

Ridimensionamento dei mercati valutari: cause e implicazioni¹

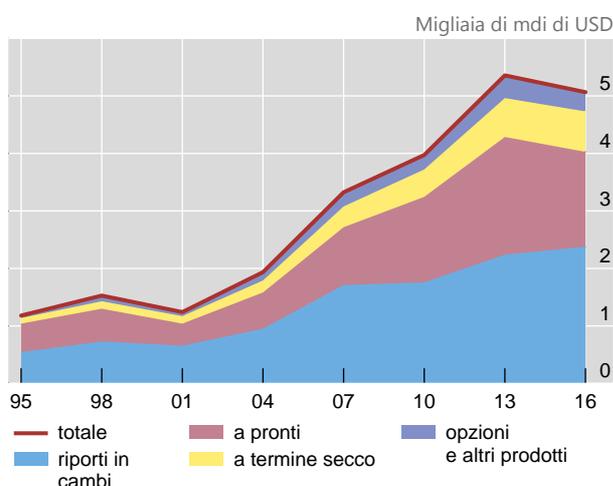
Per la prima volta da 15 anni il volume degli scambi valutari ha registrato una flessione fra un'indagine triennale della BRI e la successiva. La riduzione delle attività di scambio da parte di istituzioni ad alto grado di leva e di operatori finanziari cosiddetti "fast money" e un calo della propensione al rischio hanno contribuito a una flessione significativa dell'attività del mercato a pronti. Tale flessione è stata parzialmente compensata da una più intensa attività in derivati valutari, principalmente a fini di copertura. Molte banche dealer nei mercati dei cambi sono divenute meno disposte ad assumere rischi e hanno rivisto le loro attività di prime brokerage. Allo stesso tempo nuovi operatori non bancari che sfruttano le tecnologie più recenti sono andati rafforzandosi come market-maker e fornitori di liquidità. In tale scenario, la negoziazione valutaria va fondandosi, sempre di più, sulle relazioni, sebbene in forma elettronica. Tali cambiamenti nella composizione degli attori del mercato e dei loro schemi di contrattazione potrebbero in futuro avere notevoli implicazioni per il funzionamento e la resilienza della liquidità nel mercato valutario.

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

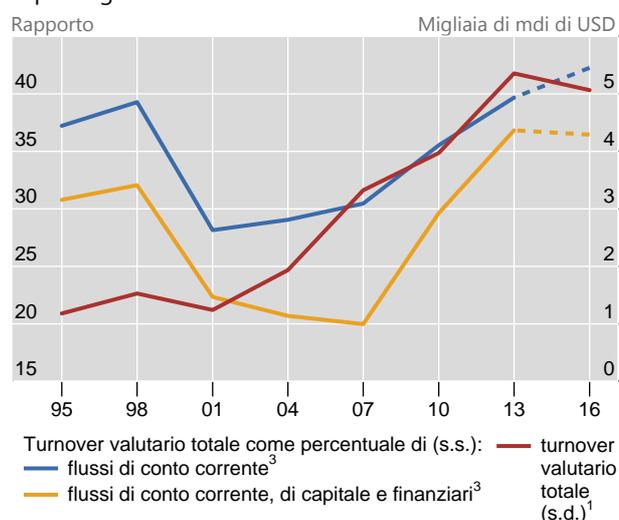
Questo articolo analizza l'evoluzione del volume delle contrattazioni e i cambiamenti strutturali del mercato internazionale dei cambi, alla luce dei risultati dell'indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati (di seguito, "Indagine triennale") per il 2016. Le banche centrali e altre autorità di 52 giurisdizioni hanno partecipato all'indagine del 2016, raccogliendo dati da quasi 1 300 banche e altri intermediari.

Per la prima volta dal 2001, le contrattazioni nei mercati dei cambi internazionali sono diminuite fra un'indagine e la successiva. Gli scambi giornalieri sul mercato valutario internazionale sono scesi a \$5 100 miliardi in aprile 2016, dai \$5 400 miliardi dell'aprile 2013 (grafico 1, diagramma di sinistra). In particolare, le contrattazioni giornaliere a pronti sono calate a \$1 700 miliardi, da \$2 000 miliardi nel 2013. Le negoziazioni della maggior parte dei derivati su valute, in particolare i riporti in cambi,

¹ Gli autori desiderano ringraziare Claudio Borio, Alain Chaboud, Benjamin Cohen, Dietrich Domanski, Robert McCauley, Hyun Song Shin, Christian Upper, Philip Wooldridge e Laurence Wright per le utili osservazioni e suggerimenti, e Angelo Ranaldo per i dati sulla liquidità del mercato valutario. Un prezioso contributo è inoltre provenuto dalle osservazioni e dallo scambio di opinioni con numerosi operatori presso le principali banche intermediarie del mercato, istituzioni acquirenti, market-maker elettronici, broker al dettaglio e piattaforme di contrattazione elettronica. Si ringraziano inoltre Denis Pètre e Tsvetana Spasova per la compilazione dei dati di base e Amy Wood e Ingomar Krohn per l'eccellente assistenza alla ricerca. Le opinioni qui espresse sono quelle degli autori e non corrispondono necessariamente al punto di vista della BRI.

Turnover per strumento¹

Turnover del mercato valutario rispetto ai flussi di capitale giornalieri lordi



¹ Al netto delle duplicazioni nelle operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari (ossia su base "net-net"); medie giornaliere di aprile.

² I flussi lordi giornalieri di capitale sono stimati dividendo la somma annua degli afflussi e dei deflussi per 365. ³ I flussi dei conti corrente, capitale e finanziario per il 2016 sono stimati a partire dalla crescita media annua del 2014 e del 2015.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni degli autori.

hanno invece continuato ad aumentare. Inoltre, le valute di alcune economie emergenti (EME), primi tra tutte il renminbi, hanno guadagnato quote di mercato².

Parte della flessione dell'attività sul mercato dei cambi internazionale può essere ascritta al minor bisogno di negoziazioni valutarie, dato che il commercio internazionale e i flussi di capitale non sono tornati ai tassi di crescita che avevano prima della Grande Crisi Finanziaria (GFC) (grafico 1, diagramma di destra). Tuttavia, le determinanti macroeconomiche convenzionali non possono, da sole, spiegare l'evoluzione dei volumi delle contrattazioni valutarie o la loro composizione per controparte o strumento. Ciò accade in quanto solo una frazione delle transazioni è ascrivibile a esigenze fondamentali di negoziazione. La maggior parte degli scambi riflette invece la gestione del rischio connesso con la detenzione di posizioni da parte degli intermediari dichiaranti, le strategie di negoziazione dei loro clienti e la tecnologia utilizzata per eseguire le operazioni e gestire il rischio.

Quest'articolo esamina tali fattori e cambiamenti strutturali nei modelli di contrattazione che sono alla base dell'attività sui mercati valutari internazionali. I risultati principali possono essere riassunti come segue. La composizione degli attori del mercato è cambiata verso operatori più avversi al rischio. La maggiore propensione a effettuare operazioni valutarie a fini di copertura piuttosto che di assunzione di rischio da parte di questi investitori ha portato a una divergenza fra le negoziazioni nella maggior parte dei derivati su valute e quelle a pronti e in opzioni. Anche i metodi di approvvigionamento di liquidità e di condivisione dei rischi nei mercati dei cambi hanno registrato un'evoluzione. Il numero di banche intermediarie

² Cfr. BRI (2016a) per la pubblicazione delle statistiche provvisorie dei risultati dell'Indagine triennale 2016, che comprendono i dettagli sugli scambi sui mercati valutari fra coppie di divise, strumenti, controparti e sedi di contrattazione.

disposte ad assumere rischi è calato, mentre i market-maker non bancari hanno rafforzato il loro ruolo di fornitori di liquidità, effettuando finanche operazioni di cambio direttamente con gli utenti finali. Questi cambiamenti sono stati accompagnati da complementari evoluzioni nei metodi di esecuzione delle contrattazioni. La struttura del mercato si sta forse spostando, lentamente, verso una forma di negoziazione maggiormente basata sulle relazioni, sebbene sotto forme elettroniche di vario tipo.

Il resto dell'articolo si sviluppa come segue. La prima sezione si concentra sul cambiamento della composizione degli attori del mercato valutario e sulle sue implicazioni per la configurazione dei principali strumenti valutari. La seconda sezione esamina l'evoluzione dei metodi di approvvigionamento di liquidità, la maggiore presenza di market-maker elettronici non bancari e le nuove forme di condivisione del rischio nei mercati valutari all'ingrosso. La terza sezione considera i cambiamenti, collegati ai precedenti, nei metodi di esecuzione degli scambi, che sembrano dirigersi verso modelli di contrattazione elettronica basati sulle relazioni. Le conclusioni evidenziano alcune implicazioni per ciò che attiene alle politiche ed alla stabilità finanziaria.

La mutata composizione dei mercati valutari

Negli ultimi tre anni vi sono stati ampi mutamenti nell'attività dei mercati valutari, per ciò che concerne sia gli operatori sia gli strumenti (tabella 1). Hedge fund, utenti finali non finanziari e banche minori sono ora meno presenti sul mercato. Al contrario, la partecipazione degli investitori istituzionali è aumentata, in particolare a fini di copertura. E alcune strategie algoritmiche basate essenzialmente sulla velocità sono arrivate a un punto di saturazione. Questi cambiamenti hanno contribuito a uno sganciamento degli scambi valutari a pronti da quelli nella maggior parte dei derivati valutari.

Tendenze della partecipazione nel mercato dei cambi

La partecipazione nei mercati valutari si è spostata verso operatori con minor leva finanziaria e maggiore avversione al rischio. Una prima indicazione di tale spostamento è data dall'aumento di un terzo, tra il 2013 e il 2016, delle contrattazioni che coinvolgono investitori istituzionali, come compagnie di assicurazione e fondi pensione (tabella 1). Questi investitori a lungo termine tendono a mostrare meno tolleranza al rischio valutario nei loro portafogli e usano i mercati dei cambi per coprire tali rischi. Di fatto, il volume delle loro contrattazioni di riporti in cambi è aumentato di circa l'80% fino a superare i 250 miliardi di dollari USA al giorno nel 2016.

