

## Fattori all'origine della crescita del turnover nei mercati dei cambi: analisi dell'Indagine triennale 2004<sup>1</sup>

*L'Indagine 2004 evidenzia un forte aumento del turnover nei mercati valutari tradizionali, cui avrebbero contribuito sia le strategie di "momentum" e "carry trade" poste in essere da investitori istituzionali e operatori ad alto grado di leva nella corsa globale ai rendimenti, sia l'attività di copertura.*

*Classificazione JEL: F31, C42*

L'Indagine triennale 2004 delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati rivela una forte espansione dell'attività sui mercati valutari tradizionali<sup>2</sup>. Il turnover medio giornaliero ha raggiunto \$1,9 trilioni nell'aprile 2004; rispetto al 2001, ciò equivale a un aumento del 57% a tassi di cambio correnti e del 36% a tassi costanti<sup>3</sup> (tabella 1), che ha più che compensato la contrazione nei volumi globali di scambi intervenuta fra il 1998 e il 2001<sup>4</sup>.

La crescita ha interessato sia gli strumenti che le tipologie di controparti. Tra il 2001 e il 2004 le transazioni tra banche e operatori finanziari hanno registrato un netto aumento, che ha innalzato la loro incidenza sul turnover totale dal 28 al 33% (tabella 2)<sup>5</sup>. Nello stesso periodo si è altresì intensificata l'attività interbancaria, pur continuando tuttavia a perdere terreno in termini percentuali: la sua quota è scesa infatti dal 59 al 53%, un livello decisamente

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse in questo studio sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o della Arizona State University. Si ringraziano Paola Gallardo, Andrew Jameson, Michela Scatigna, Jhuvesh Sobrun e Karsten von Kleist per il supporto analitico fornito.

<sup>2</sup> L'Indagine è stata condotta nell'aprile 2004 da 52 banche centrali e autorità monetarie. I dati raccolti concernono le operazioni tradizionali in cambi – a pronti, a termine secco e swap su valute –, nonché gli strumenti derivati su valute e tassi di interesse negoziati fuori borsa.

<sup>3</sup> Il considerevole deprezzamento del dollaro tra il 2001 e gli inizi del 2004 spiega l'ampio divario fra il turnover a tassi di cambio correnti e costanti.

<sup>4</sup> L'aumento del turnover era stato previsto dalla maggior parte degli operatori (BRI, 2004).

<sup>5</sup> Le statistiche dell'Indagine triennale si riferiscono alle unità dichiaranti e non alle organizzazioni bancarie.

Turnover globale nel mercato dei cambi <sup>1</sup>						
medie giornaliere del mese di aprile, in miliardi di dollari USA						
	1989	1992	1995	1998	2001	2004
Contratti a pronti	317	394	494	568	387	621
Contratti a termine secco	27	58	97	128	131	208
Swap su valute	190	324	546	734	656	944
Lacune stimate delle segnalazioni	56	44	53	60	26	107
Totale contratti tradizionali	590	820	1 190	1 490	1 200	1 880
<i>Per memoria:</i>						
<i>turnover ai tassi di cambio dell'aprile 2004<sup>2</sup></i>	<i>650</i>	<i>840</i>	<i>1 120</i>	<i>1 590</i>	<i>1 380</i>	<i>1 880</i>

<sup>1</sup> Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. <sup>2</sup> Gli importi delle contropartite non in dollari delle transazioni valutarie sono stati convertiti nella valuta originaria ai tassi di cambio medi del mese di aprile del rispettivo anno di segnalazione, e quindi riconvertiti in dollari ai tassi di cambio medi dell'aprile 2004. Tabella 1

inferiore al 64% toccato alla metà degli anni novanta. Quanto alle transazioni tra banche e clientela non finanziaria, la loro incidenza sul totale ha segnato un leggero aumento, portandosi al 14%<sup>6</sup>.

