

Anatomia del mercato internazionale dei cambi alla luce dell'Indagine triennale per il 2013¹

Le contrattazioni giornaliere nel mercato dei cambi hanno raggiunto il massimo storico di \$5 300 miliardi nell'aprile 2013, segnando un aumento del 35% rispetto al 2010. Le istituzioni finanziarie non operanti in qualità di dealer, comprese banche di minori dimensioni, investitori istituzionali e hedge fund, sono divenute il gruppo di controparti più numeroso e attivo. La tradizionale netta separazione fra contrattazioni inter-dealer e contrattazioni con la clientela è venuta meno. Le nuove tecnologie hanno accresciuto la connettività degli operatori, abbassando i costi di ricerca. È emersa una nuova forma di "hot potato trading" nella quale i dealer non rivestono più un ruolo esclusivo.

Classificazione JEL: F31, G12, G15, C42, C82

Questo articolo analizza la configurazione del mercato internazionale dei cambi alla luce dei risultati dell'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati (di seguito, "Indagine") per il 2013. L'Indagine copre 53 paesi e costituisce l'iniziativa più esauriente di raccolta di informazioni dettagliate e omogenee sull'attività di contrattazione e la struttura del mercato valutario internazionale².

Gli scambi giornalieri sul mercato internazionale dei cambi sono cresciuti a \$5 300 miliardi nel 2013, da \$4 000 miliardi nel 2010 (grafico 1, diagramma di sinistra). Questo aumento del 35% ha sopravanzato quello del 20% registrato fra il 2007 e il 2010, ma resta inferiore alla vigorosa espansione pre-crisi del 2004-07.

¹ Gli autori desiderano ringraziare Claudio Borio, Stephen Cecchetti, Alain Chaboud, Richard Clarida, Dietrich Domanski, Jacob Gyntelberg, Michael King, Colin Lambert, Michael Melvin, Lukas Menkhoff, Michael Moore, Richard Olsen, Richard Payne, Lucio Sarno, Elvira Sojli, Christian Upper, Clara Vega, Philip Wooldridge e i partecipanti al seminario della Norges Bank per gli utili commenti e suggerimenti. Un prezioso contributo è inoltre provenuto dalle osservazioni e dallo scambio di opinioni con numerosi operatori presso le principali banche dealer, le istituzioni loro clienti e le piattaforme di contrattazione elettronica. Gli autori ringraziano in particolare Denis Pètre per la compilazione dei dati e Anamaria Illes per l'eccellente supporto analitico. Le opinioni espresse in questo lavoro sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o della Norges Bank.

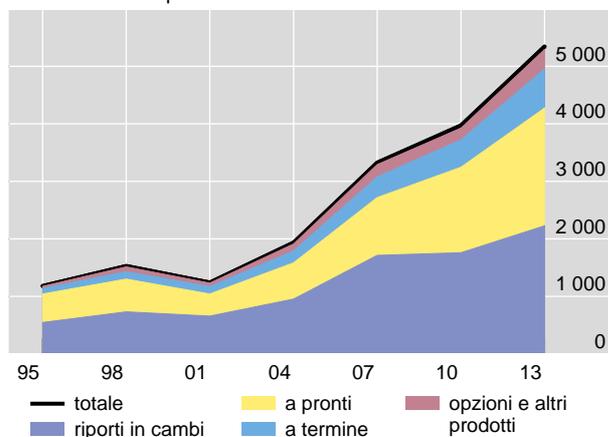
² Il mercato dei cambi ha una struttura decentrata: le contrattazioni avvengono al di fuori delle piazze regolamentate (over-the-counter, OTC) e la liquidità è segmentata su più piazze. Pertanto, il mercato risulta relativamente poco trasparente e le informazioni quantitative al riguardo sono piuttosto frammentarie.

Contrattazioni nel mercato internazionale dei cambi¹

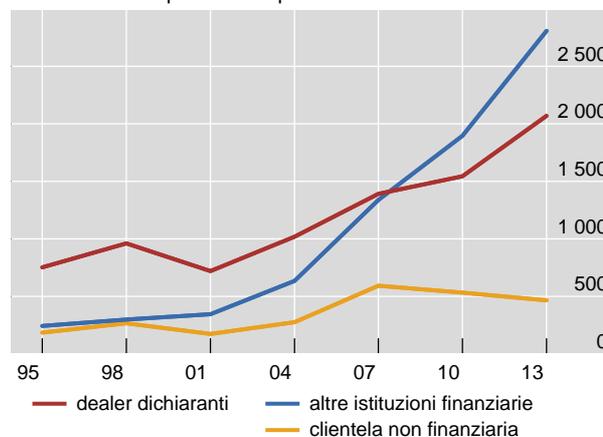
Su base netto-netto¹, medie giornaliere in aprile, in miliardi di dollari USA

Grafico 1

Contrattazioni per strumento



Contrattazioni per controparte



¹ Dati corretti per le duplicazioni delle operazioni inter-dealer transfrontaliere e locali.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali; elaborazioni BRI.

L'articolo esamina le determinanti strutturali e le tendenze all'origine del crescente volume degli scambi nei mercati valutari. Le nuove informazioni relative alle controparti raccolte nell'Indagine per il 2013 forniscono un quadro molto più completo rispetto al passato riguardo al profilo di negoziazione delle istituzioni finanziarie non dealer (come banche minori, investitori istituzionali e hedge fund) e al contributo che esse forniscono al turnover. I migliori dati a disposizione sui metodi di esecuzione consentono inoltre di descrivere in modo più accurato l'attuale configurazione della struttura di mercato.

Negli ultimi tre anni le istituzioni finanziarie non-dealer sono state all'origine di una parte importante della crescita degli scambi nel mercato valutario, a conferma di una tendenza già riscontrata nelle precedenti indagini (grafico 1, diagramma di destra). Gli scambi inter-dealer, invece, sono cresciuti più lentamente, mentre le contrattazioni dei soggetti non finanziari (perlopiù imprese) sono addirittura diminuite. Queste tendenze emergono con massima evidenza nei principali centri di contrattazione del mercato valutario, Londra e New York, dove le istituzioni finanziarie non-dealer erano controparti in quasi i due terzi delle operazioni totali.

L'ascesa delle contrattazioni valutarie fra il 2010 e il 2013 sembra riflettere perlopiù la crescente diversificazione dei portafogli internazionali di attività, anziché un maggiore interesse per le valute quali categoria di attività a sé stante³. Di fronte al livello storicamente basso dei rendimenti nelle economie avanzate, gli investitori hanno inserito nei propri portafogli quote crescenti di attività più rischiose, come azioni internazionali o obbligazioni dei mercati emergenti denominate in moneta locale. Per contro, i rendimenti dei carry trade (in senso stretto) e di altre strategie quantitative di investimento valutario sono risultati alquanto deludenti nel periodo precedente l'Indagine del 2013, per cui tali operazioni non dovrebbero aver inciso in misura significativa sul turnover.

³ Sempre più nell'arco degli ultimi 10-15 anni gli operatori di mercato hanno considerato le valute alla stregua di una categoria di attività distinta, come si evince dal numero di prodotti offerti dalle banche maggiori alla clientela di investitori istituzionali e al dettaglio (Secmen (2012), Projarliev e Levich (2012)).

Il mercato dei cambi risulta meno impennato attorno alla figura dei dealer, al punto che non esiste più un segmento inter-dealer distinto. Al riguardo, ha avuto un ruolo determinante la proliferazione del prime brokerage (cfr. il glossario in calce all'articolo), che consente una partecipazione più attiva delle banche minori, degli hedge fund e di altri operatori. La nuova struttura di mercato favorisce una maggiore diversità di partecipanti, dai trader ad alta frequenza, che usano le tecnologie informatiche per attuare strategie di contrattazione alla frequenza di millesimo di secondo, ai singoli investitori privati (al dettaglio). I costi di contrattazione hanno seguito a calare, attirando nuovi operatori e rendendo profittevole un numero maggiore di strategie. Questa tendenza è cominciata con le valute principali, ma si è estesa di recente a valute tradizionalmente meno liquide, in particolare quelle dei mercati emergenti.

L'odierna struttura di mercato comporta una partecipazione più attiva delle istituzioni finanziarie non-dealer al processo di contrattazione. L'attività rimane frammentata, ma la presenza di piattaforme aggregatrici consente agli utenti finali e agli intermediari di collegarsi a un'ampia gamma di sedi di contrattazione e di controparti di loro elezione. Con il collegamento di un numero maggiore di controparti, i costi di ricerca sono diminuiti e la velocità delle contrattazioni è aumentata. La tradizionale struttura del mercato basata sulla relazione fra intermediario e cliente ha lasciato spazio a una topologia di rete in cui sia le banche sia i soggetti non bancari agiscono come fornitori di liquidità. Si tratta a tutti gli effetti di una forma di "hot potato trading", dove però gli intermediari non occupano più necessariamente una posizione centrale⁴.