Un secondo mutamento di un certo rilievo consiste nel fatto che le negoziazioni valutarie condotte attraverso *prime broker*³ hanno registrato un brusco calo rispetto al 2013 – del 22% in totale e quasi del 30% nei mercati a pronti (grafico 2, diagramma di sinistra).

La flessione del prime brokerage è dovuta a una concomitanza di fattori. Dal lato dell'offerta, le banche hanno riconsiderato la redditività della loro attività di prime

³ Per la definizione dei termini tecnici, si veda il glossario BRI (2016b).

Turnover del mercato valutario internazionale nell'aprile 2016, per controparte e strumento

Su base net-net¹, medie giornaliere dell'aprile 2016

Tabella 1

	Turnover nel 2016	Variazione 2013-16	Variazione in percentuale 2013-16
	Mdi di USD		
Mercato valutario internazionale	5 070	-290	-5
per controparte			
Intermediari dichiaranti	2 120	50	2
Altre istituzioni finanziarie	2 560	-250	-9
di cui:			
Banche non dichiaranti	1 110	-160	-13
Investitori istituzionali	800	190	32
Hedge fund e principal trading firms	390	-190	-32
Clienti non finanziari	380	-90	-19
per strumento			
A pronti	1 650	-390	-19
A termine secco	700	20	3
Riporti in cambi	2 380	140	6
Opzioni su valute	250	-80	-24
Swap su valute	80	30	52

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. Turnover e variazione assoluta arrotondati.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali; elaborazioni degli autori.

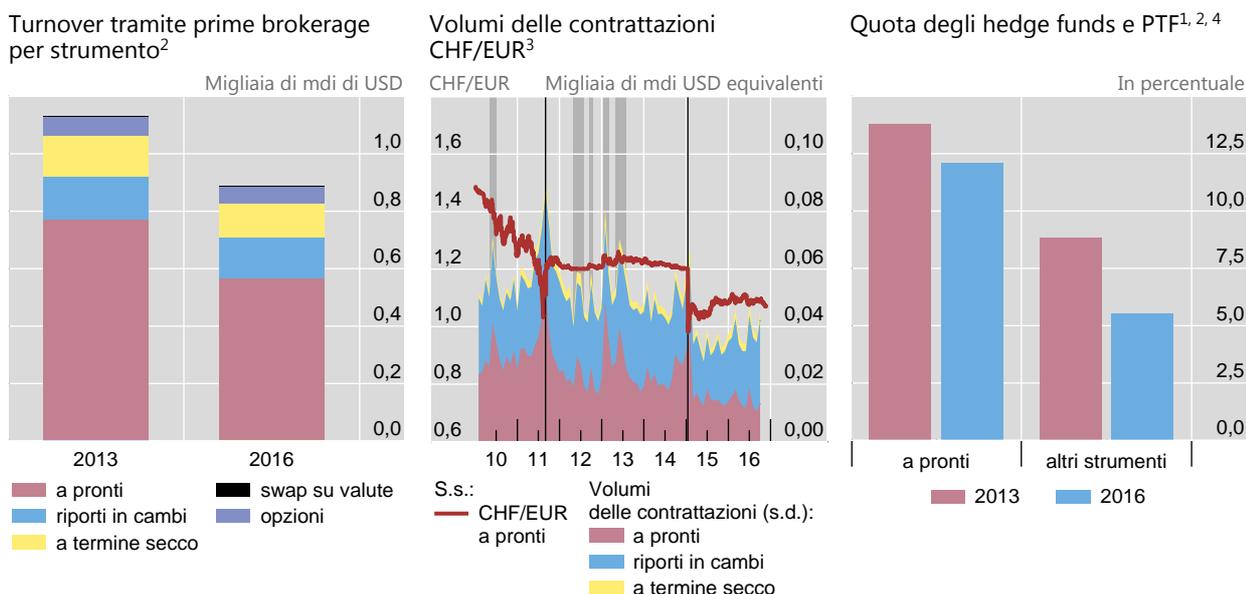
brokerage a seguito delle riforme regolamentari introdotte dopo la GCF, della bassa redditività generale e delle pressioni a una riduzione della leva finanziaria. Alcuni tra i principali prime broker hanno innalzato i requisiti patrimoniali, hanno inasprito le procedure di ammissione e hanno aumentato le commissioni. Inoltre, il comparto del prime brokerage è stato scosso dalle anomale variazioni di prezzo seguite allo sganciamento del franco svizzero dall'euro ad opera della Banca nazionale svizzera il 15 gennaio 2015 (grafico 2, diagramma centrale), che ha indotto le banche intermediarie del mercato dei cambi a prendere ulteriori provvedimenti volti a mitigare i rischi associati al prime brokerage valutario. Alcune interviste confermano che i prime broker si sono focalizzati sul mantenimento di clienti con volumi ingenti, come le grandi principal trading firm (PTF) impegnate nel market-making (si veda oltre), e hanno invece trascurato gli aggregatori al dettaglio, gli hedge fund minori e alcune società di trading ad alta frequenza (HFT).

Dal lato della domanda, la riduzione delle attività di negoziazione da parte di *hedge fund* e *PTF* è stata un fattore chiave della flessione del prime brokerage (grafico 2, diagramma di destra). I rendimenti degli hedge fund sono stati sotto pressione nel periodo successivo alla crisi, con un ulteriore calo delle attività in gestione dopo lo shock del franco svizzero (grafico 3, diagramma di sinistra)⁴. La

⁴ I macro hedge fund mondiali hanno dovuto fronteggiare una bassa volatilità dei mercati dei cambi e un apprezzamento delle tipiche valute di finanziamento carry trade (ovvero quelle con bassi tassi d'interesse), come il franco svizzero e lo yen giapponese. Allo stesso tempo, alcuni investimenti carry

Volumi di prime brokerage, shock del franco svizzero e negoziazioni da parte di hedge fund e PTF¹

Grafico 2



Le aree ombreggiate nel diagramma centrale indicano i sottoperiodi di maggio/giugno 2010 (la BNS abbandona gli interventi precedenti) e del 2012 e 2013 (ripetuti interventi per proteggere il tasso di cambio minimo di 1,20); le linee verticali indicano settembre 2011 e gennaio 2015 (decisioni della BNS sul tasso CHF/EUR).

¹ PTF = principal trading firm ² Al netto delle duplicazioni nelle operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari (ossia su base "net-net"); medie giornaliere di aprile. ³ Attività di negoziazione come segnalato dalle CLS, dati non destagionalizzati. ⁴ In percentuale del turnover, in particolare strumenti valutari in aprile 2013 e 2016.

Fonti: CLS; Datastream; Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni degli autori.

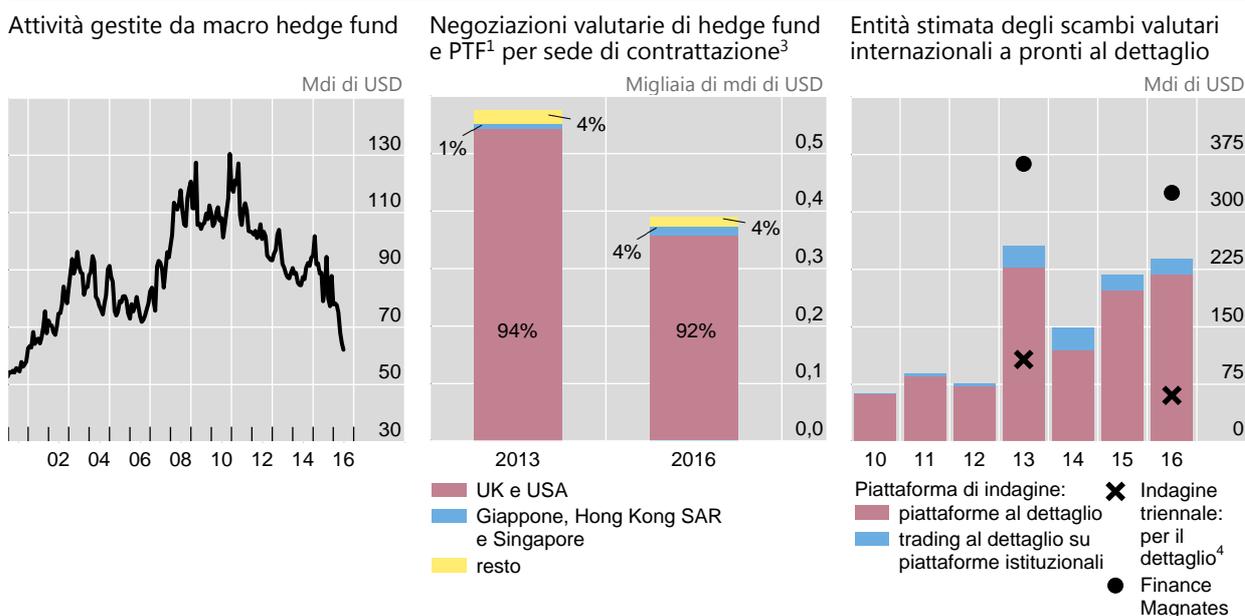
flessione dell'attività delle PTF riflette a sua volta principalmente la saturazione delle strategie delle società HFT, centrate su un'esecuzione delle contrattazioni veloce e aggressiva e su un arbitraggio di breve termine⁵. L'introduzione di "rallentatori di velocità" sotto forma di soglie minime di latenza da parte delle principali piattaforme fra intermediari ha reso meno attrattive tali strategie (si veda oltre).