Benché permanga tuttora l'influsso di talune forze che in passato avevano contribuito a spiegare i cambiamenti intervenuti nei volumi trattati, sono emersi nuovi fattori rivelatisi più importanti per comprendere la recente crescita del turnover. Nel periodo 1998–2001 l'attività sul mercato dei cambi aveva subito un calo pronunciato, cui avevano verosimilmente contribuito l'introduzione dell'euro, il processo di consolidamento nell'industria bancaria, lo sviluppo dell'intermediazione elettronica, le fusioni nel settore societario e gli eventi del 1998, caratterizzati da una crescente avversione al rischio e da una generale carenza di liquidità. Il consolidamento del settore bancario e l'intermediazione elettronica proseguono ancora oggi, sebbene il loro impatto sia ritenuto relativamente meno importante che nel 2001<sup>7</sup>.

La forte ripresa dell'attività di mercato tra il 2001 e il 2004 è probabilmente dovuta a una serie di fattori correlati. Anzitutto, la presenza di chiare tendenze e la maggiore volatilità sui mercati dei cambi hanno incentivato gli investimenti in valute con una persistente propensione all'apprezzamento. Questi fattori hanno anche determinato un incremento nell'attività di copertura, che ha impartito ulteriore slancio alle negoziazioni in cambi. In secondo luogo, i differenziali di tasso di interesse hanno incoraggiato gli impieghi in monete ad alto rendimento finanziati da posizioni corte in valute meno remunerate, allorché le divise di investimento, come il dollaro australiano, tendevano ad apprezzarsi rispetto a quelle di finanziamento, come il dollaro USA. Tali

<sup>6</sup> Mentre vi sono state sostanziali variazioni nel turnover globale e nella composizione delle controparti, le distribuzioni per valuta e per area geografica dei volumi trattati sono rimaste stabili.

<sup>7</sup> Ad esempio, la quota di mercato dell'intermediazione elettronica è rimasta praticamente invariata rispetto all'indagine 2001.

## Turnover del mercato dei cambi per tipo di controparte<sup>1</sup>

medie giornaliere del mese di aprile, in miliardi di dollari USA e in percentuale

	1995		1998		2001		2004	
	Importo	Quota %						
Totale <sup>2</sup>	1 137	100	1 430	100	1 174	100	1 773	100
Operatori dichiaranti	728	64	908	64	689	59	936	53
Altre istituzioni finanziarie	230	20	279	20	329	28	585	33
Clientela non finanziaria	179	16	242	17	156	13	252	14
Residenti locali	526	46	657	46	499	43	674	38
Residenti esteri	613	54	772	54	674	57	1 099	62

<sup>1</sup> Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. <sup>2</sup> Non comprende le lacune stimate delle segnalazioni, riportate nella tabella 1. Tabella 2

strategie hanno retroagito sui prezzi, favorendo il persistere di sequenze od oscillazioni lunghe dei tassi di cambio. Inoltre, la ricerca globale di rendimento ha fatto sì che i cosiddetti investitori “real money”<sup>8</sup> e quelli ad alta leva finanziaria abbiano mostrato crescente interesse per le valute in quanto classe di attività alternativa alle azioni e al reddito fisso. Il presente saggio monografico analizza in maggior dettaglio l’influsso di tali fattori.

### Strategie

La corsa globale ai rendimenti favorisce due strategie principali:

Il netto aumento dell’attività tra banche e clientela finanziaria potrebbe essere un riflesso della diffusa corsa al rendimento che ha caratterizzato i mercati finanziari negli anni recenti (BRI, 2004). Nella loro ricerca di profitti, sia i “real money manager” che gli operatori ad alto grado di leva hanno perseguito due importanti strategie finalizzate alle medesime valute: l’una basata sui differenziali di interesse e l’altra sulle tendenze dei cambi. I lunghi periodi di ascesa di talune monete a più alto rendimento nel 2001–04 hanno attratto investitori che perseguivano entrambe le strategie. Queste hanno cessato di essere redditizie nella prima metà del 2004, allorché si è arrestato il deprezzamento del dollaro e le valute venivano negoziate entro margini ristretti senza che emergesse una chiara tendenza.

i “carry trade”, che sfruttano il bias a termine ...