L'articolo comincia, nella sezione seguente, con una panoramica dei fatti principali per far luce sulla crescita degli scambi valutari a partire dal 2010. Esso prosegue quindi con un'analisi più approfondita dei profili di negoziazione delle controparti finanziarie e delle recenti modifiche intervenute nella struttura del mercato. L'articolo esamina infine nel dettaglio le determinanti di fondo dei volumi delle contrattazioni valutarie fra il 2010 e il 2013.

La crescita delle contrattazioni valutarie: uno sguardo ai fatti principali

Nei mercati valutari hanno acquisito un ruolo sempre più predominante le istituzioni finanziarie non appartenenti alla sfera dei dealer ("altre istituzioni finanziarie", in base alla terminologia dell'Indagine). Le operazioni giornaliere con controparti finanziarie non-dealer sono aumentate del 48%, collocandosi nel 2013 a \$2 800 miliardi, rispetto ai \$1 900 miliardi del 2010, e sono state all'origine di circa due terzi dell'espansione totale delle contrattazioni (tabella 1). Le istituzioni finanziarie non-dealer presentano finalità, profili e orizzonti di negoziazione assai diversi. Al loro interno figurano banche minori, investitori istituzionali (ad esempio fondi pensione e fondi comuni di investimento), hedge fund, società di trading ad alta frequenza (high-frequency trading, HFT) e istituzioni finanziarie del settore pubblico (ad esempio banche centrali o fondi di ricchezza sovrani).

⁴ Il termine "hot potato trading" (letteralmente, "scambio della patata bollente") fu coniato da Lyons (1997) per descrivere il trasferimento degli squilibri valutari in portafoglio (dovuti a un cambiamento esogeno nella domanda e nell'offerta di valute) all'interno del mercato inter-dealer.

Analisi dell'aumento delle contrattazioni globali nel mercato dei cambi

Su base netto-netto¹, medie giornaliere in aprile

Tabella 1

	Contrattazioni nel 2013 (mdi USD)	Variazione assoluta dal 2010 (mdi USD)	Crescita dal 2010 (%)	Contributo alla crescita del mercato dei cambi ² (%)
Mercato internazionale dei cambi	5 345	1 373	35	100
In base alla controparte				
Dealer dichiaranti	2 070	526	34	38
Altre istituzioni finanziarie	2 809	914	48	67
Clientela non finanziaria	465	-66	-12	-5
In base allo strumento				
A pronti	2 046	558	38	41
Contratti a termine	680	205	43	15
Riporti in cambi	2 228	469	27	34
Opzioni su valute	337	130	63	9
Swap su valute	54	11	26	1

¹ Dati corretti per le duplicazioni delle operazioni inter-dealer transfrontaliere e locali. ² Contributo percentuale all'aumento totale di \$1 373 miliardi dal 2010 al 2013.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali; elaborazioni BRI.

Alla clientela non finanziaria – comprendente perlopiù imprese, ma anche amministrazioni pubbliche e individui titolari di grandi patrimoni – era riconducibile soltanto il 9% circa del turnover, la quota più bassa dall'avvio dell'Indagine nel 1989. Fra i motivi di questo declino figurano la lenta ripresa dalla crisi, la bassa attività di fusione e acquisizione transfrontaliera e le minori esigenze di copertura, dal momento che negli ultimi tre anni le principali coppie valutarie si sono mosse il più del tempo all'interno di un intervallo ristretto. Un altro fattore chiave è la gestione più sofisticata delle esposizioni al rischio di cambio da parte delle società multinazionali. Sempre più spesso le imprese accentrano la funzione della tesoreria, una scelta che consente loro di abbattere i costi di copertura compensando le posizioni internamente.

L'importanza decrescente degli scambi inter-dealer rappresenta l'altra faccia del crescente ruolo assunto dalle istituzioni finanziarie non-dealer (tabella 1). La quota delle contrattazioni inter-dealer è oggi pari ad appena il 39%, ben inferiore al 63% registrato negli ultimi anni novanta. Ciò si deve soprattutto al fatto che le principali banche intermediarie compensano internamente una quantità maggiore di operazioni. Per effetto della più elevata concentrazione del settore, i maggiori dealer sono in grado di compensare direttamente sui propri libri un numero maggiore di operazioni della clientela. Ciò riduce l'esigenza di neutralizzare gli sbilanci di portafoglio e di coprire il rischio di cambio nel tradizionale mercato inter-dealer.

L'aumento dell'attività di contrattazione a partire dal 2010 ha riguardato in modo piuttosto omogeneo i vari strumenti (grafico 1, diagramma di sinistra, e tabella 1). Detto questo, il maggiore contributo (pari al 41%) alla crescita del turnover è provenuto dal segmento a pronti. Con \$2 050 miliardi al giorno, le

contrattazioni a pronti hanno pressoché eguagliato il volume dei riporti in cambi (\$2 230 miliardi)⁵. È inoltre cresciuto vigorosamente, sebbene partendo da livelli più bassi, il turnover di contratti derivati su tassi di cambio negoziati fuori borsa (OTC) come i contratti a termine (+43%) e le opzioni su valute (+63%)⁶.

Le contrattazioni delle istituzioni finanziarie non-dealer: un'analisi approfondita

Le istituzioni finanziarie non-dealer sono divenute gli operatori più attivi nei mercati valutari. Chi sono esattamente questi operatori? Che tipo di prodotti e per quale motivo negoziano? Grazie alla nuova descrizione più dettagliata del gruppo di controparti finanziarie non-dealer contenuta nell'Indagine del 2013, è oggi possibile far luce su queste importanti (e finora irrisolte) questioni.

Chi sono le principali istituzioni finanziarie non-dealer e che prodotti negoziano?

Una quota significativa delle operazioni dei dealer con la clientela finanziaria non-dealer fa capo alle banche minori. Queste "banche non segnalanti" negoziano generalmente importi più contenuti e/o in maniera solo sporadica, ma nell'insieme sono all'origine di circa un quarto del volume degli scambi valutari globali (tabella 2). Esse non svolgono attività di market-making, ma si configurano più spesso come clienti delle grandi banche dealer nei mercati dei cambi. Poiché non possono competere con queste nell'offrire quotazioni per le valute principali, si concentrano in particolari nicchie di attività e sfruttano il più delle volte il vantaggio competitivo di cui godono nei confronti della clientela locale⁷. Così come i dealer, negoziano in ampia misura riporti in cambi a breve scadenza (meno di una settimana), comunemente utilizzati per la gestione della liquidità a breve termine.

Gli operatori non bancari più significativi nel mercato dei cambi sono le società specializzate nella gestione patrimoniale, rilevate all'interno delle categorie "investitori istituzionali" (ad esempio fondi comuni di investimento, fondi pensione e compagnie di assicurazione) e "hedge fund". Queste due categorie rappresentavano ciascuna l'11% circa del turnover (tabella 2).

⁵ Al fine di interpretare correttamente questi dati, è utile metterli a confronto con quelli relativi alle principali categorie di attività. Il volume complessivo degli scambi giornalieri sulla totalità dei mercati azionari del mondo ha raggiunto circa \$300 miliardi nell'aprile di quest'anno, pari ad approssimativamente il 25% del volume globale delle operazioni a pronti in cambi delle istituzioni finanziarie non-dealer.

⁶ L'impennata delle opzioni riflette le intense contrattazioni sullo yen nell'aprile 2013 (cfr. infra): quasi la metà delle opzioni negoziate in quel mese si riferivano alla coppia JPY/USD. In quel periodo gli hedge fund hanno utilizzato il mercato delle opzioni per prendere posizione, generando il 24% del turnover.

⁷ Sebbene l'Indagine per il 2013 sia la prima che raccoglie informazioni sulle banche minori, un buon numero di dealer dichiaranti ritiene poco probabile che le operazioni di tali banche fossero precedentemente rilevate come operazioni inter-dealer. Stando a fonti di mercato, negli ultimi anni le banche minori avrebbero accresciuto la loro presenza nel mercato dei cambi. Di recente esse hanno teso a procurarsi liquidità presso i principali dealer e a "rivendere" di fatto tale liquidità (c.d. "white-labelling") a clienti locali, di minori dimensioni, che risultano meno appetibili per i dealer principali.