L'attività di hedge fund e PTF, oltre a registrare un calo in termini aggregati, si è anche spostata sempre di più verso i centri finanziari asiatici, sebbene vi partisse da una base alquanto limitata (grafico 3, pannello centrale). Nello specifico, le contrattazioni valutarie portate a termine da hedge fund e PTF a Londra e New York sono scese rispettivamente del 50 e del 10% ma sono aumentate dell'88% a Hong Kong SAR, sono più che raddoppiate a Singapore e sono triplicate a Tokyo. Ora, il 4% delle negoziazioni da parte di hedge fund e PTF è ascrivibile ai centri finanziari asiatici, dall'1% nel 2013. Questo spostamento riflette in parte l'aumento della liquidità delle valute asiatiche, che induce le PTF a localizzarsi più prossime alle sedi di contrattazione corrispondenti.

Il segmento del *retail brokerage* è stato specialmente colpito da episodi di estrema volatilità perché agli operatori al dettaglio viene tipicamente proposta

trade tradizionali (valute a tassi di interesse elevati come il dollaro australiano, così come varie valute delle EME, tra cui il peso messicano) hanno subito significative pressioni al deprezzamento.

⁵ Per un'analisi del trading HFT sui mercati valutari, cfr. anche Comitato sui mercati (2011); per una trattazione del trading algoritmico nei mercati a reddito fisso, cfr. anche Comitato sui mercati (2016).



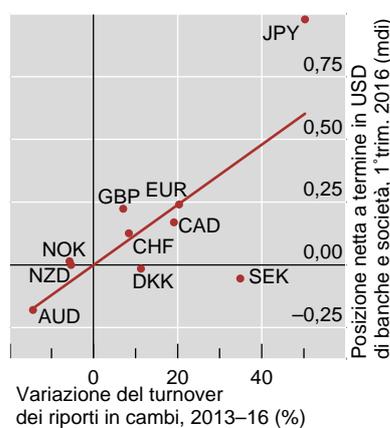
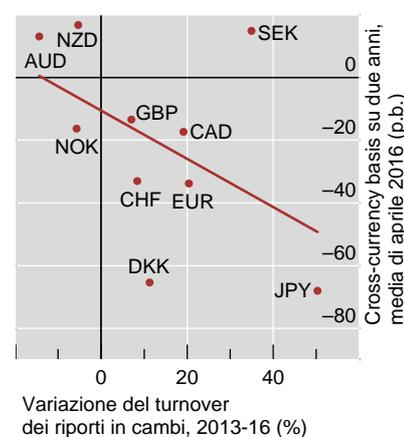
¹ PTF = principal trading firm. ² Macro hedge fund mondiali in dollari USA eccetto quelli incentrati sulle materie prime e discrezionali ³ Contrattazioni valutarie totali al netto delle duplicazioni nelle operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari (ossia su base "net-net"); quota delle contrattazioni valutarie al netto delle duplicazioni delle operazioni locali fra intermediari (ossia su base "net-gross") ⁴ Al netto delle duplicazioni per le operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari (ossia su base "net-net"); medie giornaliere di aprile.

Fonti: Finance Magnates; Hedge Fund Research; Indagine sulle piattaforme di negoziazione della Commissione sui mercati, 2016; Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni degli autori.

un'alta leva finanziaria contro requisiti di margini iniziali minimi. I broker operanti sui margini al dettaglio sono stati quindi particolarmente esposti alle perdite derivanti dalla volatilità che ha seguito l'abbandono dell'ancoraggio del franco svizzero all'euro. Di conseguenza, alcune tra le principali banche intermediarie del mercato dei cambi hanno ridotto la loro esposizione alle piattaforme di retail brokerage. Ciò, a sua volta, ha fatto sì che gli aggregatori retail cercassero sempre più di accedere alle sedi di contrattazione valutaria attraverso una relazione "prime-of-prime", in base alla quale ricevono prime brokerage da parte di una banca non intermediaria, che a sua volta lo riceve da una banca intermediaria del mercato dei cambi. La migrazione delle negoziazioni valutarie al dettaglio verso sedi più prossime alle banche intermediarie del mercato valutario ha contribuito alla flessione degli scambi a pronti classificati come riconducibili al mercato al dettaglio nell'Indagine triennale (grafico 3, diagramma di destra).

Implicazioni sull'attività dei mercati valutarie per strumento

Il calo della leva finanziaria e l'avversione al rischio hanno avuto un impatto anche sull'attività per strumento del mercato valutario. Da un lato, la flessione delle negoziazioni valutarie da parte di soggetti ad alto grado di leva e operatori finanziari di "fast money", come gli hedge fund e alcuni tipi di PTF, ha contribuito a un calo sproporzionato delle contrattazioni a pronti e di quelle sulle opzioni valutarie (tabella 1). Le strategie di negoziazione di questi operatori spesso generano profitti tramite esposizioni orientate ai movimenti valutarie che usano contratti a pronti e

Volumi totali per coppia di valute¹Domanda di copertura e negoziazioni di riporti in cambi^{2, 3}Costi di copertura e contrattazioni di riporti in cambi²

Le linee verticali tratteggiate nel diagramma di sinistra indicano le date delle Indagini triennali.

¹ Le serie di riferimento sono calcolate utilizzando la tecnica descritta in Bech (2012) e Bech e Sobrun (2013). I dati CLS sono destagionalizzati prima dell'applicazione della tecnica; i dati semestrali si riferiscono a osservazioni in aprile e ottobre. ² Al netto delle duplicazioni per le operazioni locali e transfrontaliere fra intermediari (ossia su base "net-net"). ³ Copertura bancaria di attività in dollari USA tramite riporti in cambi stimata come differenza tra le attività e le passività consolidate lorde in dollari USA delle banche dichiaranti alla BRI in ciascuna giurisdizione valutaria; domanda di copertura societaria approssimata dalle consistenze di passività in titoli di debito denominati nelle valute rispettive ed emessi da società non finanziarie con sede negli Stati Uniti (obbligazioni "reverse yankee").

Fonti: Borio et al (2016); indagini della commissione sul mercato dei cambi; Bloomberg; CLS; EBS; Thomson Reuters; statistiche BRI sui titoli di debito, statistiche bancarie internazionali BRI e Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni BRI.

opzioni. Analogamente, le strategie HFT tendono a concentrarsi sugli scambi a pronti a causa della standardizzazione e della liquidità degli strumenti.

Dall'altro lato, effettivamente le negoziazioni di derivati utilizzati per i finanziamenti valutari dalle banche e per le coperture dagli investitori istituzionali e dalle società sono aumentate. In particolare, il turnover di riporti in cambi, lo strumento più scambiato, è salito di un ulteriore 6% (tabella 1). Le contrattazioni di swap su valute (a più lunga scadenza) sono anch'esse aumentate, pur se partendo da un livello relativamente basso (cfr. anche il riquadro B per una descrizione di simili spostamenti nelle operazioni in renminbi).

L'incremento delle negoziazioni di riporti in cambi è stato più marcato nei paesi in cui le esigenze effettive di copertura valutaria di banche e società erano maggiori (grafico 4, diagramma centrale). Le principali aree valutarie che hanno allentato ulteriormente la loro politica monetaria nel 2015 e nel 2016, come l'area dell'euro e il Giappone, hanno registrato un incremento particolarmente brusco del turnover di riporti in cambi contro il dollaro USA (grafico 4, diagramma di sinistra). Ciò è coerente con l'aumento della domanda di riporti in cambi in uno scenario in cui gli investitori ricercano profitto nelle valute ad alto rendimento e i prenditori cercano finanziamento nelle valute a basso rendimento. Allo stesso modo, il turnover dei riporti in cambi dimostra di essere strettamente legato ai costi di copertura del rischio valutario, approssimati dalla cross-currency basis (grafico 4, diagramma di destra), a

indicazione, ancora una volta, della crescita della domanda di riporti in cambi da parte di operatori della copertura valutaria⁶.

Nuovi meccanismi di approvvigionamento di liquidità

Le banche intermediarie hanno adattato i loro modelli di business alla loro ridotta capacità di assumere il rischio e alle maggiori limitazioni poste al trading proprietario. In tale processo, alcune banche intermediarie di alto livello hanno consolidato le loro posizioni come fornitori di liquidità, attraendo ulteriori flussi di clienti, anche da altre banche. Allo stesso tempo, queste principali banche intermediarie del mercato dei cambi hanno anche dovuto affrontare la concorrenza crescente di market-maker elettronici non bancari. Nella composizione di questi ultimi si è osservata una diminuzione di quanti optano per strategie di negoziazione più aggressive basate sulla latenza rispetto a quanti scelgono strategie più passive basate sul market-making. Di conseguenza, tali società hanno registrato un'espansione della propria attività diventando i principali fornitori di liquidità dei mercati dei cambi.

Biforcazione del ruolo delle banche nel market-making del mercato dei cambi

Tra le banche intermediarie, vi è stata un'ulteriore biforcazione tra le poche grandi banche che continuano a voler assumere rischi nel loro bilancio in qualità di obbligati principali e altre istituti che hanno adottato il profilo di agenzie. Le principali banche dealer che intermediano la maggior parte dei flussi di clienti hanno mantenuto il loro ruolo di assimilatrici di ingenti volumi (riquadro C), price-maker e fornitori di liquidità. Molte altre banche agiscono invece sempre di più come società veicolo, procurandosi di fatto liquidità dai maggiori intermediari e trasferendola ai loro clienti. L'assunzione di rischio connesso con la detenzione di posizioni ricade quindi sui principali intermediari del mercato dei cambi.

I dati delle recenti indagini evidenziano questo crescente divario. Da un lato, il numero di banche a cui è riconducibile il 75% delle contrattazioni valutarie è calato ulteriormente dall'ultima Indagine triennale (grafico 5, diagramma di sinistra). Dall'altro lato, la quota di contrattazioni fra intermediari è cresciuta per la prima volta dall'Indagine del 1995 (tabella 1 e grafico 5, diagramma centrale). Se considerati insieme, questi sviluppi indicano che la liquidità fluisce da alcune banche intermediarie di alto livello del mercato valutario alle altre banche.