Con la prima strategia viene sfruttato il bias del tasso a termine investendo in valute ad alto rendimento. Una sua forma tipica, diffusa fra gli investitori “real money” e ad alto grado di leva, è rappresentata dai cosiddetti “carry trade”, con cui un operatore si indebita in una valuta a basso rendimento, come il dollaro USA, assumendo in pari tempo una posizione lunga in una moneta a più elevata remunerazione, come il dollaro australiano, nell’aspettativa che il cambio non subisca variazioni tali da compensare il differenziale di interesse. Fintantoché il dollaro si è deprezzato e lo scarto di interesse è rimasto positivo, tali strategie sono risultate proficue e hanno

<sup>8</sup> I “real money manager” sono coloro che investono proprie disponibilità (ad esempio, fondi pensione, compagnie di assicurazione e tesoreri delle società), mentre gli investitori ad alta leva finanziaria, come gli hedge fund, mutuano un ammontare rilevante del denaro che investono.

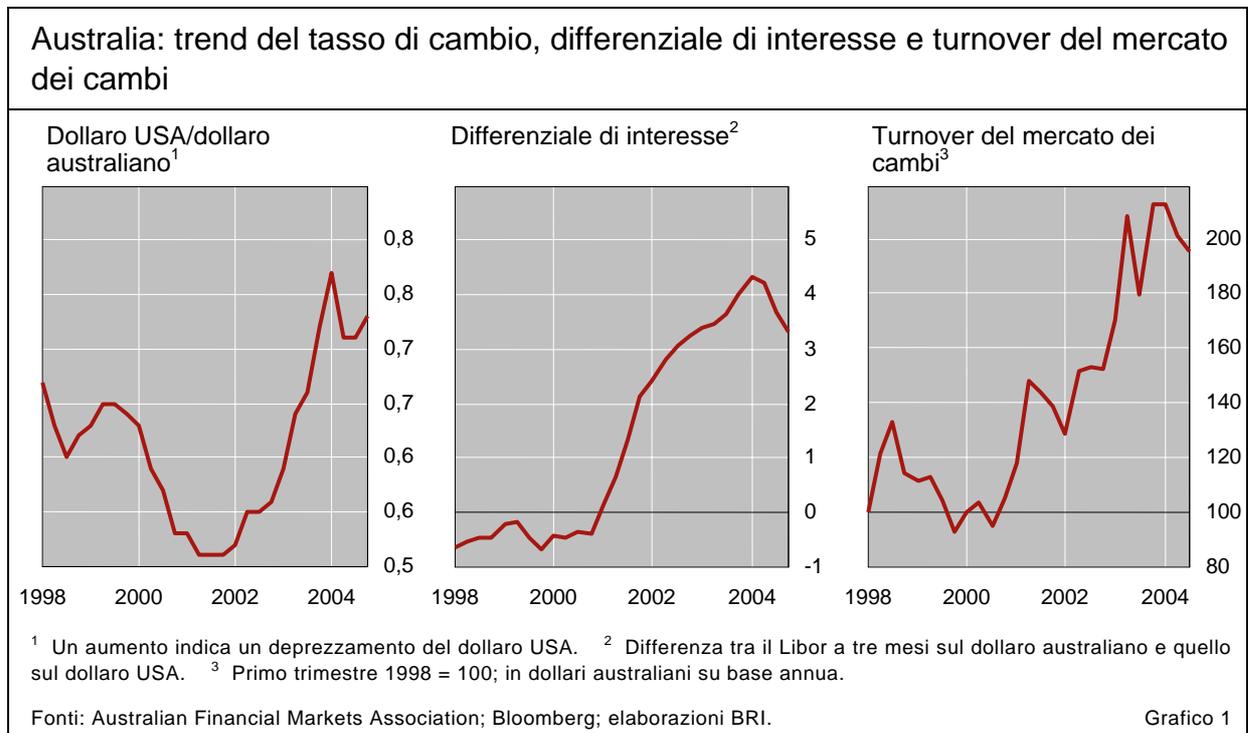
probabilmente contribuito alla crescita del turnover. A quanto risulta, le tre principali valute di finanziamento sono state dollaro USA, yen e franco svizzero, mentre tra quelle di investimento figurano soprattutto sterlina, dollari australiano e neozelandese, nonché alcune divise dei mercati emergenti. Ciò è in linea con i forti aumenti delle transazioni in dollari australiani e neozelandesi, pari rispettivamente al 98 e 152%. Il grafico 1 riporta un esempio delle interrelazioni esistenti nei “carry trade” aventi a oggetto un’importante moneta di investimento; in particolare, per la coppia dollaro australiano/dollaro USA il diagramma illustra i nessi fra tassi di cambio, differenziali di interesse e turnover delle negoziazioni sul mercato dei cambi. Con l’ampliarsi del differenziale, il dollaro australiano si è apprezzato in termini di valore e il turnover è salito fortemente.