Gli investitori istituzionali si distinguono dagli hedge fund non soltanto per quanto riguarda gli stili e gli orizzonti di investimento e le rispettive motivazioni, ma anche in termini di mix di strumenti negoziati. Questi contraenti, spesso definiti investitori "real money", operano sovente nei mercati dei cambi al solo scopo di ribilanciare i portafogli delle loro attività di investimento caratteristiche, come azioni e obbligazioni internazionali. Essi sono stati all'origine di un'ampia quota (19%) del volume degli scambi di contratti a termine (tabella 2), impiegati principalmente per coprire i portafogli di obbligazioni (e, in misura minore, di azioni) internazionali. La gestione dell'esposizione valutaria è spesso passiva, e richiede soltanto una ridefinizione periodica delle coperture, ma può anche assumere una forma più attiva, avvicinandosi alle strategie degli hedge fund⁸.

Gli hedge fund sono particolarmente attivi nei mercati delle opzioni: a essi è riconducibile il 21% del volume degli scambi di questi strumenti (tabella 2). Le opzioni forniscono loro un modo conveniente per assumere posizioni ad alto grado di leva che riflettono la loro opinione riguardo alla direzione delle oscillazioni dei tassi di cambio e della volatilità. Alcuni degli hedge fund e delle società di proprietary trading più attivi sul mercato sono inoltre specializzati in strategie algoritmiche e di contrattazione ad alta frequenza nei mercati a pronti. Agli hedge

Contrattazioni originate da controparti finanziarie non-dealer (quote percentuali)

Su base netto-netto¹, medie giornaliere nell'aprile 2013

Tabella 2

	Altre istituzioni finanziarie	Altre istituzioni finanziarie (dati disaggregati)				
		Banche non dichiaranti	Investitori istituzionali	Hedge fund ²	Settore pubblico	Altri
Totale	53	24	11	11	1	6
In base alla sede:						
Regno Unito e Stati Uniti	63	26	14	16	1	7
Centri asiatici ³	26	14	6	1	1	2
Cinque centri successivi ⁴	43	23	8	3	1	7
Altri	34	23	6	1	1	3
In base allo strumento:						
A pronti	58	25	13	14	1	6
Contratti a termine	59	14	19	17	1	8
Riporti in cambi	45	27	7	5	1	5
Opzioni su valute	61	19	16	21	0	6

¹ Dati corretti per le duplicazioni delle operazioni inter-dealer transfrontaliere e locali. ² Includere le società di proprietary trading specializzate nella contrattazione ad alta frequenza. ³ Giappone, Hong Kong SAR e Singapore. ⁴ Australia, Francia, Germania, Paesi Bassi e Svizzera.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali; elaborazioni BRI.

⁸ La gestione della componente valutaria dei portafogli di attività è spesso delegata a gestori specializzati, detti "overlay manager" (cfr. ad esempio Pojarliev e Levich, 2012). Parte di tale gestione può essere passiva e mirare semplicemente a rimuovere l'esposizione al rischio di cambio. I mandati più attivi, invece, mediante l'investimento valutario mirano a conseguire un rendimento supplementare per il portafoglio e a generare benefici della diversificazione.

fund è attribuibile una quota significativa degli scambi complessivi di contratti sia a pronti (14%) sia a termine (17%).

Le contrattazioni valutarie delle istituzioni finanziarie del settore pubblico, come banche centrali e fondi di ricchezza sovrani, hanno concorso in misura soltanto marginale (meno dell'1% in base ai dati dell'ultima Indagine) al turnover sul mercato internazionale dei cambi. Ciò nonostante, queste istituzioni possono avere un notevole impatto sui prezzi quando sono presenti sul mercato.

Istituzioni finanziarie non-dealer e ripartizione geografica delle contrattazioni

Le contrattazioni delle istituzioni finanziarie non-dealer, come gli investitori istituzionali e gli hedge fund, sono concentrate presso un numero ristretto di piazze, in particolare Londra e New York, dove sono ubicate le principali unità di negoziazione valutaria (FX desk) dei maggiori intermediari (tabella 2). Queste due piazze, dove si svolge oltre il 60% degli scambi globali, costituiscono il centro di gravità del mercato. Qui le contrattazioni degli intermediari con la clientela finanziaria non-dealer sono pari a oltre 10 volte quelle con la clientela non finanziaria (grafico 2, diagramma centrale), un multiplo di gran lunga superiore a quello riscontrabile in altre importanti sedi di contrattazione, come Singapore, Tokyo e Hong Kong. Gli investitori alla ricerca delle migliori condizioni di esecuzione spesso preferiscono effettuare l'operazione tramite sales desk e trading desk (cfr. il glossario) a Londra o New York (anche qualora la loro sede principale si trovi in altre

Contrattazioni di istituzioni finanziarie non-dealer e ripartizione geografica degli scambi

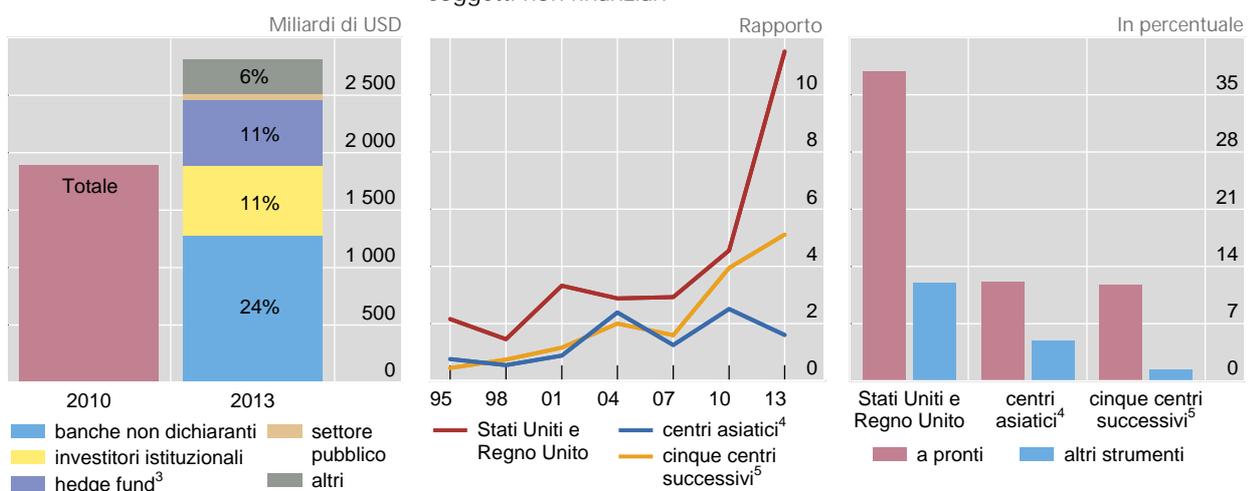
Su base netto-netto¹, medie giornaliere in aprile

Grafico 2

Contrattazioni di altre istituzioni finanziarie²

Rapporto fra le contrattazioni di altre istituzioni finanziarie e quelle dei soggetti non finanziari

Quota delle operazioni in cambi collegate a prime brokerage



¹ Dati corretti per le duplicazioni delle operazioni inter-dealer transfrontaliere e locali. ² Quote riportate in base al turnover valutario totale per il 2013: la quota percentuale degli investitori istituzionali indica cioè che questi erano controparte nell'11% delle transazioni valutarie totali nell'aprile 2013. ³ Include anche le società di proprietary trading specializzate nella contrattazione ad alta frequenza. ⁴ Giappone, Hong Kong SAR e Singapore. ⁵ Australia, Francia, Germania, Paesi Bassi e Svizzera.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali; elaborazioni BRI.

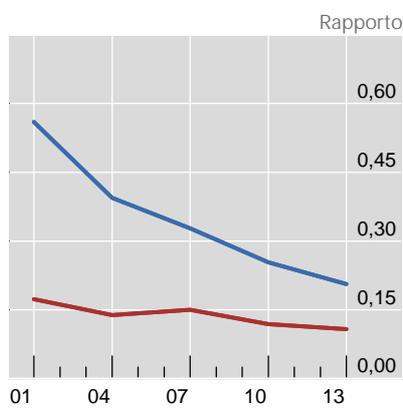
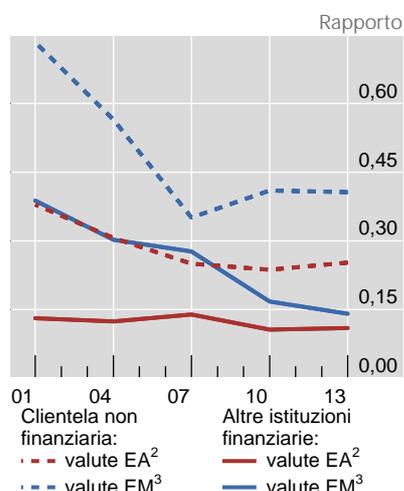
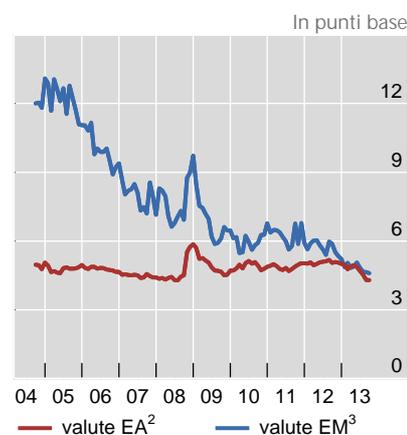
zone orarie). Ciò si deve al fatto che la liquidità nei mercati dei cambi è di norma massima all'apertura di Londra e nelle ore in cui sono aperte sia Londra sia New York.