Questo tipo di negoziazioni inter-dealer tra il centro e la periferia è molto diverso dal classico "hot potato trading" di squilibri in portafoglio, che era solito essere la determinante principale della crescita delle contrattazioni fra intermediari. L'hot potato trading di squilibri valutari in portafoglio, come descritto da Lyons (1997), Evans e Lyons (2002) e Killeen et al (2006), si riferisce alle operazioni anonime tra banche intermediarie tramite broker fra intermediari (si veda oltre). Oggigiorno, i principali intermediari del mercato valutario possono trasmettere flussi di prezzi sulle sedi secondarie o rispondere alle request for quote delle altre banche.

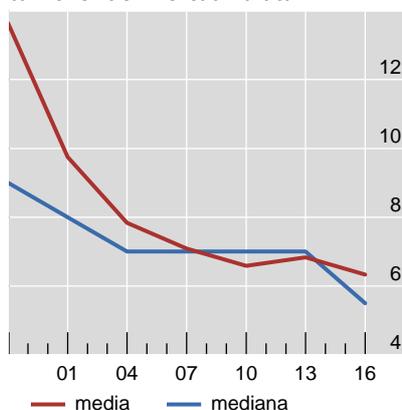
⁶ Cfr. Borio et al (2016) per un'analisi della domanda di copertura valutaria e delle anomalie della cross-currency basis.

Dealer bancari sotto pressione

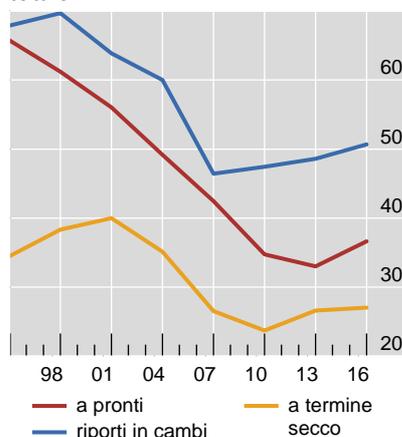
Valori percentuali

Grafico 5

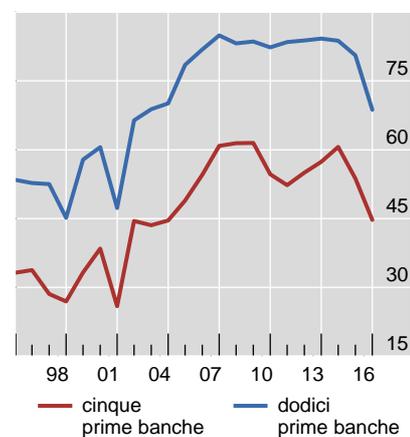
Banche delle giurisdizioni a più elevato trading operanti il 75% del turnover dei mercati valutari^{1,2}



Contrattazioni fra intermediari in percentuale del turnover valutario totale³



Quota delle contrattazioni da parte dei dealer principali⁴



¹ Australia, Brasile, Danimarca, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong SAR, Regno Unito, Singapore, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ² A pronti, a termine secco e riporti in cambi. ³ Al netto delle duplicazioni per le operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari (ossia su base "net-net"); medie giornaliere di aprile. ⁴ Sulla base delle classifiche di Euromoney.

Fonti: Euromoney Foreign Exchange Survey 2016; Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni degli autori.

I market-maker elettronici non bancari si impongono come fornitori di liquidità

Le tecnologie recenti hanno permesso agli attori non bancari del mercato di guadagnare terreno come market-maker e fornitori di liquidità. Se precedentemente si concentravano sulle strategie di HFT, questi market-maker elettronici non bancari sono ora tra i principali fornitori di liquidità nelle maggiori sedi di contrattazione e si stanno imponendo anche nell'e-trading diretto con i clienti⁷. Quando quest'anno, per la prima volta, sono apparsi i soggetti non bancari nelle valutazioni della rivista *Euromoney*, la loro quota nel segmento market-maker era già del 6%. E dato che la maggior parte dei market-maker non bancari non rivela i volumi delle proprie contrattazioni, la loro reale quota di mercato è probabilmente più elevata. Al contrario, la quota delle banche intermediarie di alto livello nelle contrattazioni valutarie totali si è nettamente ridotta (grafico 5, diagramma di destra).

I market-maker elettronici non bancari sono un insieme molto variegato. Alcuni di essi dispongono di un vantaggio comparato nell'internalizzazione di ingenti volumi a causa della loro presenza su diversi mercati. Alcune società usano strategie algoritmiche per coprire la loro esposizione al rischio di cambio con posizioni in altre

⁷ L'insieme diversificato di market-maker elettronici non bancari comprende XTX Markets, Virtu Financial, Citadel Securities, GTS e Jump Trading. L'Indagine triennale riporta il volume delle contrattazioni di questi market-maker in quanto le loro operazioni sono condotte mediante prime-brokerage da una banca intermediaria. Sono attivi sulle piattaforme di trading multilaterali, dove forniscono prezzi agli e-trading desk delle banche, agli aggregatori al dettaglio, agli hedge fund e ai clienti istituzionali. Stando alle fonti di mercato, si stima che il tipico volume giornaliero per società sia all'incirca \$10 miliardi (ascendendo fino a \$40 miliardi per le società di più alto livello), e che questo sarebbe costituito principalmente da contrattazioni a pronti.

classi di attività, come i futures. Altri utilizzano strategie algoritmiche sofisticate, principalmente volte a lucrare differenziali denaro-lettera con un minimo rischio connesso alla detenzione di posizioni. Raggruppando la liquidità fra clienti e sedi di contrattazione, i maggiori market-maker elettronici non bancari possono proporre differenziali denaro-lettera molto stretti sui mercati all'ingrosso e persino ai clienti finali. I fornitori di liquidità non bancari hanno così saputo introdursi in quello che era finora un ambito riservato alle banche intermediarie.

Spostamento verso il trading elettronico basato su relazione

I cambiamenti relativi alla composizione degli attori del mercato, alla fornitura di liquidità e alla condivisione dei rischi nei mercati valutari sono stati accompagnati da quelli inerenti i metodi di esecuzione. I risultati dell'Indagine 2016 suggeriscono che la struttura dei mercati valutari potrebbe stare lentamente passando da un modello di negoziazioni in forma anonima a forme di attività più basate sulle relazioni di controparte. La tradizionale struttura over-the-counter (OTC) dei mercati dei cambi è rimasta piuttosto robusta, sebbene in una forma elettronica più sofisticata. Nel panorama del trading elettronico, vi è stato un significativo spostamento dalle forme di esecuzione elettroniche indirette tramite piattaforme multilaterali⁸ verso forme di negoziazione dirette (o bilaterali) tra un dealer e una controparte (grafico 6, diagramma di sinistra)⁹.

Il trading elettronico basato su relazioni prospera

Le banche intermediarie sembrano essersi focalizzate maggiormente sul mantenimento di una struttura di mercato basata sulle relazioni, nella quale predominano transazioni OTC bilaterali. Il trading bilaterale ha luogo principalmente tramite *piattaforme single-bank di proprietary trading* operate da banche di intermediazione del mercato dei cambi, o mediante flussi elettronici di prezzi attraverso l'application programming interface (API)¹⁰. I clienti, quali le banche regionali minori, possono ottenere liquidità dai soggetti bancari e non bancari internazionali intermediari sul mercato dei cambi ricevendo direttamente le quotazioni tramite un flusso di prezzi dell'API.

⁸ Un esempio sono le piattaforme Reuters Matching e EBS, il cui principale protocollo di negoziazione è il centralised limit order book (CLOB). Anche i soggetti non bancari possono accedere a queste piattaforme mediante una relazione di prime brokerage. Un altro esempio sono gli electronic communication network (ECN) multi-dealer, che permettono ai clienti di negoziare direttamente con vari intermediari, usando una serie di protocolli di trading, come flussi di prezzi da singoli intermediari o request for quote.

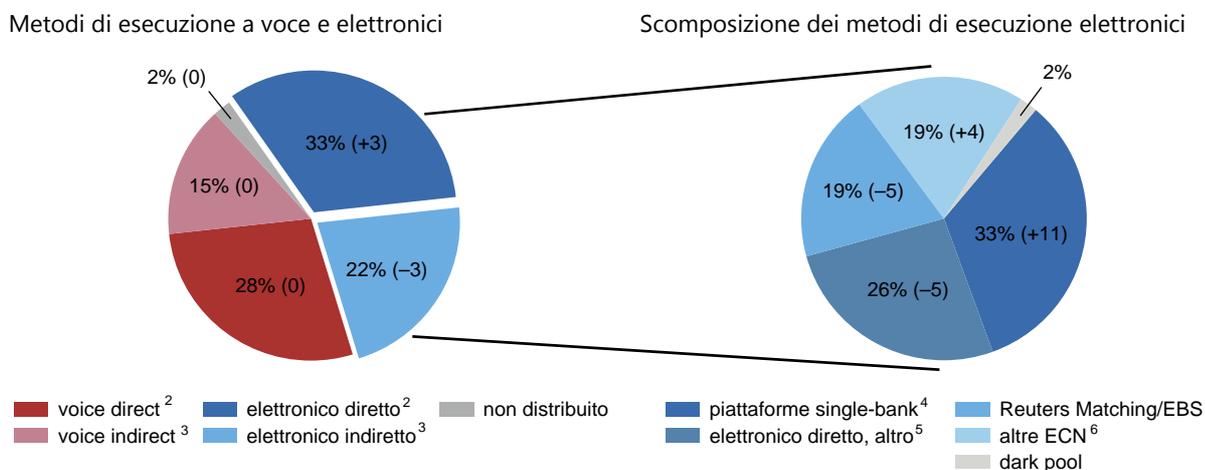
⁹ La conferma della tenuta del voice trading anche nel mercato a pronti suggerisce che gli operatori del mercato a volte preferiscono evitare le sedi di contrattazione elettronica primarie perché si preoccupano dell'impatto sui prezzi e della fuga di informazioni. Un altro modo per minimizzare l'impatto sui prezzi quando si effettuano operazioni ingenti e per evitare alcune controparti, come le società HFT, è il trading tramite dark pool, una categoria introdotta per la prima volta dall'Indagine triennale del 2016. Nell'aprile 2016 esso rappresentava tuttavia una parte relativamente minore dell'attività dei mercati valutari: solo il 2% di tutte le transazioni elettroniche veniva eseguito tramite dark pool.