La seconda strategia si basa sul “momentum trading”: gli investitori assumono ampie posizioni in valuta miranti a sfruttare sequenze od oscillazioni lunghe dei tassi di cambio. Tali operazioni hanno contribuito a sostenere le tendenze in atto. Successivamente all’Indagine 2001 si è delineata una netta dinamica discendente del dollaro, che ha perso costantemente terreno nei confronti di diverse importanti valute fino agli inizi della primavera del 2004. Il deprezzamento della moneta statunitense è variato dal 15% circa contro dollaro canadese e yen a oltre il 30% nei confronti del dollaro australiano.

... e il “momentum trading”, che punta sulle oscillazioni lunghe

Per verificare l’ipotesi secondo cui i differenziali di interesse e i tassi di cambio tendenziali avrebbero svolto un ruolo importante nella crescita delle operazioni valutarie è stata condotta un’analisi statistica basata sulle principali valute negoziate e sui dati rilevati nelle indagini del periodo 1992–2004. I

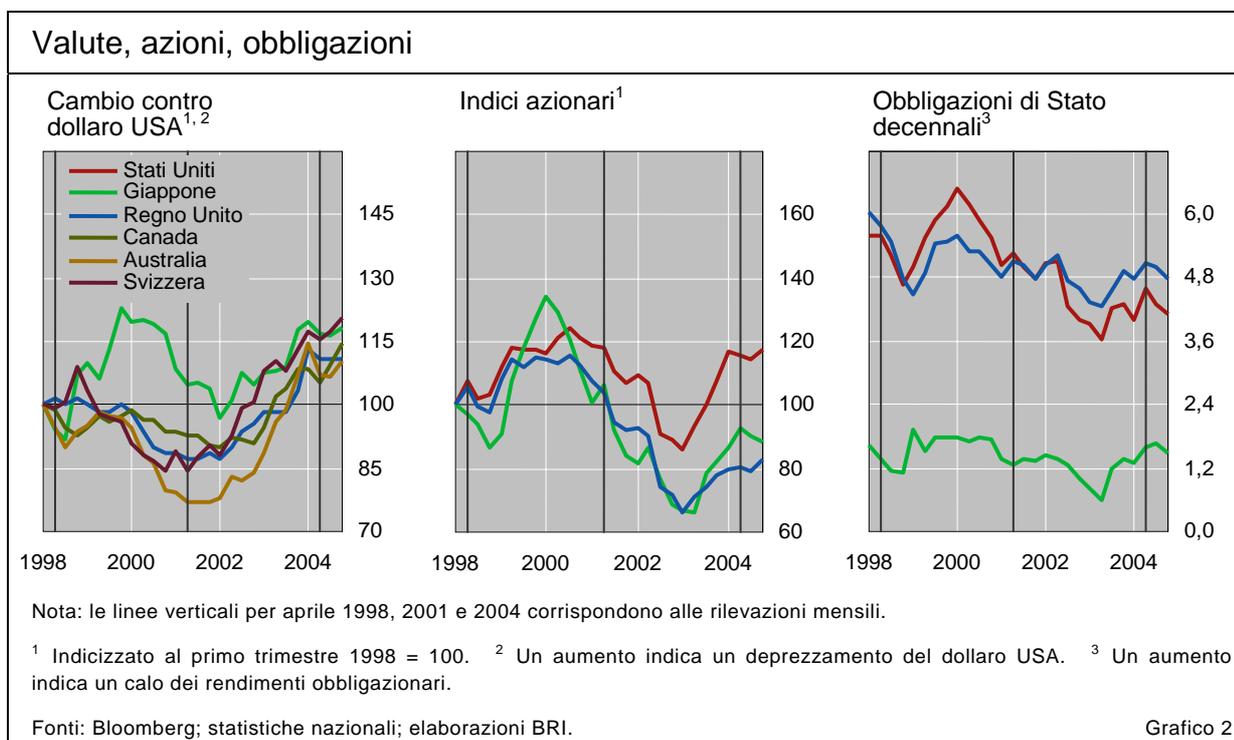
Riscontri statistici



risultati indicano che la crescita del turnover accelera all'aumentare dei differenziali di interesse delle principali valute nei confronti del dollaro USA e dell'entità delle variazioni di cambio rispetto a questa moneta nell'anno precedente quello iniziale di riferimento di ciascuna indagine<sup>9</sup>.

Crescita dell'attività di copertura

Oltre che all'assunzione di posizioni per sfruttare le opportunità di profitto connesse con le tendenze dei tassi di cambio, tali dinamiche possono essere collegate anche all'aumento delle contrattazioni a fini di copertura. Le società multinazionali sono sempre più incentivate a tutelarsi contro oscillazioni lunghe dei cambi al fine