Il prime brokerage ha avuto un ruolo cruciale per la concentrazione degli scambi, poiché tale servizio è tipicamente offerto per il tramite delle principali banche di investimento di Londra e New York (grafico 2, diagramma di destra). Attraverso il rapporto di prime brokerage con un intermediario i clienti finanziari non-dealer hanno accesso a piattaforme istituzionali, come Reuters Matching, EBS e altre reti telematiche (electronic communications network, o ECN), dove possono negoziare con intermediari e altre controparti a nome del prime broker, mantenendo così l'anonimato. Le operazioni condotte mediante prime brokerage rappresentavano il 23% del volume totale degli scambi valutari nel Regno Unito e negli Stati Uniti, a fronte di una media del 6% per le piazze asiatiche e le altre sedi di contrattazione. Nel segmento a pronti la quota delle operazioni che si avvalevano del prime brokerage di intermediari statunitensi e britannici era persino superiore, pari al 38% (grafico 2, diagramma di destra). L'espansione del trading elettronico e algoritmico ha parimenti avuto un ruolo significativo per la concentrazione geografica degli scambi. Per alcuni tipi di contrattazione algoritmica, un vantaggio di un millesimo di secondo può rivelarsi cruciale. Questa tipologia di trading ad alta frequenza presuppone pertanto la prossimità geografica con i principali server delle piattaforme elettroniche, situati tipicamente nelle vicinanze di Londra e nel New Jersey.

L'attività di contrattazione delle istituzioni finanziarie e l'ascesa delle valute delle economie emergenti

La tendenza a una maggiore attività delle istituzioni finanziarie non-dealer e alla concentrazione degli scambi presso alcuni centri finanziari è particolarmente evidente nel caso delle valute delle economie di mercato emergenti (EM). Una decina di anni fa le contrattazioni di queste monete presentavano, quantomeno da un lato della transazione, una controparte locale (cfr. ad esempio McCauley e Scatigna (2011)). Oggigiorno, invece, gli scambi avvengono sempre più fra non residenti ("offshore") (grafico 3, diagramma di sinistra). Questa tendenza all'internazionalizzazione è trainata in particolare dalle istituzioni finanziarie non-dealer, che spesso negoziano a partire dai centri finanziari (grafico 3, diagramma centrale).

Questo processo ha portato a un significativo miglioramento per quanto riguarda la facilità e i costi di transazione. I costi di negoziazione delle monete EM, misurati in termini di differenziali denaro-lettera, sono andati costantemente calando, raggiungendo livelli prossimi a quelli vigenti per le valute delle economie sviluppate (grafico 3, diagramma di destra). Grazie al miglioramento della liquidità in queste monete, i relativi mercati hanno richiamato l'attenzione degli investitori internazionali. Logicamente, ciò ha anche accresciuto la quota delle principali valute EM sul totale del turnover mondiale, che fra il 2007 e il 2013 è passata dal 12 al 17%. Una forte espansione è riscontrabile in particolare nel caso del peso messicano, la cui quota di mercato supera attualmente quella di varie monete affermate delle economie avanzate. Un altro esempio è quello del renminbi, la cui crescita del 250% è dovuta in ampia misura a un'impennata degli scambi offshore.

Quota delle contrattazioni onshore sul totale¹Contrattazioni onshore di altre istituzioni finanziarie e di soggetti non finanziari¹Scarti relativi lettera-denaro⁴

¹ Dati corretti per le duplicazioni delle operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari dichiaranti (base "netto-netto"); medie giornaliere in aprile. ² Valute delle economie avanzate (EA): corona danese, corona norvegese, corona svedese, dollaro australiano, dollaro canadese, dollaro neozelandese, dollaro USA, euro (dal 2004), franco svizzero, sterlina e yen giapponese. ³ Valute delle economie di mercato emergenti (EM): dollaro di Hong Kong, dollaro di Singapore, fiorino ungherese, lira turca, nuovo dollaro di Taiwan, peso messicano, rand sudafricano, real brasiliano, renminbi cinese (dal 2007), rublo russo, rupia indiana, won coreano e zloty polacco. ⁴ Gli scarti relativi denaro-lettera sono espressi in punti base rispetto alla quotazione media; quotazioni indicative rispetto al dollaro USA.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali; Datastream; WM/Reuters; elaborazioni BRI.

La Cina si è prefissata di promuovere l'uso internazionale della propria divisa e nel 2010 ha introdotto il renminbi offshore (CNH) (cfr. Ehlers e Packer (2013))⁹.

L'evoluzione della struttura del mercato dei cambi

La crescente partecipazione delle istituzioni finanziarie non-dealer è stata favorita dalla disponibilità di piattaforme elettroniche alternative. Negli anni novanta il mercato dei cambi era strutturato su due livelli; il segmento inter-dealer costituiva chiaramente una realtà a parte. La situazione, tuttavia, è cambiata. Non esiste più un segmento inter-dealer separato, e coesistono varie sedi di contrattazione dove anche i soggetti non bancari svolgono comunemente attività di market-making.

Nell'attuale struttura di mercato domina la contrattazione elettronica, che costituisce il canale privilegiato degli scambi, utilizzato in oltre il 50% dei casi dalle varie categorie di controparti (tabella 3) e disponibile per la totalità degli strumenti e degli investitori del mondo intero. Questa presenza diffusa, unitamente al suo più lento tasso di espansione, fa ritenere che la contrattazione elettronica abbia raggiunto la maturità. Il segmento a pronti è quello dove la quota di operazioni

⁹ Rispetto ad altre valute EM, nel caso del renminbi la clientela non finanziaria svolge (ancora) un ruolo più rilevante: nell'aprile 2013 essa era all'origine del 19% circa degli scambi nella moneta cinese, a fronte di appena il 9% delle società specializzate nella gestione patrimoniale (investitori istituzionali e hedge fund).

Metodo di esecuzione, per controparte (quote percentuali)¹

Su base netto-netto¹, medie giornaliere nell'aprile 2013

Tabella 3

	A voce			Elettronicamente							
	Diretto ²	Indiretto ³	Totale	Diretto ²			Indiretto ³				Totale
				Piattaforme mono-banca ⁴	Altre ⁵	Totale	Reuters/E BS	Altri ECN ⁶	Altri	Totale	
Dealer dichiaranti	22	19	41	14	15	29	16	9	3	27	56
Altri soggetti finanziari	30	14	43	10	20	31	14	9	2	25	55
Soggetti non finanziari	37	4	42	18	10	28	3	9	12	24	52

¹ Quote percentuali sul volume totale di scambi per ciascun gruppo di controparti; le somme dei totali non corrispondono a 100 a causa di segnalazioni incomplete; dati corretti per le duplicazioni delle operazioni inter-dealer transfrontaliere e locali (base "netto-netto"). ² Operazioni non bilanciate tramite parti terze. ³ Operazioni bilanciate tramite parti terze (voice broker o electronic broker). ⁴ Sistemi di contrattazione monobanca gestiti da un singolo dealer, ad esempio BARX (Barclays), Autobahn (Deutsche Bank), Velocity (Citigroup). ⁵ Altri metodi di esecuzione elettronici diretti, ad esempio Bloomberg Tradebook, Reuters Conversational o flussi di prezzi elettronici diretti. ⁶ Electronic communication network, ad esempio Currenex, FXall, Hotspot.

Fonte: Indagine triennale delle banche centrali.

condotte elettronicamente risulta più alta, pari al 64%¹⁰. Malgrado la predominanza della contrattazione elettronica, la contrattazione a voce (per via telefonica) e quella basata su relazioni di clientela continuano a rivestire una certa importanza in alcuni segmenti (tabella 3). Il contatto vocale, ad esempio, permette di ricevere consulenza sulle strategie alternative di esecuzione dell'ordine o sul modo di realizzare una certa transazione. Consente inoltre di evitare di ritrovarsi a operare con trader ad alta frequenza, o di assicurarsi che la transazione venga eseguita anche nei momenti di intensa attività sul mercato. Esso resta il principale metodo di esecuzione per i derivati valutari più complessi, come le opzioni, che nel 62% dei casi sono negoziate per via telefonica.