¹⁰ Alcuni esempi sono Citi Velocity, JPMorgan's Morgan Markets, UBS Neo e Deutsche Bank's Autobahn.

La struttura dei mercati si orienta verso un modello OTC basato su relazioni elettroniche

Base net-net¹, medie giornaliere di aprile; quote percentuali del turnover, in parentesi variazioni nelle quote percentuali dal 2013

Grafico 6



¹ Al netto delle duplicazioni per le operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari. ² Si riferisce a scambi non mediati da terzi. ³ Si riferisce a scambi mediati da terzi – sia broker a voce sia piattaforme elettroniche di mediazione. ⁴ Sistemi di negoziazione single-bank operati da un singolo intermediario. ⁵ Altri metodi di esecuzione elettronica diretta, come flussi di prezzo elettronici diretti. ⁶ Electronic communication network.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni degli autori.

La marcata espansione del trading elettronico diretto è quindi dovuta principalmente a un aumento del 6% nella quota di negoziazioni valutarie totali condotte attraverso le piattaforme single-bank (grafico 6, diagramma di destra e tabella 2). Ciò riflette una concorrenza attiva da parte delle maggiori banche intermedie del mercato valutario per attrarre i clienti buy-side nella loro piattaforma. Ad esempio, le piattaforme delle banche intermedie di alto livello hanno potenziato servizi quali le negoziazioni cross-asset e l'analisi precedente e successiva alla contrattazione.

Gli investimenti delle banche principali nelle proprie piattaforme single-dealer permettono loro di consolidare la posizione come fornitori di liquidità e internalizzatori di ingenti flussi di scambi (riquadro C). Fornendo liquidità ai loro clienti tramite piattaforme di proprietary trading o flussi diretti API, le banche sono spesso in grado di proporre spread più ristretti rispetto a quelli delle principali sedi anonime di contrattazione elettronica, come EBS e Reuters, avvantaggiandosi della riduzione del rischio di negoziazione derivante dall'operare con una controparte più informata¹¹. Inoltre, le banche sono capaci di offrire molteplici flussi di prezzo a diverse tipologie di clienti¹². Questa forma di selettività dei prezzi permette loro di trarre maggiori profitti dal market-making e di continuare a essere redditizi come intermediari.

¹¹ Dunne et al (2015) evidenzia un'inversione analoga per il trading nei mercati del debito sovrano.

¹² I flussi di prezzo con "last look" tendono ad avere gli spread più ristretti in quanto danno ai fornitori di liquidità (in alcune circostanze) la possibilità di rifiutare un ordine anche quando soddisfa la loro quotazione.

Metodo di esecuzione per strumento nel 2016, quote percentuali

Tabella 2

Su base net-net¹, medie giornaliere nell'aprile 2016

	A voce			Elettronico							Non distribuito	
	Diretto ²	Indiretto ³	Totale	Diretto ²			Indiretto ³			Totale		
				Piattaforme single-bank ⁴	Altro ⁵	Totale	Reuters/EBS	Altre ECN	Dark pool			Totale
A pronti	25 (0)	9 (-1)	33 (-1)	25 (11)	18 (-6)	43 (5)	13 (-3)	9 (1)	1	23 (-4)	65 (1)	1 (0)
A termine secco	37 (5)	9 (-5)	45 (0)	16 (3)	17 (-2)	32 (1)	5 (0)	14 (3)	1	20 (-1)	52 (0)	2 (-1)
Riporti in cambi	25 (-1)	20 (0)	45 (-1)	16 (3)	13 (1)	29 (5)	12 (-4)	11 (3)	1	24 (-4)	53 (1)	3 (0)
Swap su valute	35 (2)	22 (6)	57 (8)	4 (-3)	16 (-2)	21 (-4)	3 (-2)	14 (6)	0	18 (-2)	38 (-6)	5 (-2)
Opzioni	48 (5)	24 (6)	73 (11)	10 (4)	6 (-9)	16 (-6)	4 (-1)	6 (-3)	0	10 (-5)	26 (-10)	2 (-1)
Totale	28 (0)	15 (0)	43 (1)	18 (6)	15 (-3)	33 (3)	11 (-3)	11 (2)	1	22 (-3)	55 (0)	2 (0)

Quote percentuali dei volumi totali del mercato dei cambi per ogni segmento di controparte; i totali non sommano a 100 a causa dell'incompletezza dei dati raccolti; i valori tra parentesi indicano la variazione della quota percentuale dall'indagine del 2013; in punti percentuali.

¹ Al netto delle duplicazioni nelle operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari. ² Si riferisce a scambi non mediati da terzi. ³ Si riferisce a scambi mediati da terzi - broker sia a voce sia elettronici. ⁴ Sistemi di negoziazione single-bank operati da un singolo intermediario. ⁵ Altri metodi di esecuzione elettronica diretta, come flussi di prezzo elettronici diretti. ⁶ Electronic communication network.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni degli autori.

In aggiunta, i volumi valutari sono migrati anche verso altri *electronic communication network* (ECN) in cui gli intermediari possono fornire flussi di prezzi o rispondere direttamente ai clienti usando un protocollo di request-for-quote (RFQ)¹³. Di conseguenza, la quota di altre ECN, tra cui le piattaforme multi-bank di trading elettronico come Currenex, Hotspot e FXall, è cresciuta (grafico 6, diagramma di destra, e tabella 2). Tali sedi secondarie di contrattazione multilaterale si occupano di far incontrare i dealer e i clienti finali piuttosto che di intraprendere negoziazioni del tipo "hot potato" fra intermediari e permettono che alcuni aspetti del trading basato sulla relazione siano mantenuti. Pertanto, la loro crescita va di pari passo con la biforcazione tra i modelli di business degli intermediari nel mercato valutario e con l'aumento delle negoziazioni con gli investitori istituzionali.

¹³ In risposta al successo del modello basato su relazioni elettroniche, le piattaforme come EBS hanno introdotto nuove funzioni per permettere il trading elettronico diretto. Tali funzioni offrono delle alternative rispetto al tradizionale protocollo CLOB. Mosso da simili ragioni, Thomson Reuters ha acquistato FXall, una piattaforma di trading multi-bank basata sul protocollo di trading RFQ.

Allontanamento dalle sedi di contrattazione anonime tradizionali

Con il successo del modello di negoziazioni valutarie basate sulle relazioni di clientela, il trading nelle sedi elettroniche primarie si è contratto. Ciò è particolarmente evidente per le piattaforme che si affidano al *centralised limit order book* (CLOB) quale protocollo di trading principale, come EBS e Reuters Matching (tabella 2). Come già detto, il tradizionale trading hot-potato anonimo fra intermediari è stato largamente scalzato dai flussi di liquidità dalle banche intermediarie di alto livello e dai market-maker non bancari verso le banche intermediarie minori sugli ECN che non usano i CLOB come protocollo di contrattazione.

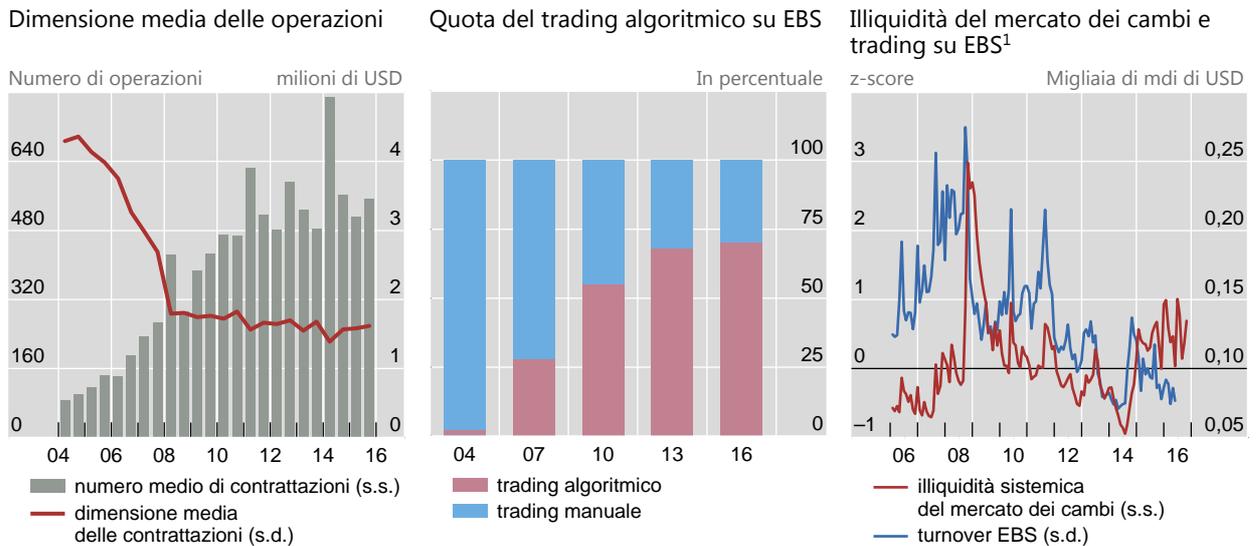
Un altro fattore che ha contribuito al calo delle contrattazioni sulle principali sedi elettroniche è la stabilizzazione delle HFT, dato che EBS e altre piattaforme hanno introdotto “rallentatori di velocità” sotto forma di soglie minime di latenza¹⁴. A ciò si aggiunge, come già detto, la flessione del prime brokerage delle banche per le società HFT. Di fatto, l’entità media delle negoziazioni nelle piattaforme istituzionali non ha subito notevoli variazioni negli ultimi anni, a indicazione che il trading automatizzato si è stabilizzato (grafico 7, diagramma di sinistra). Anche i dati forniti da EBS indicano una stagnazione delle negoziazioni automatizzate negli ultimi tre anni (grafico 7, diagramma centrale). Come spiegato precedentemente, un’importante eccezione è costituita dai market-maker elettronici, inseritisi ora anche nel trading elettronico diretto, laddove in precedenza avevano i CLOB come proprio ambito di riferimento.

