

Contrattazioni di valute asiatiche¹

Fra il 2001 e il 2004 la crescita degli scambi di divise asiatiche è stata superiore a quella dei volumi complessivi mondiali, e particolarmente elevata nel caso del renminbi. Le aspettative riguardo alla moneta cinese sembrano oggi affiancarsi agli andamenti del cambio a pronti dollaro/yen nell'influenzare i mercati valutari dell'Asia. Le negoziazioni delle divise di paesi asiatici con regimi valutari più flessibili appaiono seguire un orientamento basato sui rispettivi tassi di cambio effettivi.

Classificazione JEL: F31, F36

L'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati condotta nell'aprile 2004 ha confermato la crescita estremamente rapida delle operazioni valutarie aventi ad oggetto varie divise dell'Asia. Se il volume globale delle contrattazioni in cambi è aumentato del 57% a tassi di cambio correnti e del 36% a tassi costanti, ancor più rapidamente è salita l'attività in gran parte delle principali valute asiatiche, specie quella in renminbi.

Questa evoluzione solleva tre interrogativi. Cosa ha determinato l'espansione del turnover nelle divise asiatiche nei tre anni successivi all'Indagine del 2001 e, in particolare, come si spiegano i diversi ritmi di crescita delle varie monete? È possibile che l'incremento straordinariamente rapido delle contrattazioni in renminbi preluda a una maggiore influenza di questa moneta sui mercati dei cambi in Asia? Quali conseguenze potrebbe avere l'influsso del renminbi sul profilo degli scambi di valute asiatiche?

Il presente contributo monografico descrive anzitutto il rapido aumento del turnover in valute asiatiche registrato fra il 2001 e il 2004, rapportandolo all'effetto congiunto di fattori globali (quali la corsa ai rendimenti) e di un ispessimento di lungo periodo dei mercati finanziari in Asia. Lo studio prende poi in esame l'influenza apparentemente crescente del renminbi sul profilo delle contrattazioni nelle divise asiatiche. L'evolversi delle attese sul tasso dollaro/renminbi mostrerebbe un grado significativo di comovimento con il cambio fra le altre valute della regione e la moneta statunitense, come già si osservava per il tasso a pronti dollaro/yen. Tale riscontro contrasta con

¹ Le opinioni espresse in questo studio sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringraziano Claudio Borio, Gabriele Galati e Frank Packer per le loro osservazioni. San Sau Fung, Paola Gallardo, Carlos Mallo, Les Skoczylas e Jhuvesh Sobrun hanno fornito il supporto analitico.

l'opinione prevalente secondo cui le monete dell'Asia graviterebbero tutte nel blocco del dollaro, indicando invece la possibilità che le contrattazioni valutarie asiatiche riflettano in misura crescente l'andamento dei tassi di cambio effettivi.

Si intensificano gli scambi di valute asiatiche

Rispetto al totale delle contrattazioni valutarie globali, fra il 2001 e il 2004 gli scambi di divise asiatiche sui mercati valutari tradizionali hanno registrato di norma tassi di crescita notevolmente più elevati (tabella 1), non di rado superiori al 100%. L'incremento è stato particolarmente sostenuto nel caso del renminbi e della rupia indonesiana², mentre si è collocato su livelli inferiori a quelli del totale globale per i dollari di Hong Kong e di Singapore e per il ringgit malese, che costituiscono le principali eccezioni al quadro generale sopra delineato. Durante lo stesso periodo anche il turnover in yen giapponesi ha seguito una dinamica piuttosto lenta, sia in termini assoluti che in rapporto ad altre importanti valute.

Forte crescita delle contrattazioni sui mercati valutari asiatici ...