La microstruttura che si sta delineando risponde alle esigenze di una gamma più variegata di operatori. Le istituzioni non finanziarie spesso preferiscono il contatto diretto con la loro banca di fiducia, per via telefonica o mediante una piattaforma monobanca. Per converso, la clientela finanziaria è meno fedele al proprio dealer e non evidenzia chiare preferenze per uno specifico metodo di contrattazione (tabella 3). I clienti finanziari spesso negoziano direttamente con gli intermediari per via telematica (ad esempio mediante Bloomberg Tradebook o portali di quotazione elettronica diretta) o indirettamente attraverso piattaforme multibanca e sistemi di brokeraggio elettronico che in passato erano utilizzati esclusivamente per le contrattazioni inter-dealer (EBS e Reuters Matching).

Il progressivo venir meno di un mercato inter-dealer chiaramente delineato trova riscontro nei dati sui metodi di esecuzione riportati nell'Indagine. Per le

¹⁰ In ragione dei vantaggi pratici che offre l'esecuzione telematica, come il trattamento completamente automatizzato, gran parte delle operazioni negoziate a voce vengono di fatto poi registrate elettronicamente. Alcune fonti di mercato ritengono che, in realtà, addirittura il 95% delle operazioni a pronti avverrebbe per via telematica.

piattaforme elettroniche EBS e Reuters Matching, che in passato erano riservate ai soli dealer, il volume assoluto degli scambi effettuati dai dealer con la clientela finanziaria di altro tipo supera di fatto del 17% i volumi degli scambi inter-dealer. Due sono i motivi di questo cambiamento. In primo luogo, in risposta alla concorrenza delle piattaforme multibanca (come FXall, Currenex o Hotspot), nel 2004 e nel 2005 rispettivamente EBS e Reuters si sono aperte agli hedge fund e ad altri clienti per il tramite di accordi di prime brokerage. Attualmente in queste piattaforme sono molto attive le società di proprietary trading specializzate nella contrattazione ad alta frequenza. In secondo luogo, a causa della maggiore concentrazione dei flussi valutarie presso le banche maggiori, gli istituti più importanti sono riusciti a compensare internamente un volume maggiore di operazioni. Così facendo possono beneficiare del differenziale denaro-lettera senza doversi assumere un rischio elevato, poiché i flussi di operazioni di segno opposto da parte della clientela sono pressoché continui. Dal momento che queste banche sono diventate a tutti gli effetti degli ampi pool di liquidità, le loro esigenze di gestire le posizioni aperte sulle tradizionali sedi di contrattazione inter-dealer si sono drasticamente ridotte.

La tendenza all'internazionalizzazione dei flussi è riscontrabile nei dati. La quota di mercato delle tradizionali sedi inter-dealer (EBS e Reuters Matching) ha subito una flessione¹¹. Tre anni fa gli intermediari effettuavano in queste sedi il 22% delle loro operazioni inter-dealer, mentre oggi la quota è scesa al 16%. L'altra faccia della medaglia è che i dealer cercano di attirare flussi maggiori alle loro piattaforme monobanca in modo da sfruttare ulteriormente l'internazionalizzazione. Il volume degli intermediari sulle piattaforme monobanca è cresciuto dall'8% del 2010 al 14% del 2013.

Determinanti di fondo dei volumi degli scambi valutarie

Perché negli ultimi tre anni gli scambi valutarie sono cresciuti così vigorosamente da superare, nell'aprile scorso, i \$5 000 miliardi? Di seguito vengono analizzati in maggiore dettaglio i possibili fattori all'origine di questa espansione, in un'ottica sia macro sia micro.

Nell'interpretare i risultati dell'Indagine per il 2013 occorre ricordare che lo scorso mese di aprile è stato probabilmente il periodo in assoluto più intenso di contrattazione sui mercati dei cambi. La modifica del regime di politica monetaria da parte della Bank of Japan agli inizi del mese ha infatti innescato una fase di scambi eccezionalmente elevati per tutte le categorie di attività. Nei mesi successivi l'aumento delle contrattazioni in yen è in parte rientrato (cfr. Bech e Sobrun (2013)). Al netto di questo effetto il turnover nei mercati dei cambi sarebbe probabilmente comunque cresciuto del 25% circa¹². Di conseguenza, è necessario fare astrazione di

¹¹ A subire la contrazione maggiore è stata finora EBS (grafico 5, diagramma di destra), il che non sorprende dal momento che questa piattaforma era la preferita per le contrattazioni su coppie valutarie per le quali gli indici di internazionalizzazione sono maggiori (pari addirittura al 75-85% per le principali coppie dell'euro e dello yen giapponese). È probabile che all'aumentare degli indici di internazionalizzazione delle coppie valutarie minori tradizionalmente trattate su Reuters anche questa piattaforma subisca un calo dei volumi.

¹² La stima si basa sull'ipotesi che le contrattazioni in yen sarebbero cresciute a un tasso analogo a quelle in altre importanti valute delle economie avanzate, come il dollaro USA, l'euro, la sterlina e il franco svizzero.

queste particolari circostanze per cercare di capire i motivi all'origine dell'espansione degli scambi valutari.

Al fine di comprendere meglio le determinanti dei volumi di contrattazione sui mercati dei cambi fra il 2010 e il 2013 è importante esaminare più da vicino le motivazioni delle istituzioni finanziarie non-dealer, divenute i principali operatori del mercato. La crescita del turnover potrebbe ad esempio derivare da un maggiore interesse per le valute quali categoria di attività a sé stante, oppure essere un effetto secondario degli investimenti internazionali di portafoglio in altre classi di attività. È inoltre importante capire le implicazioni della mutata struttura di mercato, caratterizzata da una più ampia partecipazione delle istituzioni finanziarie non-dealer, da una maggiore varietà e da un calo dei costi di ricerca.

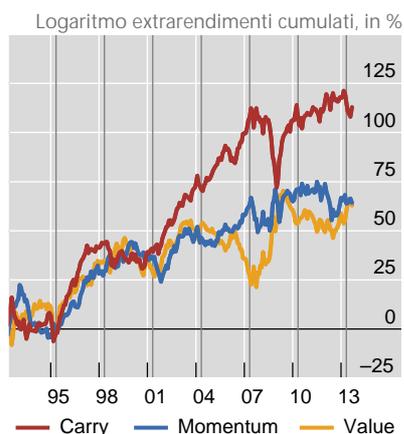
Le ipotesi delle valute come categoria distinta di attività e della diversificazione internazionale dei portafogli a confronto

Gli operatori di mercato considerano in genere che le valute costituiscano una categoria di attività a tutti gli effetti. Ad esempio, al fine di sfruttare le opportunità di profitto gli hedge fund valutari e gli overlay manager (cfr. il glossario) spesso perseguono strategie quantitative che comportano la compravendita simultanea di molteplici valute (cfr. ad esempio Menkhoff et al. (2012)). Fra queste strategie, la più diffusa e conosciuta è il carry trade, che mira a sfruttare i differenziali di tasso di interesse fra paesi diversi. Un'altra strategia diffusa è il momentum trading, che punta sulla continuazione delle tendenze in atto dei tassi di cambio. Una strategia meno nota del tipo "value" comporta l'acquisto di divise ritenute sottovalutate e la vendita di quelle ritenute sopravvalutate, con riferimento a un valore fondamentale determinato, ad esempio, da un parametro di equilibrio di lungo periodo, come la parità dei poteri di acquisto.