Ciò nonostante, le sedi di contrattazione inter-dealer tradizionali continuano a essere fondamentali per il funzionamento del mercato valutario. In primo luogo, le sedi elettroniche come EBS e Reuters Matching hanno un ruolo chiave nell’identificazione dei prezzi. Stando alle fonti di mercato, EBS e Reuters Matching continuano a servire come riferimenti primari per la parametrizzazione dei prezzi delle principali coppie di valute. In secondo luogo, le piattaforme di trading multilaterale forniscono una rete di sicurezza quando le condizioni del mercato valutario peggiorano. Nello specifico, i volumi delle contrattazioni valutarie tornano al CLOB quando aumenta la volatilità o si deteriora la liquidità di mercato, come dimostra l’aumento delle negoziazioni sulle EBS quando diminuisce la liquidità sui mercati dei cambi (grafico 7, diagramma di destra). Questo perché mentre gli intermediari possono internalizzare ingenti flussi valutari e proporre spread più ristretti ai loro clienti nei periodi favorevoli, le loro esigenze di coprire su base anonima nel mercato inter-dealer il rischio connesso alla detenzione di posizioni aumentano bruscamente negli episodi di tensione.

¹⁴ Nel tentativo di tutelarsi dalle HFT, molte grosse banche intermediarie hanno dato impulso per il lancio dell’aprile 2013 della piattaforma di trading ParFX, che applicava pause randomizzate (misurate in millesimi di secondi), note come soglie minime di latenza, agli ordini eseguiti sulla piattaforma. EBS ha a sua volta introdotto una soglia minima di latenza alla coppia AUD/USD nell’agosto 2013, e l’ha poi estesa a varie altre valute nei mesi seguenti. Analogamente, Reuters Matching ha introdotto soglie minime di latenza nel 2014. Tuttavia, è importante notare che, oltre a questi “rallentatori di velocità”, i fornitori delle piattaforme di negoziazione hanno anche corretto altri parametri, tra cui la granularità della determinazione del prezzo (misurata in frazioni di un pip) e il periodo minimo di tempo nel quale un ordine può rimanere nel sistema di matching prima di essere cancellato.

Dimensioni delle operazioni, trading algoritmico e negoziazioni nelle principali sedi inter-dealer

Grafico 7



¹ La misura dell'illiquidità sistemica del mercato dei cambi è di Karnaukh et al (2015) ed è un indicatore standardizzato basato su una misura composta di differenziali denaro-lettera relativi e differenziali denaro-lettera corretti per la varianza della valuta con riferimento a 30 coppie di valute.

Fonti: Karnaukh et al (2015); New York Foreign Exchange Committee; CLS; EBS.

Conclusioni

Questo articolo esplora le principali determinanti della flessione dei volumi delle operazioni in cambi internazionali dall'ultima Indagine triennale del 2013, analizzando una serie di cambiamenti strutturali dell'ecosistema del mercato così come le implicazioni per il suo funzionamento.

La flessione del commercio mondiale e dei flussi di capitale degli ultimi anni spiega una parte del calo dell'attività del mercato dei cambi a pronti. Un ruolo importante hanno avuto anche la divergenza tra le politiche monetarie delle principali aree valutarie e l'aumento degli investitori a lungo termine nei mercati dei cambi. Questi fattori hanno portato alla crescita dei volumi delle contrattazioni a fini di copertura e di gestione della liquidità piuttosto che per l'assunzione di rischi valutari. I due principali strumenti valutari, i contratti a pronti e i riporti in cambi, sono stati di conseguenza sospinti in direzioni diverse. Hanno contribuito a questa evoluzione anche i cambiamenti che hanno interessato la struttura del mercato dei cambi. Il calo del prime brokerage è stato associato a quello delle contrattazioni da parte degli hedge fund e delle principal trading firm, il che ha portato alla contrazione dei volumi dei mercati a pronti.

Nel trading valutario all'ingrosso si è assistito a una più marcata biforcazione nella fornitura di liquidità fra intermediari. Se alcune banche sono riuscite a costruire il loro modello di business basandosi sull'internalizzazione del flusso clienti e l'assunzione di rischio, altre operano semplicemente come società veicolo adottando il profilo di agenzie. In questo contesto, si è affermato il modello OTC basato su relazione elettronica, mentre il volume delle contrattazioni all'ingrosso nelle primarie

sedi elettroniche è sceso. Inoltre, gli intermediari bancari hanno dovuto affrontare la concorrenza crescente dei market-maker elettronici. Alcuni di questi operatori tecnologici si sono anche affermati come internalizzatori di flusso, ma la maggior parte dei market-maker non bancari spesso non aggiunge al mercato molta capacità di assorbimento del rischio.

Tali cambiamenti nella composizione degli attori del mercato e dei loro metodi di contrattazione potrebbero influire sul funzionamento del mercato. Se il trading basato sulla relazione diretta dealer-clienti sulle diverse sedi di contrattazione elettronica permette spread più bassi in un mercato stabile, per il futuro sarà necessario valutare la sua capacità di tenuta negli episodi di tensione. Per esempio, i market-maker non bancari potrebbero trovarsi più esposti al rischio di correlazione tra le classi di attività. Si è inoltre osservato che sono aumentati gli episodi di improvvisa volatilità e gli eventi lampo. Indicazioni preliminari suggeriscono che, al deteriorarsi delle condizioni del mercato, gli operatori si affrettano a rivolgersi alle tradizionali sedi di contrattazione multilaterali anonime. Pertanto, risulta ancora incerto quanto l'assetto che si va definendo per i mercati valutari sia efficace ai fini della condivisione del rischio. Ogni cambiamento di rilievo nelle condizioni di liquidità potrebbe avere un impatto sul rischio di mercato e sull'efficacia delle strategie di copertura delle società, degli asset manager e di altri clienti finali del mercato dei cambi.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2016a): *"Foreign exchange turnover in April 2016"*, *Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati*, settembre.

——— (2016b): *"Glossario"*, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

Bech, M. (2012): *"Il volume delle operazioni in cambi tra la crisi finanziaria e oggi"*, *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, versione integrale disponibile solo in inglese.

Bech, M., A. Illes, U. Lewrick e A. Schrimpf (2016): *"La fine del telefono: sviluppo e conseguenze del trading elettronico nei mercati del reddito fisso"*, *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, versione integrale disponibile solo in inglese.

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, versione integrale disponibile solo in inglese.

Borio, C., R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko (2016): *"Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis"*, *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, versione integrale disponibile solo in inglese.

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

——— (2016): *Electronic trading in fixed income markets*, gennaio.

Dunne, P., H. Hau e M. Moore (2015): *Journal of the European Economic Association*, vol. 13, n. 5, pagg. 770–804.

Ehlers, T., F. Packer e F. Zhu (2016): *"The changing landscape of RMB offshore and onshore markets"*, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, versione integrale disponibile solo in inglese.

- Evans, M. e R. Lyons (2002): "Order flow and exchange rate dynamics", *Journal of Political Economy*, vol. 110, n. 1.
- Karnaukh, N., A. Ranaldo e P. Söderlind P. (2015): "Understanding FX liquidity", *Review of Financial Studies*, vol. 28, n. 11, pagg. 3073–108.
- Killeen, W., R. Lyons e M. Moore (2006): "Fixed versus flexible: lessons from EMS order flow", *Journal of International Money and Finance*, n. 25, pagg. 551–79.
- 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.
- Lyons, R. (1997): "A simultaneous trade model of the foreign exchange hot potato", *Journal of International Economics*, n. 42, pagg. 275–298.
- McCauley, R. e C. Shu (2016): "Non-deliverable forward: impatto dell'internalizzazione valutaria e della riforma dei mercati dei derivati", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, versione integrale disponibile solo in inglese.
- Melvin, M. e J. Prins (2015): "Equity hedging and exchange rates at the London 4 p.m. fix", *Journal of Financial Markets*, n. 22, pagg. 50–72.
- Menkveld, A. (2013): "High frequency trading and the new market makers", *Journal of Financial Markets*, vol. 16, n. 4, pagg. 712–40.
- Michelberger, P. e J. Witte (2016): "Foreign exchange market microstructure and the WM/Reuters 4 pm fix", *The Journal of Finance and Data Science*, vol. 2, n. 1, pagg. 26–41.
- Rime, D. e A. Schrimpf (2013): "Anatomia del mercato internazionale dei cambi alla luce dell'Indagine triennale per il 2013", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

Determinanti del turnover aggregato del mercato valutario

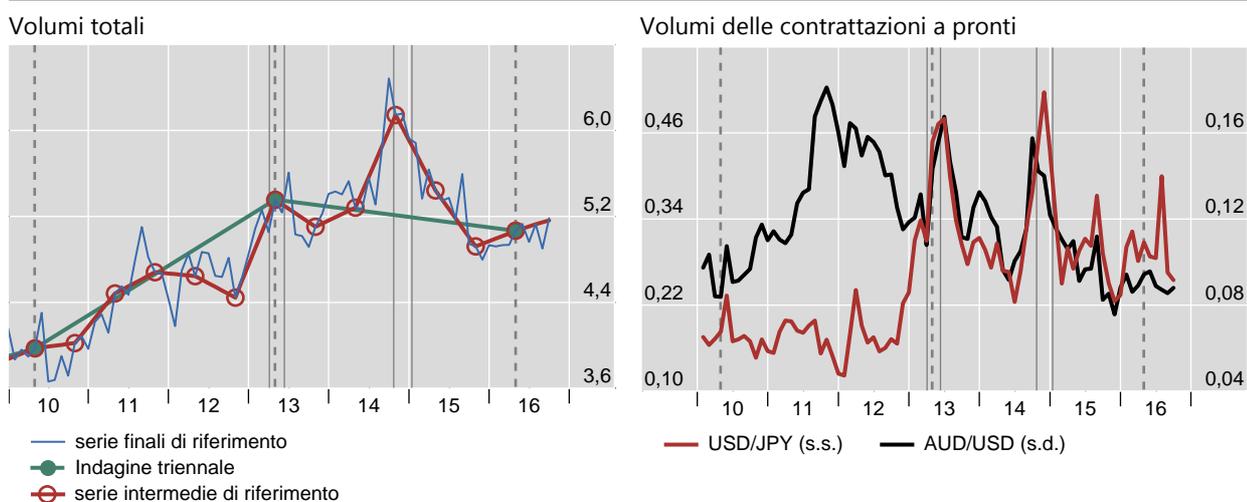
Il contesto macroeconomico ha portato a una moderazione della domanda sottostante le contrattazioni valutarie (a pronti). Dal 2013, vi è stata una flessione del commercio internazionale (in rapporto al PIL) e dei flussi di capitale mondiali. Il turnover del mercato valutario internazionale ha pertanto registrato una buona tenuta rispetto alle esigenze di negoziazione per i conti correnti, di capitale e finanziari lordi (grafico 1, diagramma di destra). Le negoziazioni con i clienti non finanziari sono scese di circa il 20% (tabella 1), un altro segnale della flessione delle transazioni valutarie associata al commercio mondiale.

