quelli applicati alle transazioni marco/yen nel 1998. Non è nemmeno ravvisabile un cambiamento rilevante nel profilo di volatilità dei tassi di cambio dell'euro (tabella 7). Inoltre, secondo il parere di vari operatori, nella maggior parte dei casi l'avvento della moneta unica non avrebbe modificato in modo sensibile la liquidità del mercato. Nel complesso, questi riscontri fanno ritenere che l'euro non abbia prodotto variazioni significative nelle condizioni di mercato.

| Volatilità dei principali tassi di cambio ¹ | | | |
|--|-------------|------------------------|----------------------------|
| | Yen/dollaro | Euro ² /yen | Euro ² /dollaro |
| 1980–89 | 10,2 | 7,3 | 10,9 |
| 1990–99 | 11,2 | 10,7 | 9,5 |
| 1997 | 11,5 | 11,4 | 8,6 |
| 1998 | 17,5 | 15,4 | 8,2 |
| 1999 | 12,6 | 14,2 | 9,3 |
| 2000 | 9,2 | 16,1 | 13,6 |
| 2001 gennaio–ottobre | 10,1 | 14,1 | 11,6 |

¹ Scarto quadratico sul mese civile di variazioni giornaliere rapportate all'anno. ² Prima del 1999, marco tedesco.

Fonti: BCE; elaborazioni BRI. Tabella 7

La crescente incidenza dell'intermediazione elettronica ha senz'altro compresso il volume delle contrattazioni e gli spreads, mentre il suo influsso sulla liquidità non è univoco. È parimenti difficile scorgere un effetto apprezzabile del consolidamento sulla liquidità. Nondimeno, queste due tendenze paiono implicare che il mercato interbancario funzioni ora in modo più efficiente che alla metà degli anni novanta. D'altra parte, il restringimento dei differenziali e le conseguenti minori opportunità di profitto hanno indotto a ridimensionare le risorse allocate all'attività di market-making. Ciò fa ritenere che, sebbene la liquidità sia forse migliorata in circostanze normali, potrebbe essere diminuita la capacità o la volontà degli operatori di fornire liquidità in condizioni di stress, come suggerito dall'ipotesi "fair-weather"¹².

L'ipotesi
"fair-weather"
sulla liquidità

¹² Per un'analisi della liquidità in situazioni di stress cfr. Borio (2000) e BRI (imminente).

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1999): *69ª Relazione annuale*, Basilea.

Banca dei Regolamenti Internazionali: "Market functioning and central bank policy", *BIS Papers* (imminente).

Borio, Claudio (2000): "Liquidità di mercato in situazioni di stress: alcune problematiche e implicazioni sul piano delle politiche", *Rassegna trimestrale BRI: Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, novembre.

Comitato per il sistema finanziario globale (2001a): "Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective", *CGFS Discussion Note*, n. 1, giugno.

Comitato per il sistema finanziario globale (2001b): "The implications of electronic trading in financial markets", *CGFS Publications*, n. 16, gennaio.

Galati, Gabriele e Kostas Tsatsaronis (2001): "The impact of the euro on Europe's financial markets", *BIS Working Papers*, n. 100.

Leven, Rob (2001): "The shrinking FX market", *Lehman Brothers Global Foreign Exchange Strategies*, 4 gennaio.

McCauley, Robert (1997): "The euro and the dollar", *BIS Working Papers*, n. 50.

Tsatsaronis, Kostas (2000): "Hedge funds", *Rassegna trimestrale BRI: Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, novembre.