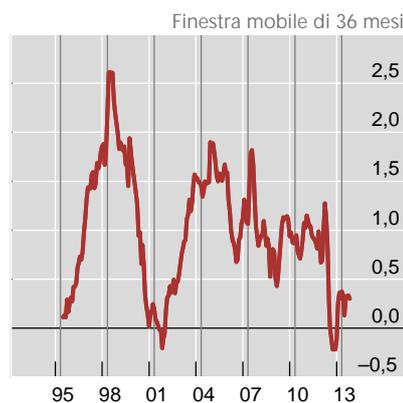
Strategie quantitative di investimento valutario e attività degli hedge fund¹

Grafico 4

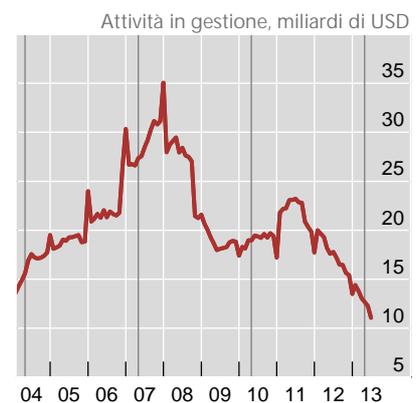
Rendimenti delle strategie quantitative di investimento valutario²



Indice di Sharpe, strategia valutaria composita³



Hedge fund valutari quantitativi



¹ Le linee verticali corrispondono alle date dell'indagine triennale delle banche centrali. ² Rendimenti delle strategie quantitative di investimento valutario multivaluta basati sui tassi di cambio rispetto al dollaro USA di alcune monete delle economie avanzate (corona norvegese, corona svedese, dollaro australiano, dollaro canadese, dollaro neozelandese, euro, franco svizzero, sterlina e yen giapponese); per maggiori dettagli sulla costruzione del portafoglio, cfr. Kroencke et al. (2013). ³ L'indice di Sharpe misura il rendimento (extrarendimento medio) rispetto al rischio (deviazione standard) in ragione annua. Il grafico mostra l'indice di Sharpe calcolato per un portafoglio valutario composito basato su tre strategie valutarie aventi la stessa ponderazione e per una finestra mobile di 36 mesi.

Fonti: Datastream; WM/Reuters; Hedge Fund Research; elaborazioni BRI.

Queste semplici strategie sono risultate profittevoli per qualche tempo (grafico 4, diagramma di sinistra), attirando nuovi operatori sul mercato. Il carry trade, in particolare, ha fornito agli investitori rendimenti attrattivi e relativamente stabili nel periodo precedente la crisi. Anche le Indagini per il 2004 e il 2007 indicavano che la crescita degli scambi rifletteva in ampia misura il perseguimento di strategie di questo tipo da parte degli investitori (Galati e Melvin (2004), Galati e Heath (2007)).

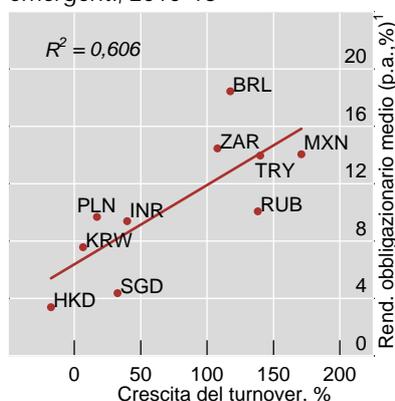
È improbabile, tuttavia, che le strategie valutarie quantitative siano state le principali determinanti della crescita del turnover nel periodo più recente. I differenziali di tasso di interesse si sono assottigliati allorché molte banche centrali hanno allentato la politica monetaria. I principali tassi di cambio si sono perlopiù mossi all'interno di un intervallo ristretto, caratterizzandosi per episodi temporanei di volatilità e repentine azioni ufficiali, come durante la crisi europea del debito sovrano. In queste condizioni, né i carry trade (in senso stretto) né le strategie di momentum hanno dato buoni risultati (grafico 4, diagramma di sinistra). Di conseguenza, gli hedge fund valutarie hanno subito deflussi significativi (grafico 4, diagramma di destra), e alcuni di loro hanno cessato l'attività¹³.

Una spiegazione più convincente della maggiore attività delle istituzioni finanziarie non-dealer nei mercati dei cambi attiene all'aumento della diversificazione internazionale dei portafogli di attività, di cui le contrattazioni

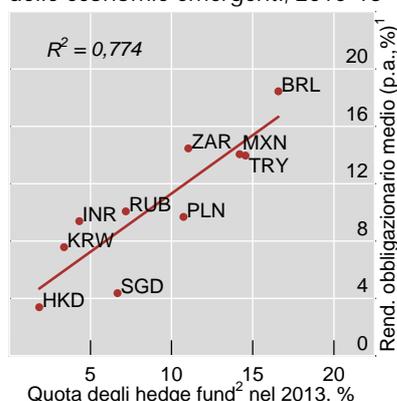
Investimenti internazionali di portafoglio e trading algoritmico

Grafico 5

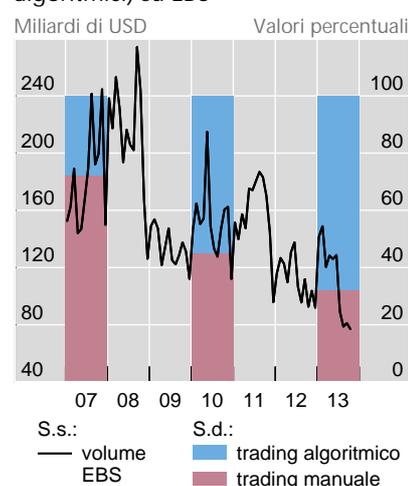
Turnover valutario e rendimenti obbligazionari delle economie emergenti, 2010-13



Quota degli hedge fund sul turnover valutario e rendimenti obbligazionari delle economie emergenti, 2010-13



Volume degli scambi (manuali e algoritmici) su EBS



BRL = real brasiliano; HKD = dollaro di Hong Kong; INR = rupia indiana; KRW = won coreano; MXN = peso messicano; PLN = zloty polacco; RUB = rublo russo; SGD = dollaro di Singapore; TRY = lira turca; ZAR = rand sudafricano.

¹ Rendimenti del mercato obbligazionario calcolati a partire dagli indici obbligazionari JPMorgan GBI in moneta locale. ² Includere le società di proprietary trading specializzate nella contrattazione ad alta frequenza; quota sul totale delle contrattazioni valutarie nel 2013, per valuta.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali; Datastream; EBS ICAP; elaborazioni BRI.

¹³ Mentre gli hedge fund valutarie quantitativi hanno dovuto far fronte a una situazione difficile, gli hedge fund macro con uno stile di investimento discrezionale avrebbero raggiunto, secondo le fonti di mercato, risultati migliori. Questi fondi sono probabilmente stati all'origine di un importante volume di scambi in yen fra l'ultima parte di ottobre 2012 e l'aprile di quest'anno.

valutarie sarebbero un corollario. Negli ultimi tre anni i mercati azionari hanno offerto rendimenti interessanti e i differenziali di rendimento delle obbligazioni dei mercati emergenti sono calati, mentre le emissioni nei segmenti più rischiosi del mercato obbligazionario (ad esempio quelle di titoli dei mercati emergenti denominati in moneta locale) hanno segnato un'impennata. Questi sviluppi non hanno soltanto creato l'esigenza di scambi più ingenti e più frequenti per il ribilanciamento dei portafogli, ma si sono anche accompagnati a una maggiore domanda di copertura delle esposizioni valutarie. Fra le divise delle economie avanzate, il turnover è aumentato in misura maggiore per quelle dei paesi dove si sono verificati anche rialzi significativi delle quotazioni azionarie¹⁴. Nel caso dei mercati emergenti, invece, il turnover è aumentato di più per le valute dei mercati obbligazionari locali che offrivano rendimenti interessanti (grafico 5, diagramma di sinistra). Per queste valute è stata particolarmente vigorosa la partecipazione degli hedge fund (grafico 5, diagramma centrale).

Una nuova forma di "hot potato trading"

Anche fattori a livello micro hanno contribuito alla crescita dei volumi sui mercati dei cambi negli ultimi anni. In primo luogo, una maggiore varietà e coinvolgimento degli operatori non-dealer ha accresciuto le possibilità di guadagno; in secondo luogo, la migliore connettività fra i diversi attori del mercato ha indotto una flessione significativa dei costi di ricerca; infine, la velocità di contrattazione è aumentata a causa della proliferazione delle strategie telematiche (algoritmiche).

Negli ultimi anni la gamma di operatori attivi nel mercato dei cambi internazionale si è diversificata. Hanno fatto ingresso nuovi partecipanti, come gli investitori al dettaglio (cfr. il riquadro), le società di trading ad alta frequenza e le banche regionali minori (ad esempio quelle con sede nei mercati emergenti). Una maggiore attività da parte di una gamma più eterogenea di operatori espande l'universo delle finalità di contrattazione e degli orizzonti di investimento, due fattori che si associano a maggiori possibilità di contrattazione (Banerjee e Kremer (2010)).

La struttura più frammentaria venutasi a creare dopo che il mercato inter-dealer ha cessato di essere il principale pool di liquidità rischia potenzialmente di nuocere all'efficienza delle contrattazioni, accrescendo i costi di ricerca ed esacerbando i problemi di selezione avversa. Tuttavia, una delle innovazioni più significative volte a evitare tali inconvenienti è stata la proliferazione dell'aggregazione di liquidità. Questa nuova forma di aggregazione di fatto collega vari pool di liquidità attraverso algoritmi che indirizzano l'ordine verso una sede preferita (ad esempio quella dove i costi di contrattazione sono inferiori). Essa permette inoltre agli operatori di scegliere con quali controparti trattare e da quali fornitori di liquidità – sia dealer, sia non non-dealer – ricevere quotazioni. Ciò fa ritenere che i costi di ricerca, un aspetto saliente dei mercati OTC (Duffie (2012)), siano significativamente calati.