La contrazione complessiva del turnover cela sfumature significative riguardo le dinamiche delle contrattazioni valutarie tra l'Indagine triennale del 2013 e quella del 2016. Per coglierle, si può seguire l'approccio di Bech (2012) e Bech e Sobrun (2013) e calcolare le misure dei volumi valutari di riferimento usando varie fonti, tra cui le indagini sui mercati valutari condotte più frequentemente da apposite commissioni regionali, le informazioni provenienti dalle principali piattaforme elettroniche di scambio e i volumi di regolamento CLS. La prospettiva a più alta frequenza rivela un calo ancora più marcato dell'attività di negoziazione. L'attività dei mercati valutari ha effettivamente raggiunto un picco di \$6 500 miliardi giornalieri a settembre 2014 (grafico A, diagramma di sinistra). Successivamente, i volumi sono scesi drasticamente, fino a meno di \$5 000 miliardi al giorno nel novembre 2015, per poi registrare una lieve ripresa nell'aprile 2016.

Evoluzione dei volumi delle contrattazioni valutarie di riferimento ad alta frequenza¹

Base net-net,² in migliaia di miliardi di dollari USA equivalenti

Grafico A



Le linee verticali tratteggiate indicano le date in cui le Indagini triennali sono state condotte; le linee continue verticali indicano gli importanti annunci di politica monetaria di aprile 2013 (quantitative easing della Bank of Japan), giugno 2013 (maggio/giugno tapering negli Stati Uniti e notizie sul fixing del tasso WM/Reuters), ottobre 2014 (espansione del quantitative easing della Bank of Japan) e gennaio 2015 (abbandono dell'ancoraggio del franco svizzero).

¹ Le serie di riferimento sono calcolate utilizzando la tecnica descritta in Bech (2012) e Bech e Sobrun (2013). I dati CLS sono destagionalizzati prima dell'applicazione della tecnica; i dati semestrali si riferiscono alle osservazioni di aprile e ottobre. ² Al netto delle duplicazioni per le operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari. ³ Sulla base delle scomposizioni in base alle coppie di valute provenienti dalle Commissioni sui mercati valutari di Australia, Londra, New York, Singapore e Tokyo.

Fonti: Indagini delle Commissioni su mercati valutari; CLS; CME; EBS; Hotspot FX; Thomson Reuters; Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni BRI.

All'origine di questo calo sembrano esservi diversi fattori, alcuni dei quali sono riconducibili alle politiche delle banche centrali. La precedente Indagine triennale era stata condotta in un contesto di incremento dell'attività sul mercato dei cambi sulla scia delle misure di allentamento monetario della Bank of Japan nell'aprile 2013 (Rime e

Schrimpf (2013)). Le negoziazioni valutarie avevano poi continuato ad aumentare fino a giugno 2013, ovvero fino allo scandalo sul fixing del tasso WM/Reuters, coinciso con il "taper tantrum" in base al quale crebbero le aspettative di un graduale ridimensionamento da parte della Federal Reserve dei propri acquisti di attività finanziarie. I volumi delle negoziazioni si sono ripresi nella seconda metà del 2014, in seguito all'ulteriore allentamento della politica monetaria della BCE, che includeva l'introduzione di tassi ufficiali negativi, e all'espansione del programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo (QQE) da parte della Bank of Japan nell'ottobre di quell'anno. Di fatto, le principali innovazioni di politica monetaria introdotte dalla Bank of Japan sembrano aver provocato un incremento dell'attività di trading nella coppia di valute JPY/USD e negli incroci collegati, quali la coppia AUD/USD (grafico A, diagramma di destra). Ciò ha a sua volta contribuito all'impennata dell'attività totale del mercato dei cambi internazionale.

I volumi aggregati sono stati anch'essi trainati dall'interazione di vari sviluppi macroeconomici con quelli microeconomici analizzati in questo articolo. Le variazioni di prezzo anomale che hanno seguito l'abbandono dell'ancoraggio del franco svizzero all'euro da parte della Banca nazionale svizzera, il 15 gennaio 2015, hanno scosso il settore del prime brokerage, spingendo i prime broker ad aumentare le commissioni e a ridurre i clienti. Ciò ha fatto diminuire ulteriormente la partecipazione degli hedge fund e di altri operatori ad alta leva finanziaria nei mercati dei cambi, dato che già stavano avendo bassi rendimenti. Alcune banche hanno anche ridotto la loro esposizione alle piattaforme di brokerage sui margini al dettaglio, il che ha influito negativamente sull'accesso al mercato degli aggregatori retail. Anche per le società di trading ad alta frequenza (HFT) l'accesso al mercato dei cambi è stato più difficile dopo il calo del prime brokerage, ma anche a seguito di varie misure, attuate dalle principali sedi di contrattazione dalla metà del 2013, volte a frenare l'attività HFT. L'insieme di questi sviluppi ha esercitato un impatto più che proporzionale sulle contrattazioni a pronti perché i citati operatori di mercato ricercano profitti assumendo posizioni aperte in valuta o, nel caso delle società HFT, si concentrano sugli strumenti più liquidi.

Le negoziazioni di riporti in cambi sono invece aumentate grazie alla crescita dell'attività di copertura valutaria da parte di investitori istituzionali a lungo termine, che hanno ricomposto i loro portafogli internazionali a fronte dei programmi di quantitative easing delle banche centrali. Analogamente, è aumentata la liquidità valutaria gestita dalle banche intermediarie, dato che i tassi del mercato monetario e gli spread creditizi nelle principali divise hanno avuto andamenti divergenti, contribuendo all'incremento del turnover dei riporti in cambi.

La crescita e la finanziarizzazione del renminbi

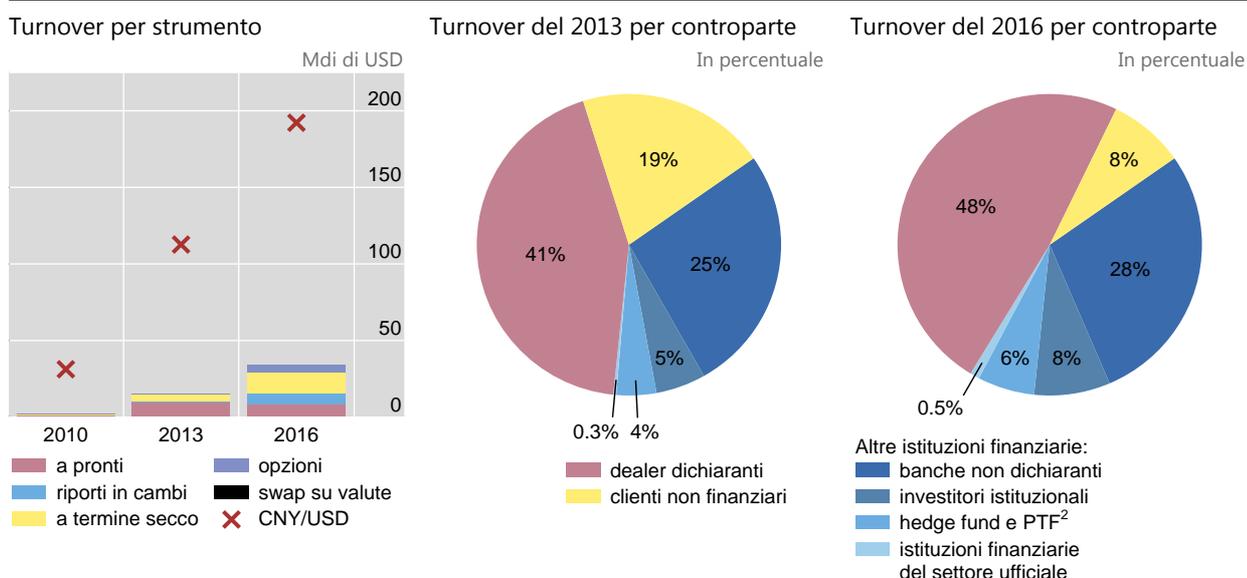
Gli scambi in renminbi sono pressoché raddoppiati ogni tre anni nel corso degli ultimi quindici anni (grafico B, diagramma di sinistra). Il turnover totale giornaliero ha superato i \$200 milioni, ossia il 4% delle contrattazioni valutarie internazionali totali. Ciò rende la moneta cinese l'ottava valuta più scambiata al mondo, prima del peso messicano e subito dopo il franco svizzero e il dollaro canadese.