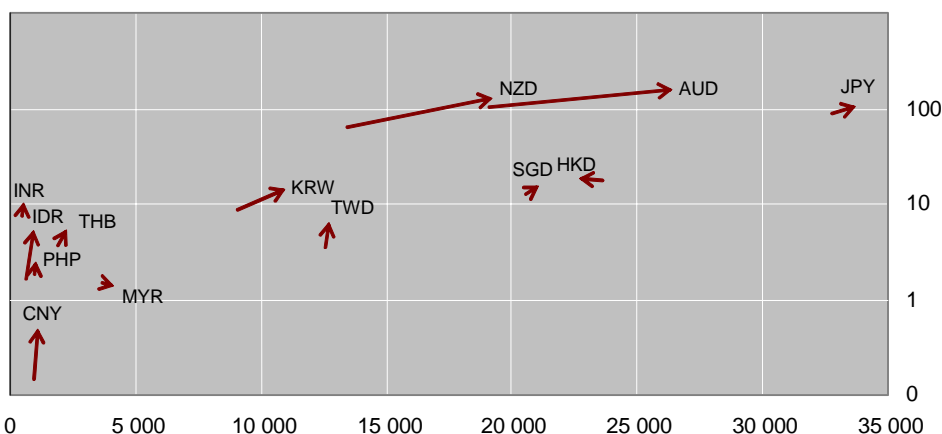
Turnover sui mercati valutari tradizionali della regione Asia-Pacifico, aprile 2004 ¹					
medie giornaliere, in milioni di dollari USA					
	A pronti	A termine ²	Swap	Totale	Crescita dal 2001 (in %)
Dollaro australiano	28 539	9 788	58 796	97 123	96
Renminbi cinese	992	811	9	1 812	530 ³
Won coreano	10 510	6 048	4 592	21 151	117
Peso filippino	345	232	188	765	52
Yen giapponese	130 382	47 135	181 715	359 231	35
Dollaro di Hong Kong	6 827	2 221	24 133	33 181	21
Rupia indiana	2 877	1 531	1 658	6 066	114
Rupia indonesiana	760	267	1 025	2 051	283
Ringgit malese	351	237	399	987	7
Dollaro neozelandese	4 018	1 462	12 181	17 661	163
Dollaro di Singapore	5 177	1 242	10 591	17 010	32
Nuovo dollaro taiwanese	3 607	2 798	856	7 261	129
Baht thailandese	1 333	490	1 669	3 492	88
<i>Per memoria:</i>					
dollaro USA	528 639	170 357	874 083	1 573 080	48
euro	272 887	88 243	298 231	659 361	49
sterlina britannica	82 839	31 338	185 241	299 417	93
dollaro canadese	23 696	8 947	41 930	74 573	43

¹ Dati provvisori; risultati definitivi di prossima pubblicazione. ² Questa categoria comprende anche le transazioni per le quali viene regolata a scadenza soltanto la differenza fra il tasso di interesse a termine secco contrattato e quello a pronti vigente, come ad esempio quelle relative ai "non-deliverable forward" (contratti a termine regolati in dollari) e ad altri contratti regolati per differenziale. ³ In base a un dato del 2001 corretto al rialzo per renderlo più comparabile a quello del 2004.

Fonte: BRI, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004. Tabella 1

² La crescita del turnover di valute asiatiche (come il renminbi, il won coreano, il peso filippino, la rupia indiana, la rupia indonesiana e il nuovo dollaro taiwanese) per le quali esistono contratti "non-deliverable forward" (NDF) potrebbe essere parzialmente dovuta al miglioramento nella raccolta di dati su tali contratti nel quadro dell'Indagine del 2004.

Rapporto fra turnover valutario e commercio internazionale¹



¹ In ascissa: PIL pro capite in dollari USA; in ordinata: scala logaritmica per il rapporto fra turnover valutario annualizzato e commercio internazionale. Le frecce indicano la variazione fra l'osservazione del 2001 e quella del 2004.

Fonti: BRI, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004; CEIC; ONU; statistiche nazionali; stime degli autori. Grafico 1

... per effetto di fattori globali e ciclici ...

Galati e Melvin (2004) citano la corsa globale ai rendimenti come importante fattore all'origine della forte espansione dell'attività sui mercati valutari tradizionali osservata fra il 2001 e il 2004. La robusta crescita nello stesso periodo delle negoziazioni aventi per oggetto alcune valute asiatiche si inserisce verosimilmente in tale tendenza generale. Le strategie di "carry trade" hanno privilegiato valute ad alto rendimento come la rupia indonesiana, al pari dei dollari australiano e neozelandese. I tassi di interesse non costituiscono tuttavia l'unica determinante di questo andamento: lo suggerisce il fatto che gli afflussi di capitali verso l'Asia sono perlopiù diretti all'investimento azionario, piuttosto che obbligazionario. Più in generale, la ripresa delle economie asiatiche alla fine del 2003 ha indotto gli investitori ad accrescere l'esposizione verso quest'area. Anche la tendenza ascendente seguita a partire dal 2002 dalle valute di paesi asiatici con regimi di cambio flessibili ne ha aumentato l'attrattiva come classe di attività.