di minimizzare le perdite sulle posizioni in valuta. Ad esempio, un esportatore europeo che fatturi in dollari in un periodo di prolungato deprezzamento della moneta USA sarà indotto a proteggersi da ulteriori cali. Anche i servizi di copertura forniti da banche e operatori specializzati nella gestione valutaria dinamica ("currency overlay manager", COM) hanno contribuito a espandere il turnover: l'aumento dei contratti a termine secco tra il 2001 e il 2004, rilevabile nella tabella 1, potrebbe riflettere un accresciuto interesse per l'assunzione di posizioni di copertura.



<sup>9</sup> Per l'analisi di regressione sono state impiegate le serie storiche dei dati delle indagini nel periodo 1992–2004 relative alle seguenti valute: dollaro australiano, dollaro canadese, euro, sterlina, yen e franco svizzero. È stata eseguita una regressione "cross-section" delle serie storiche "pooled", assumendo come variabile dipendente la crescita percentuale del turnover nell'intervallo tra le indagini, e come variabili indipendenti il differenziale di interesse delle singole monete nei confronti del dollaro USA durante ciascun periodo di indagine e la variazione percentuale del prezzo in dollari USA delle varie valute nell'anno precedente le indagini. Gli errori standard sono corretti per l'eteroschedasticità impiegando il metodo di White. I coefficienti ottenuti sono: differenziale di interesse = 0,042 (valore p = 0,00); variazione del tasso di cambio = 0,796 (valore p = 0,01); R<sup>2</sup> corretto = 0,41. L'analisi statistica rivela inoltre un certo nesso tra turnover e volatilità ritardata, ma la correlazione del turnover con i differenziali di interesse e le oscillazioni dei cambi appare decisamente più intensa.