Oltre all'incremento delle contrattazioni complessive riguardanti il renminbi, è aumentato anche il suo uso come supporto alle transazioni finanziarie piuttosto che commerciali. Nel passato, la maggior parte del contenuto turnover in renminbi consisteva in transazioni a pronti. L'Indagine triennale rivela che i contratti a pronti ora rappresentano meno della metà degli scambi totali, mentre la quota di negoziazioni di riporti in cambi ha raggiunto il 40%. Parallelamente, le contrattazioni presso le istituzioni finanziarie sono ora molto più prevalenti, mentre la quota degli scambi in renminbi con clienti non finanziari ha subito un netto calo, passando dal 19% nel 2013 all'8% nel 2016 (grafico B, diagrammi centrale e di destra). La coppia CNY/USD continua comunque ad essere preminente: il 95% delle negoziazioni sul renminbi avviene contro il dollaro, mentre nelle altre coppie con il CNY non vi è liquidità considerevole.

La crescita del renminbi è accompagnata da una maggiore finanziarizzazione

Su base net-net¹, medie giornaliere in aprile

Grafico B



¹ Al netto delle duplicazioni per le operazioni transfrontaliere e locali fra intermediari. ² PTF = principal trading firm.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni degli autori.

I volumi delle contrattazioni in renminbi stanno crescendo rapidamente e la valuta sta diventando più finanziarizzata. Le quote delle contrattazioni in derivati rispetto a quelle a pronti, e delle controparti finanziarie rispetto a quelle non finanziarie, si stanno avvicinando alle corrispettive quote delle monete affermate e liquide. Inoltre, secondo McCauley e Shu (2016), in linea con l'internazionalizzazione del renminbi, le negoziazioni offshore di contratti a termine con possibilità di consegna denominati in tale moneta sono aumentate significativamente, mentre quelle di contratti a termine senza possibilità di consegna hanno registrato una flessione rispetto alla precedente Indagine. Tuttavia, permangono impedimenti alla completa internazionalizzazione del renminbi. Tra questi, oltre alla bassa liquidità al di fuori della coppia CNY/USD, figurano i controlli sui movimenti di capitali, la disparità tra i tassi di cambio offshore e onshore e la mancanza dei requisiti necessari per il regolamento CLS. Allo stesso tempo la rapida espansione delle negoziazioni in renminbi e lo sviluppo dei mercati finanziari collegati (Ehlers et al (2016)) suggeriscono che questi ostacoli potrebbero essere rimossi più rapidamente di quanto ci si possa attendere.

Quanto sono elevati i rapporti di internalizzazione delle negoziazioni degli intermediari del mercato dei cambi?

L'internalizzazione è il processo secondo cui gli intermediari cercano di compensare nei propri portafogli i flussi clienti che si susseguono invece di coprirli immediatamente nel mercato inter-dealer.¹ Finora, ci sono stati pochi dati affidabili su questo fenomeno. Le analisi hanno spesso fatto affidamento su informazioni ottenute tramite contatti di mercato. L'indagine del 2016 ha avuto fra gli obiettivi anche quello di affrontare questa lacuna informativa tramite un quesito supplementare sull'internalizzazione delle negoziazioni.

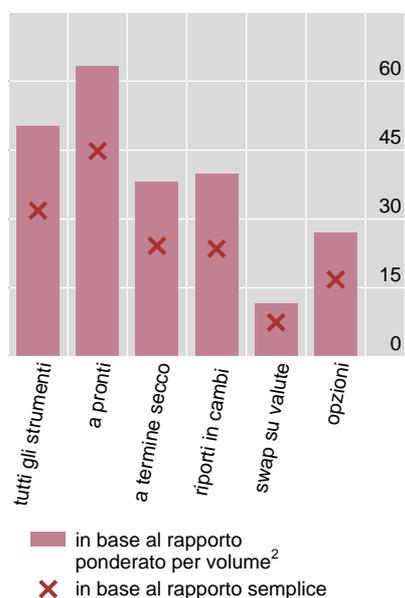
La biforcazione della fornitura di liquidità, come descritta nel testo principale di questo articolo, ha comportato che solo un numero ridotto di intermediari bancari abbia consolidato la propria funzione di internalizzazione di flussi. Questo piccolo gruppo di banche internazionali ha affrontato la concorrenza crescente dei sofisticati fornitori di liquidità tecnologici non bancari, alcuni dei quali sono divenuti anche internalizzatori. Dato che questi grossi internalizzatori sono diventati di fatto ampi pool di liquidità, le loro esigenze di gestire il rischio connesso alla detenzione di posizioni tramite l'hot potato trading sono diminuite, contribuendo al calo del turnover in sedi come EBS e Reuters. La diminuzione della quota di contrattazioni fra intermediari osservata tra il 1995 e il 2013 (grafico 5, diagramma centrale) è stata anch'essa in parte ricondotta a un aumento dell'internalizzazione delle transazioni. Tuttavia, pur se viene riconosciuto il forte impatto dell'internalizzazione sulla struttura del mercato, è stato sempre problematico disporre di dati quantitativi su questo importante fenomeno.

Internalizzazione delle operazioni nei segmenti di mercato e nei centri finanziari

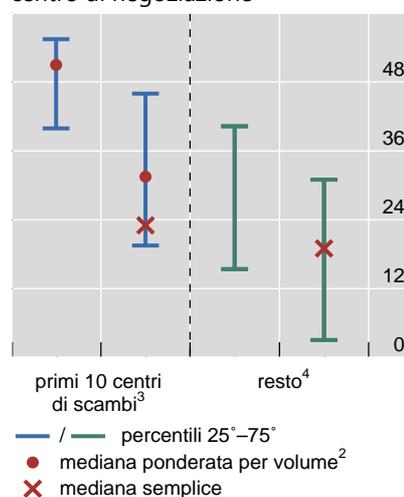
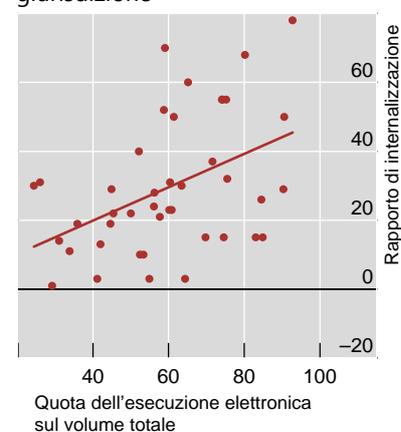
In percentuale

Grafico C

Internalizzazione delle operazioni per strumento



Rapporti di internalizzazione, distribuzione per dimensione del centro di negoziazione

Internalizzazione delle operazioni ed esecuzione elettronica, per giurisdizione⁵

¹ Volume internalizzato per ciascuno strumento calcolato come il prodotto tra il volume di turnover medio in ciascuno strumento nell'aprile 2016 (su base net-gross) in ciascuna giurisdizione e il rapporto di internalizzazione corrispondente. Per ciascuno strumento, il rapporto di internalizzazione aggregato per strumento è calcolato come la somma del volume di turnover internalizzato nelle giurisdizioni dichiaranti divisa per la somma del volume totale di turnover nelle giurisdizioni dichiaranti. ² Ponderato per i volumi delle contrattazioni di ciascun intermediario dichiarante, eccetto i volumi nulli e i non dichiaranti. ³ Australia, Danimarca, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong SAR, Regno Unito, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. ⁴ Le 40 giurisdizioni restanti che hanno fornito indici di internalizzazione. ⁵ Le giurisdizioni con almeno uno degli indici uguale allo zero sono state escluse.

Fonti: Indagine triennale delle banche centrali della BRI; elaborazioni degli autori.

Non sorprende che, stando all'Indagine triennale, i rapporti di internalizzazione per le operazioni a pronti siano i più elevati, al 63% (grafico C, diagramma di sinistra). Le contrattazioni a pronti sono lo strumento più standardizzato e il segmento del mercato valutario con maggiore radicazione del trading elettronico. Tuttavia, queste cifre aggregate celano un elevato grado di eterogeneità tra banche e giurisdizioni. Gli internalizzatori con una forte attività nel mercato dei cambi elettronico possono registrare rapporti di internalizzazione più elevati (anche sopra il 90% in alcune coppie di valute principali). Il fatto che la capacità di internalizzazione sia una caratteristica delle grandi banche intermedie può essere confermato osservando quanto i rapporti di internalizzazione siano molto più bassi quando non ponderati per i volumi delle contrattazioni delle banche dichiaranti (diagramma di sinistra e diagramma centrale). Se l'internalizzazione è più marcata nelle operazioni a pronti, anche altri strumenti valutari importanti presentano rapporti di internalizzazione piuttosto elevati (circa il 40% sia per i contratti a termine secco sia per i riporti in cambi).

Una scomposizione su base locale suggerisce che i rapporti di internalizzazione tendono in generale a essere più elevati per i centri di contrattazione valutari più grossi (grafico C, diagramma centrale). Un insieme grande e diversificato di clienti è fondamentale per il buon funzionamento di un modello di business basato sull'internalizzazione e tale base clienti è servita più facilmente via un centro di trading valutario principale. Da una prospettiva di gestione del rischio, un modello di business basato sull'internalizzazione è più facile da attuare quando i trading desk elettronici della banca attraggono un grosso flusso clienti. Perciò, come ci si può aspettare, una comparazione tra le giurisdizioni mostra che il rapporto di internalizzazione dei dealer del mercato dei cambi è positivamente correlato con la proliferazione del trading elettronico (diagramma di destra).

① I fornitori di liquidità bancari e non bancari che adottano un modello di internalizzazione traggono vantaggio dall'accesso a ingenti volumi di flussi di ordini da parte di un gruppo variegato di clienti. Piuttosto che trasferire immediatamente il rischio di detenzione di posizioni accumulato da operazioni con la clientela tramite il mercato inter-dealer, gli internalizzatori di flussi possono tenere le posizioni aperte per un breve periodo (spesso non più che pochi minuti) prima di compensarle con i flussi di un altro cliente. Internalizzando le operazioni in questo modo possono beneficiare del differenziale denaro-lettera senza dover assumere un rischio elevato, poiché i flussi compensativi da parte della clientela entrano pressoché di continuo.