... e del recupero dei mercati finanziari

Al di là dei fattori globali e ciclici, tuttavia, la rapida espansione del turnover nelle valute asiatiche riflette anche un ispessimento di lungo periodo dei mercati finanziari della regione. Le operazioni in cambi e le connesse transazioni in conto capitale stanno recuperando il ritardo rispetto al ruolo che i rispettivi paesi già rivestono nel commercio internazionale, tracciando forse una curva logistica a "S" (grafico 1). Per le economie a più basso reddito il rapporto fra turnover valutario e commercio internazionale è di norma inferiore. Allo stesso tempo, e nonostante l'effetto inibitore dei controlli che separano i mercati onshore da quelli offshore, i bassi livelli da cui partono monete quali il renminbi e la rupia indonesiana lasciano spazio per ritmi di crescita sostenuti³.

³ Nel caso della rupia indonesiana, neanche la rapida crescita delle contrattazioni fra il 2001 e il 2004 è riuscita ancora a riportare l'attività sui livelli osservati nel periodo 1995-96, prima della crisi (BRI, 1997; Galati, 2000). Il fatto che tale valuta risultasse all'epoca la moneta emergente più attivamente scambiata è in larga misura imputabile ai "carry trade".

Turnover in derivati valutari nella regione Asia-Pacifico, aprile 2004 ¹				
	Medie giornaliere, in milioni di USD		Crescita dal 2001 (in %) ²	
	Swap di valute	Opzioni	Swap di valute	Opzioni
Dollaro australiano	1 573	8 543	208	150
Renminbi cinese	4	136	...	272 355
Won coreano	342	579	645	265
Peso filippino	4	5	77	...
Yen giapponese	3 354	37 430	70	58
Dollaro di Hong Kong	293	365	3	385
Rupia indiana	97	100	10 162	...
Rupia indonesiana	24	7	93	...
Ringgit malese	11	1
Dollaro neozelandese	80	811	-21	1 397
Dollaro di Singapore	54	272	199	69
Nuovo dollaro taiwanese	102	718	369	398
Baht thailandese	246	125	2 121	2 858
<i>Per memoria:</i>				
<i>dollaro USA</i>	<i>17 605</i>	<i>92 276</i>	<i>196</i>	<i>94</i>
<i>euro</i>	<i>9 732</i>	<i>51 085</i>	<i>344</i>	<i>95</i>
<i>sterlina britannica</i>	<i>4 835</i>	<i>11 645</i>	<i>301</i>	<i>126</i>
<i>dollaro canadese</i>	<i>521</i>	<i>5 884</i>	<i>44</i>	<i>98</i>

¹ Dati provvisori; risultati definitivi di prossima pubblicazione. ² Tassi non sempre disponibili a causa della esiguità o della mancanza di dati sul turnover per il 2001.

Fonte: BRI, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004. Tabella 2

Un'eccezione in questo senso è rappresentata dal ringgit, che non ha evidenziato un simile profilo di recupero: in Malaysia non soltanto è vietata la consegnabilità della valuta nazionale all'estero, ma – fino ad epoca recente – si è anche riusciti a prevenire gli scambi offshore di contratti a termine senza consegna (“non-deliverable forward”).

Il recupero del ritardo accumulato appare forse ancor più evidente sui mercati dei derivati. Per molte divise asiatiche le contrattazioni di opzioni e swap valutari non sono particolarmente diffuse (tabella 2). Nondimeno, laddove esistono mercati per questi strumenti, essi hanno un potenziale di crescita superiore a quello di piazze più evolute, visti i bassi livelli di partenza.

Crescente influenza del renminbi?

La rapida espansione del turnover in renminbi ha coinciso con un rafforzamento delle aspettative di un'ulteriore riforma del regime valutario cinese, che nelle opinioni di molti avrebbe comportato in prospettiva un apprezzamento della moneta. Benché il cambio a pronti del renminbi resti di fatto ancorato al dollaro (e gran parte delle negoziazioni avvenga perlopiù a livello nazionale), vi è un sempre più attivo mercato offshore di NDF, che testimonia delle forti attese sui movimenti futuri del tasso a pronti. Il controvalore dei contratti scambiati – e successivamente regolati in dollari, quindi “non consegnabili” (“non-deliverable”) – è salito da appena un paio di centinaia