Nella corsa ai rendimenti l'interesse degli investitori per le valute in quanto classe di attività è stato accentuato dal deludente andamento dei mercati azionari e obbligazionari. Un raffronto tra i rendimenti su tali mercati e quelli ottenuti nel comparto valutario rivela un quadro contrastante. Nel periodo 2001-04, con l'assottigliarsi dei rendimenti azionari e obbligazionari le strategie di investimento valutario si sono rivelate alquanto proficue per gli operatori. Il grafico 2 riporta i dati relativi a tassi di cambio, indici azionari e rendimenti obbligazionari a partire dall'Indagine 1998. Dopo l'Indagine 2001 ha preso avvio una lunga sequenza di deprezzamento del dollaro, che è stata attivamente sfruttata dagli investitori. D'altra parte, sia le azioni che il reddito fisso offrivano opportunità di investimento meno attraenti. Si può osservare come in generale i mercati azionari abbiano continuato a flettere fino a 2003 inoltrato, per poi iniziare una fase ascendente durata meno di un anno. Durante lo stesso periodo i rendimenti obbligazionari sono rimasti alquanto stazionari su bassi livelli. Quindi, la pronunciata tendenza del mercato valutario ha offerto attraenti alternative agli investitori azionari e obbligazionari.

Attrattiva delle valute rispetto ad azioni e obbligazioni

## Operatori

Le strategie dianzi descritte sono indicative di una netta crescita delle transazioni fra banche e operatori finanziari, che tra il 2001 e il 2004 sono aumentate del 78% (tabella 2). Secondo fonti di mercato, esse hanno coinvolto una vasta gamma di operatori finanziari: investitori istituzionali (come fondi pensione e compagnie di assicurazione), hedge fund, "commodity trading adviser" (CTA), unità di negoziazione in proprio di grandi banche commerciali e COM.

Ruolo chiave delle operazioni tra banche e clientela finanziaria

All'accresciuta partecipazione degli investitori istituzionali paiono aver concorso fattori sia strutturali che congiunturali. Dai primi anni 2000 fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi comuni e altri investitori istituzionali hanno assunto un ruolo sempre più attivo sui mercati finanziari in generale, e su quelli valutari in particolare<sup>10</sup>. In alcuni paesi l'operatività internazionale dei fondi di investimento ha mostrato una netta tendenza all'aumento. In Australia, ad esempio, le casse pensionistiche hanno incrementato l'incidenza delle loro attività sull'estero da circa il 15% a fine anni ottanta a quasi il 30% nel 2002 (Battellino, 2002). Ciò spiega in parte l'incremento del 65% del turnover in dollari australiani, la cui quota sul totale delle negoziazioni si è accresciuta di 2 punti percentuali. In diversi paesi le modifiche regolamentari in materia di fondi pensione hanno allentato i vincoli alle esposizioni in valuta<sup>11</sup>, aprendo la strada a ingenti acquisti di attività estere da parte di investitori nazionali.

Gli investitori istituzionali restano molto attivi

---

<sup>10</sup> Cfr. CSFG (2001) per un'analisi dell'attività degli investitori istituzionali nei mercati finanziari, e Galati (2001) per una valutazione della loro incidenza nell'Indagine 2001.

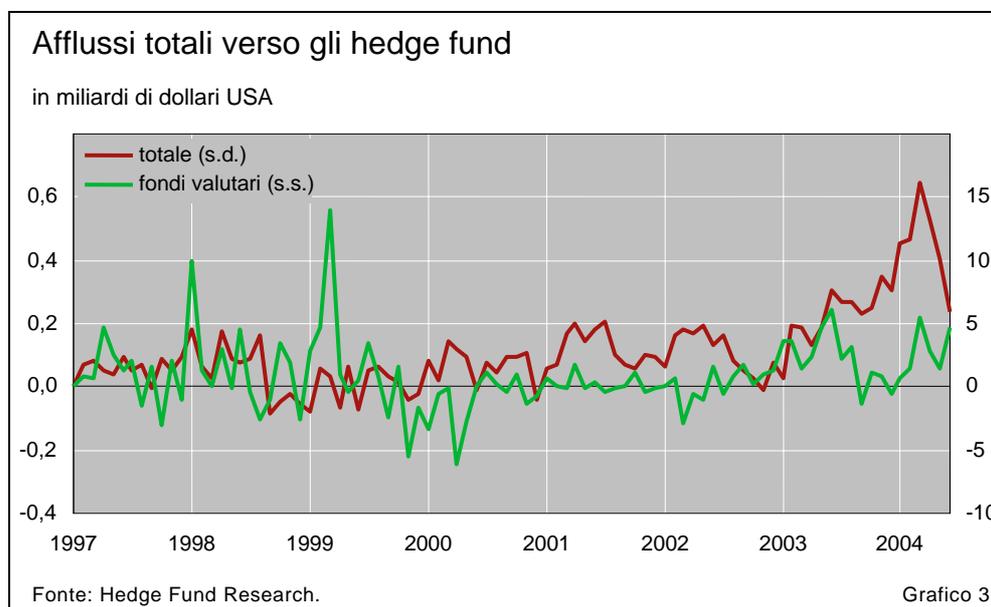
<sup>11</sup> Ad esempio, in Svezia nel 2000 (BRI, 2003).