Il diffuso impiego di tecniche algoritmiche e di strategie di esecuzione degli ordini fa sì che la ripartizione del rischio avvenga più rapidamente e fra un maggior

¹⁴ Lampante è il caso del Giappone, dove fra l'ottobre 2012 e l'aprile 2013 i corsi azionari sono balzati di oltre il 55% in termini di moneta locale. Considerate le pressioni al deprezzamento che subiva lo yen in quel periodo, gli investitori real money hanno effettuato massicce operazioni di copertura. I dati dell'Indagine mostrano che nell'aprile 2013 gli investitori istituzionali erano all'origine del 32% del volume di contratti a termine in yen.

L'attività di trading al dettaglio nei mercati dei cambi

Verso la fine degli anni novanta le contrattazioni valutarie erano appannaggio soprattutto di grandi imprese e di istituzioni finanziarie. Le banche addebitavano ai piccoli investitori al dettaglio costi di transazione proibitivi, considerando le loro operazioni troppo piccole per essere economicamente interessanti. Questa situazione è cambiata intorno al 2000, quando le piattaforme di contrattazione rivolte alla clientela al dettaglio (ad esempio FXCM e OANDA) hanno iniziato a offrire online agli investitori privati conti di brokeraggio a margine, utilizzando il flusso di prezzi quotati dalle banche principali e da EBS. Il modello operativo adottato da queste piattaforme consisteva nell'aggregazione di numerose operazioni di modesta entità e nel loro trasferimento al mercato inter-dealer. Grazie alla maggiore dimensione delle operazioni realizzata mediante l'aggregazione, i dealer erano disposti a fornire a questi "aggregatori" (retail aggregator) liquidità a prezzi interessanti.

Da allora le operazioni valutarie al dettaglio sono rapidamente aumentate. Le nuove serie disaggregate raccolte nell'Indagine triennale per il 2013 mostrano che tali operazioni rappresentavano il 3,5% del turnover complessivo e il 3,8% di quello nel segmento a pronti. In termini assoluti, i volumi al dettaglio più elevati si registrano negli Stati Uniti e in Giappone, ma è in quest'ultimo paese – dove il segmento in parola è molto attivo – che si registra un volume nettamente più elevato di operazioni a pronti al dettaglio (grafico A, diagramma di sinistra). Nell'aprile 2013 le transazioni al dettaglio in Giappone rappresentavano il 10% del turnover totale e il 19% di quello a pronti. I piccoli investitori si comportano diversamente dagli investitori istituzionali nel mercato dei cambi e tendono a operare direttamente su coppie valutarie relativamente illiquide piuttosto che utilizzare una valuta veicolo (grafico A, diagramma di destra)①.

Le cifre relative alle operazioni al dettaglio riportate nell'Indagine triennale per il 2013 sono più basse rispetto al volume stimato da King e Rime (2010) in base alle indicazioni aneddotiche. Per come è concepita, l'Indagine triennale rileva solo le operazioni al dettaglio che fanno capo ai dealer sia direttamente, sia indirettamente attraverso gli aggregatori. Le operazioni compensate internamente ("internalizzate") dalle piattaforme non vengono registrate. Tuttavia, probabilmente ciò non costituisce un problema rilevante, poiché il margine di internalizzazione sulle piattaforme al dettaglio è limitato②. Si stanno inoltre facendo meno netti i confini del comparto al dettaglio: le modifiche al quadro regolamentare (ad esempio, limiti alla leva finanziaria per i conti di brokeraggio a margine

Volume degli scambi valutarî al dettaglio

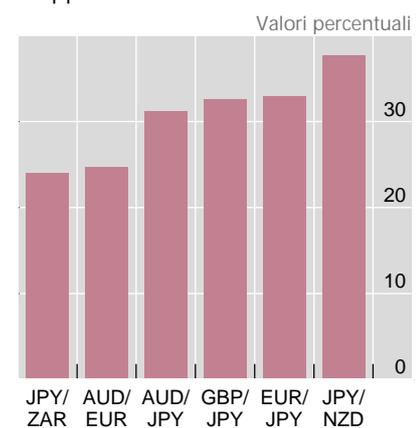
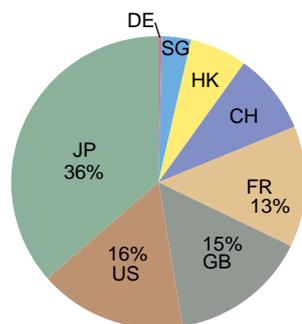
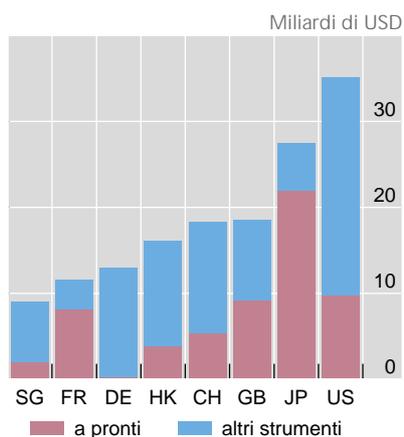
Su base netto-netto¹, medie giornaliere nell'aprile 2013

Grafico A

Centri valutarî aventi il maggiore turnover al dettaglio (in assoluto)

Distribuzione internazionale delle contrattazioni a pronti al dettaglio²

Coppie valutarie aventi la più elevata concentrazione al dettaglio in Giappone³



¹ Dati corretti per le duplicazioni delle operazioni inter-dealer transfrontaliere e locali. ² Quota sul totale del turnover valutarî a pronti al dettaglio. ³ Quota sul totale del turnover a pronti in Giappone.

Fonte: Indagine triennale delle banche centrali.

destinati a investitori individuali) introdotte in paesi come gli Stati Uniti ne hanno frenato la crescita e indotto alcune piattaforme a rivolgersi agli investitori professionali (come hedge fund di minori dimensioni). Inoltre, gli scarsi rendimenti offerti negli ultimi tempi dalle strategie più diffuse, come quelle di momentum e di carry trade, fanno ritenere che l'espansione del comparto al dettaglio possa essere diminuita.

① Ad esempio, per effettuare un carry trade i piccoli investitori assumono una posizione lunga sulla coppia NZD/JPY, invece di una posizione lunga sulla coppia NZD/USD e una corta su JPY/USD. ② L'internalizzazione è cruciale per i grandi dealer specializzati nelle principali coppie valutarie, per i quali la compensazione interna può arrivare al 75-85% delle operazioni. Per contro, il margine di internalizzazione è limitato per le piattaforme al dettaglio, che registrano flussi più modesti, prevalentemente in valute minori. In base alle indicazioni, persino una coppia valutaria liquida come GBP/USD presenta un tasso di internalizzazione del 15-20%, per cui il corrispondente valore per una coppia come JPY/ZAR dovrebbe essere molto più basso. Ciò detto, i tassi di internalizzazione possono differire ampiamente a seconda delle piattaforme al dettaglio e delle giurisdizioni, ma è improbabile che superino il 50%.

numero di operatori nell'intera rete di sedi di contrattazione e di controparti interconnesse. L'apertura di EBS e Reuters ai non-dealer attraverso gli accordi di prime brokerage ha svolto un importante ruolo di catalizzatore, ma oggi tutte le piattaforme offrono modalità di collegamento alla contrattazione telematica. Nel periodo 2007-13 il trading algoritmico su EBS è cresciuto in termini di volumi dal 28 al 68% (grafico 5, diagramma di destra).

Inoltre, le istituzioni finanziarie non-dealer sono sempre più attive nell'offerta di liquidità, poiché la facilità con cui è possibile selezionare i tipi di connessione con le controparti riduce l'esposizione al rischio di selezione avversa. Di conseguenza, un dato squilibrio può essere compensato dalle quotazioni di altri fornitori di liquidità, siano essi dealer o non-dealer, e traslato più rapidamente attraverso la rete di sedi di contrattazione (per il tramite di algoritmi). Ciò accresce la velocità delle contrattazioni e rappresenta di fatto una nuova forma di hot potato trading, in cui tuttavia gli intermediari non occupano più la posizione centrale.