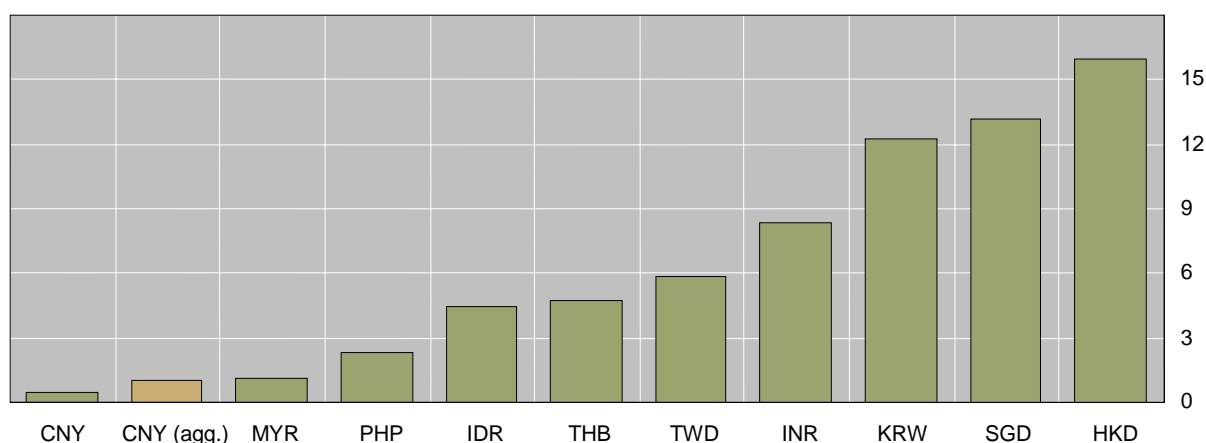
Transazioni in renminbi: sottostimate e insufficientemente ponderate?

È veramente possibile confrontare le statistiche sul turnover in renminbi con quelle relative alle altre valute? Per rispondere a tale quesito giova ricordare che i dati dell'Indagine triennale sulla valuta di un determinato paese sono compilati in base alle informazioni fornite sia dalla banca centrale nazionale sia dalle banche centrali del resto del mondo. Nel caso del renminbi, la prima serie di dati presenta lacune consistenti che la seconda colma soltanto in parte. Le segnalazioni concernenti il volume degli scambi sul renminbi nel mercato onshore fornite dalla Cina alla BRI non riflettono la totalità delle transazioni fra banche e controparti non finanziarie o finanziarie non bancarie. Esse rilevano infatti soltanto le negoziazioni a pronti fra i membri del China Foreign Exchange Trade System (CFETS) di Shanghai, ovvero fra la maggioranza delle banche nazionali ed estere e alcune istituzioni finanziarie non bancarie. Di conseguenza, le statistiche cinesi non coprono tutte le operazioni a pronti e a termine delle banche con controparti non finanziarie e gran parte di quelle con controparti finanziarie non bancarie. Alcune transazioni a pronti in renminbi fra queste categorie di controparti onshore^① trovano in realtà riflesso nelle statistiche delle banche centrali del resto del mondo. Ciò nondimeno, l'entità di questi volumi in rapporto al totale dell'interscambio della Cina sta a indicare che buona parte delle transazioni onshore fra banche e clienti non viene rilevata da nessuna serie di dati.

Si può agevolmente produrre una stima che porti a un raddoppio del turnover totale in renminbi rispetto ai volumi notificati. Le transazioni banca-cliente non segnalate sono potenzialmente cospicue, in parte a causa degli obblighi di acquisto e vendita di valuta estera e in parte per la rapida crescita dei flussi in entrata e in uscita dal paese. In base a una prudente ipotesi che pone le operazioni non notificate pari alla metà dei flussi lordi dell'interscambio cinese di beni e servizi commerciali nel 2003, il turnover totale e quello a pronti degli scambi in renminbi risulterebbero rispettivamente duplicato e triplicato (a \$3 600 e 2 900 milioni, dai \$1 812 e 992 milioni riportati nella tabella 1).

Tuttavia, anche considerando questa stima ben più elevata degli scambi interni alla Cina e le transazioni offshore in NDF, resta il fatto che il turnover del renminbi è ancora relativamente esiguo. Come mostra il grafico A, in rapporto ai flussi commerciali esso figura all'ultimo posto fra le valute dell'Asia emergente, sia in base ai valori notificati, sia in base a quelli aggiustati.