Crescente  
partecipazione degli  
hedge fund ...

Tra il 2001 e il 2004 gli hedge fund si sono sviluppati marcatamente in termini sia di numero che di dimensioni complessive (grafico 3)<sup>12</sup>. Osservatori di mercato sottolineano l'importanza del ruolo svolto tanto dai cosiddetti "momentum player", che sfruttano le tendenze di prezzo delle attività, quanto dai macrofondi, i quali assumono di norma posizioni direzionali basate sulle grandezze fondamentali che influenzano i mercati dei cambi<sup>13</sup>. Tali riscontri contrastano con quanto osservato nel precedente triennio, durante il quale era stata segnalata una riduzione del numero e dell'operatività in cambi degli hedge fund – e in particolare dei macrofondi – dopo il tracollo di LTCM e l'uscita dal mercato di Tiger e Quantum.

... dei CTA ...

Secondo fonti di mercato, l'incremento delle negoziazioni tra banche e clientela finanziaria osservato nel periodo 2001–04 è anche riconducibile alla crescente operatività in cambi dei CTA. All'origine i CTA erano società specializzate nella consulenza per l'acquisto di contratti futures, soprattutto su azioni e obbligazioni. Tuttavia, col tempo essi hanno assunto funzioni simili a quelle di altre categorie di gestori di fondi e negli ultimi anni operano attivamente anche sui mercati dei cambi. Per avere un'idea delle loro dimensioni, le disponibilità di un grande CTA – secondo le indicazioni di un analista di mercato – sarebbero ammontate nel 2003 a \$3–5 miliardi di attività a bassissimo grado di leva, a fronte dei \$7–10 miliardi di attività totali ad alto grado di leva per un grande hedge fund. Si ritiene che attualmente i CTA seguano per lo più strategie di tendenza, come i "momentum player", su orizzonti di investimento di norma molto brevi (da infragiornalieri a settimanali).



<sup>12</sup> Una differenza tra gli operatori oggi attivi e quelli che dominavano la scena negli anni novanta sta nel fatto che i fondi di nuova istituzione presentano in genere dimensioni molto minori e hanno orizzonti di investimento più brevi.

<sup>13</sup> Per una trattazione delle diverse strategie di investimento seguite dagli hedge fund, cfr. Tsatsaronis (2000).

Anche i COM hanno contribuito alla rapida crescita delle transazioni tra banche e operatori finanziari<sup>14</sup>. Per “currency overlay” si intende il processo con cui gli investitori gestiscono le posizioni in cambi in modo più attivo e i rischi valutari in via separata, considerando le divise come una distinta classe di attività. La crescente importanza di questi operatori potrebbe rispecchiare sia un aumento della domanda di investimento sottostante sia la maggiore accettazione dei loro modelli finanziari da parte del mercato.