La contrattazione algoritmica è essenziale ai fini dell'efficienza di questo processo, e si è diffusa capillarmente sia presso i dealer sia presso gli utilizzatori finali. È tuttavia importante distinguere la contrattazione algoritmica da quella ad alta frequenza (high-frequency trading, HFT), che ne costituisce solo un sottoinsieme e si caratterizza per periodi di detenzione estremamente ridotti, a livello di millesimi di secondo, e per un grande numero di operazioni spesso cancellate poco dopo essere state immesse nel sistema (cfr. Comitato sui mercati (2011)). EBS stima che il 30-35% dei volumi sulla sua piattaforma di contrattazione sia riconducibile all'HFT. Le strategie HFT possono a un tempo sfruttare discrepanze di prezzo passeggero e fornire liquidità a frequenze elevatissime avvantaggiandosi del differenziale lettera-denaro. La rapidità gioca un ruolo cruciale, e con l'intensificarsi della concorrenza fra società di HFT, i guadagni addizionali derivanti dall'essere rapidi sono diminuiti¹⁵. È pertanto poco probabile che l'HFT sia stata una determinante significativa della crescita del turnover a partire dal 2010¹⁶.

¹⁵ Alcuni gestori di piattaforme elettroniche hanno di recente introdotto anche modifiche microstrutturali volte a ridurre la concorrenza sulla velocità (ad esempio aumentando l'entità del tick minimo o modificando il trattamento degli ordini in arrivo nella fila di attesa).

¹⁶ Stando a fonti di mercato, il segmento HFT dei mercati dei cambi si è consolidato negli ultimi anni, e le maggiori società di HFT hanno in gran parte adottato come strategia principale l'attività di market-making.

Conclusioni

L'attività di negoziazione nel mercato dei cambi ha raggiunto il massimo storico di \$5 300 miliardi nell'aprile 2013, segnando un aumento del 35% rispetto al 2010. I risultati dell'Indagine triennale per il 2013 confermano tendenze di mercato già evidenziate dalle indagini precedenti: in primo luogo, la crescente importanza delle istituzioni finanziarie non-dealer (banche minori, investitori istituzionali e hedge fund); in secondo luogo, un'ulteriore internazionalizzazione degli scambi valutari e al tempo stesso la loro crescente concentrazione presso i centri finanziari; infine, in risposta alle innovazioni tecnologiche, la rapida evoluzione della struttura del mercato, che risponde alle molteplici esigenze di contrattazione degli operatori.

Le disaggregazioni più dettagliate introdotte nell'Indagine per il 2013 consentono di analizzare in maggiore dettaglio questi sviluppi. Potendo disporre di informazioni più particolareggiate sulle istituzioni finanziarie non-dealer, è possibile comprendere meglio il collegamento fra le finalità da esse perseguite e la crescita del turnover. La tradizionale struttura bipartita del mercato, formata da due segmenti distinti, uno inter-dealer e uno degli scambi con la clientela, non esiste più. Al tempo stesso sono aumentate significativamente le modalità con cui i diversi operatori possono interconnettersi, il che fa ritenere che i costi di ricerca e di contrattazione si siano considerevolmente ridotti. Ciò ha creato le condizioni che hanno permesso alla clientela finanziaria di affiancare i dealer nell'offerta di liquidità. La clientela finanziaria, pertanto, ha contribuito ad accrescere i volumi non soltanto attraverso le sue decisioni di investimento, ma anche prendendo parte a una nuova forma di hot potato trading nella quale gli intermediari non occupano più un ruolo esclusivo.

Riferimenti bibliografici

Banerjee, S. e I. Kremer (2010): "Disagreement and learning: dynamic patterns of trade", *Journal of Finance*, n. 65(4), pagg. 1269-1302.

Bech, M. e J. Sobrun (2013): "Le tendenze nel mercato dei cambi: cosa è successo prima, fra e dopo le ultime Indagini triennali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre (testo integrale disponibile solo in inglese).

Duffie, D. (2012): *Dark markets: asset pricing and information transmission in over-the-counter markets*, Princeton University Press.

Galati, G. e A. Heath (2007): "Determinanti della crescita dell'attività nei mercati dei cambi: risultati dell'Indagine triennale 2007", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, versione integrale disponibile solo in inglese.

Galati, G. e M. Melvin (2004): "Fattori all'origine della crescita del turnover nei mercati dei cambi: analisi dell'Indagine triennale 2004", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 71-79.

King, M. e D. Rime (2010): "La domanda da 4 trilioni di dollari: che cosa spiega la crescita delle operazioni in valuta rispetto all'Indagine del 2007?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, versione integrale disponibile solo in inglese.

Kroencke, T., F. Schindler e A. Schrimpf (2013): "International diversification benefits with foreign exchange investment styles", *Review of Finance* (di prossima pubblicazione).

Lyons, R. (1997): "A simultaneous trade model of the foreign exchange hot potato", *Journal of International Economics*, n. 42, pagg. 275-298.

Comitato sui mercati (2011): *High frequency trading in the foreign exchange market*, BRI, Basilea, settembre.

McCauley, R. e M. Scatigna (2011): "Gli scambi valutari nelle divise delle economie emergenti: finanziarizzazione e localizzazione offshore", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, versione integrale disponibile solo in inglese.

Menkhoff, L., L. Sarno, M. Schmeling e A. Schrimpf (2012): "Currency momentum strategies", *Journal of Financial Economics*, n. 106(3), pagg. 660-684.

Packer, F. e T. Ehlers (2013): "I mercati dei cambi e dei derivati e l'internazionalizzazione delle valute delle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre (testo integrale disponibile solo in inglese).

Pojarliev, M. e R. Levich (2012): *A new look at currency investing*, CFA Institute Research Foundation Publications.

Secmen, A. (2012): "Foreign exchange strategy based products", in J. James, I. Marsh e L. Sarno (ed.), *Handbook of Exchange Rates*, Wiley.

Glossario

Trading algoritmico: contrattazione automatizzata in cui un algoritmo elettronico stabilisce l'invio e l'esecuzione dell'ordine (cfr. anche "trading ad alta frequenza").

Differenziale lettera-denaro: differenza fra il prezzo richiesto per la vendita di un titolo o una valuta (lettera) e il prezzo offerto per l'acquisto (denaro).

Broker: intermediario finanziario che fa incontrare le controparti in una transazione senza prendervi parte. Il broker può operare per via elettronica (broker elettronico) o telefonica (voice broker).

Buy-side: termine utilizzato per indicare gli operatori che si configurano come clienti del dealer, a prescindere che siano effettivamente acquirenti o venditori.

Dealer: istituzione finanziaria che effettua transazioni sia in vendita che in acquisto, cercando di trarre profitto assumendo rischi nel mercato e lucrando uno spread; per designare i dealer viene talvolta utilizzato anche il termine "sell-side".

Electronic communications network (ECN): sistema elettronico che agevola la contrattazione telematica, in genere nei mercati OTC.

Trading ad alta frequenza (high-frequency trading, HFT): strategia di trading algoritmico che permette di trarre profitto dalle variazioni incrementalmente di prezzo mediante operazioni frequenti e di importo contenuto eseguite in millesimi di secondo su orizzonti di investimento brevissimi.

Aggregatore di liquidità: tecnologia che consente ai partecipanti di ottenere flussi di prezzi da più fornitori/pool di liquidità simultaneamente. Mediante algoritmi elettronici sia il fornitore di liquidità sia la controparte destinataria possono adattare i flussi di prezzi alle proprie esigenze.

Piattaforma di contrattazione multibanca: sistema di contrattazione elettronica che aggrega e distribuisce le quotazioni provenienti da molteplici dealer in cambi.

Overlay management: gestione dell'esposizione valutaria dei portafogli di azioni e obbligazioni internazionali.

Prime brokerage: servizio bancario che consente alla clientela di procurarsi finanziamenti e liquidità di mercato da una pluralità di dealer, mantenendo al tempo stesso un rapporto privilegiato con un unico interlocutore per quanto riguarda il credito, lo stanziamento delle garanzie e il regolamento.

Dealer dichiarante: banca attiva come market-maker (che si impegna ad acquistare e a vendere contratti) che partecipa all'Indagine triennale in qualità di istituzione dichiarante.

Aggregatore al dettaglio: termine utilizzato per i broker-dealer online che fanno affluire alla clientela (singoli individui o istituzioni minori) le quotazioni dei principali dealer del mercato dei cambi e che aggregano un numero contenuto di operazioni al dettaglio.

Sales desk e trading desk: i sales desk mantengono il rapporto con la clientela e si occupano tradizionalmente di allestire le operazioni in cambi, le quali vengono successivamente trasmesse ai trading desk, che provvedono alla loro esecuzione.

Sistema di contrattazione monobanca: sistema di contrattazione elettronica allestito e amministrato da un intermediario in cambi e destinato a essere utilizzato esclusivamente dalla sua clientela.