... e dei COM

## Conclusioni

Il triennio 2001–04 è stato caratterizzato da differenziali di interesse e da prolungate tendenze dei tassi di cambio che hanno incoraggiato sia le strategie speculative sia un maggiore ricorso all’attività di copertura. Entrambi hanno contribuito all’espansione del turnover sui mercati valutari osservata durante il periodo. Più di recente, il venir meno di una chiara tendenza dei cambi potrebbe aver agito nella direzione opposta. Le perdite subite negli ultimi tempi da investitori che perseguono strategie basate sulle tendenze hanno dirottato gli operatori verso altri canali di investimento. Secondo fonti di mercato, i macrofondi avrebbero cominciato a spostarsi dalle valute alle merci o a operazioni di “carry trade” su tassi interni a breve/lungo termine. Un ulteriore rialzo dei tassi di interesse USA potrebbe tuttavia ridurre la convenienza delle strategie di “carry trade” e, di conseguenza, il turnover del mercato dei cambi. Così, mentre i dati confermano una certa attrattiva delle valute in quanto classe di attività, non è sicuro che l’attuale interesse degli investitori perduri nel tempo.

L’interesse degli investitori per i mercati dei cambi potrebbe cessare

In una prospettiva di più lungo periodo, va rilevato come l’influsso di alcuni fattori che erano stati all’origine del sorprendente calo delle operazioni in cambi rilevato nell’Indagine 2001 permanga ancora oggi; ciò vale in particolare per il consolidamento del settore bancario e lo sviluppo dell’intermediazione elettronica nel mercato interbancario. La tabella 3 riporta il numero di banche che hanno concorso al 75% del turnover nelle principali economie durante le

Consolidamento nel settore bancario				
numero di banche cui fa capo il 75% del turnover <sup>1</sup>				
	1995	1998	2001	2004
Regno Unito	20 <sup>2</sup>	24	17	16
Stati Uniti	20 <sup>3</sup>	20	13	11
Giappone	24	19	17	11
Singapore	25	23	18	11
Germania	10	9	5	4
Svizzera	5	7	6	5
Hong Kong SAR	3–22 <sup>4</sup>	26	14	11

<sup>1</sup> Per il 2004, soglia superiore soggetta a revisione. <sup>2</sup> 68%. <sup>3</sup> 70%. <sup>4</sup> A seconda del segmento di mercato. Tabella 3

<sup>14</sup> Analisti di mercato (ad esempio: Putnam, Pareto e JPMorgan) stimano in \$25–30 miliardi le attività in gestione presso i maggiori COM nel 2003.

ultime quattro indagini. Da ciò emerge chiaramente come il processo di consolidamento non sia ancora concluso. A queste tendenze, che agiscono nel senso di ridurre il volume delle contrattazioni, se ne aggiungono altre che sono parimenti in grado di influire sul turnover. Ne sono un esempio Continuous Linked Settlement (CLS), che ha iniziato a operare nel 2002 e la cui quota di mercato risulta essere in costante aumento, nonché le piattaforme di contrattazione elettronica destinate alla clientela bancaria – come FX Connect, Currenex e FXall –, che consentono di accrescere l'efficienza e ridurre i costi delle strategie di investimento poste in essere per conto della clientela non bancaria. Come si è potuto osservare per l'ultimo triennio coperto dall'Indagine, l'influsso di questi fattori strutturali di lungo periodo potrebbe essere annullato da incentivi a breve termine all'attività valutaria provenienti, per esempio, dalle tendenze dei tassi di cambio e dai differenziali di interesse.

### Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2003): *73ª Relazione annuale*, Basilea, giugno.

——— (2004): *74ª Relazione annuale*, Basilea, giugno.

Battellino, R. (2002): "Australia as a capital exporter", intervento alla conferenza su "The impact of an Australia-US free trade agreement: foreign policy challenges and economic opportunities", Canberra, 29 agosto.

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

Galati, G. (2001): "Fattori all'origine del calo del turnover globale nei mercati valutari: analisi dell'Indagine triennale 2001", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

Tsatsaronis, K. (2000): "Hedge fund", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre.