Rapporto fra operazioni in cambi e flussi commerciali lordi¹



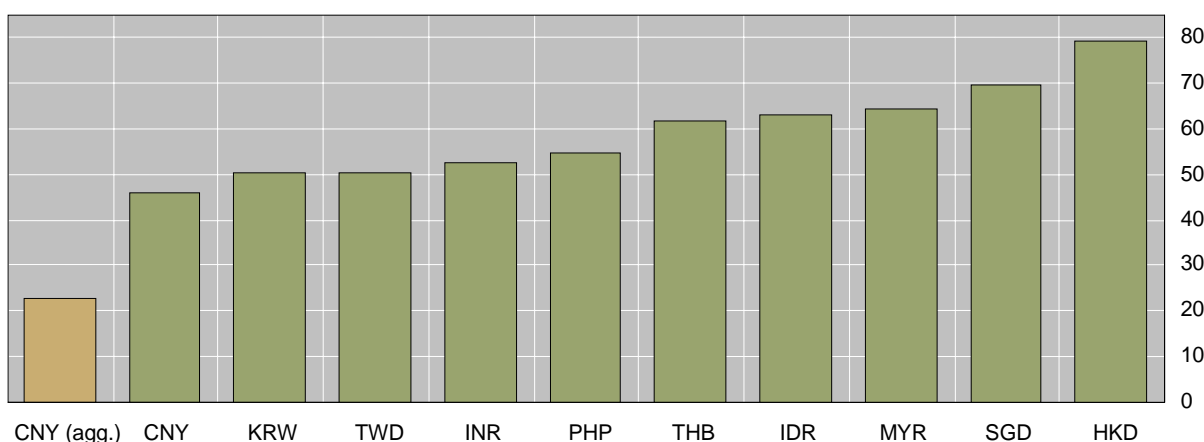
¹ Il turnover annuo è ottenuto moltiplicando per 256 quello medio giornaliero relativo all'aprile 2004. I flussi commerciali lordi su base annua corrispondono alla somma delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi commerciali. Sia il turnover sia i flussi commerciali sono espressi in dollari USA correnti.

Fonti: BRI, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004; CEIC; OMC; stime degli autori. Grafico A

^① A differenza dell'Indagine per il 2001, che "localizzava" le transazioni in base alla sede dell'entità giuridica ("centro legale di contabilizzazione"), quella per il 2004 fa riferimento all'ubicazione dell'entità operativa venditrice ("recapito telefonico").

A cosa si deve lo scarso spessore del mercato del renminbi? Quattro sono le spiegazioni possibili. La prima fa riferimento all'assenza di flussi transfrontalieri ad alta frequenza, dovuta ai rigidi controlli cui sono ancora assoggettati i flussi di portafoglio in Cina. Ma e McCauley (2004) documentano come, a causa di tali vincolanti restrizioni, vi siano marcate differenze fra i tassi di interesse onshore e offshore sul renminbi. La seconda spiegazione attiene all'assenza in Cina di negoziazioni interbancarie di forward/swap e di opzioni, nonostante la recente nascita di un mercato per le transazioni a termine fra banche e clienti. Anche considerando gli NDF offshore, la quota dei contratti a termine e degli swap sul turnover totale in cambi è più bassa per il renminbi che per le altre valute asiatiche (grafico B)². In base alla terza ipotesi, il volume degli scambi in renminbi si troverebbe ridotto dall'elevata concentrazione delle transazioni in capo alle principali banche cinesi e dalla loro possibilità di compensare le operazioni prima di ricorrere al CFETS. Da ultimo, le operazioni in renminbi effettuate da residenti cinesi sono generalmente unidirezionali (o in acquisto o in vendita), più che bidirezionali.

Contratti a termine e swap in percentuale del turnover totale in cambi



Fonti: BRI, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 2004; stime degli autori.

Grafico B

² Ove corretta per le transazioni non segnalate fra banche e clienti (che dovrebbero essere perlopiù a pronti), questa percentuale risulterebbe ancora inferiore.

di milioni di dollari fino a livelli prossimi, se non superiori, al miliardo di dollari su base giornaliera (Ma et al., 2004). Di conseguenza, i tassi sugli NDF in renminbi potrebbero aver acquisito un maggior peso per l'economia e i mercati.

Le speculazioni sull'apprezzamento del renminbi avrebbero esercitato un'influenza crescente sul profilo degli scambi aventi ad oggetto valute asiatiche. Secondo uno studio recente, gli ampi movimenti dei tassi sugli NDF in renminbi a un anno indotti da eventi interni alla Cina hanno evidenziato significativi effetti di contagio per yen, dollaro australiano, monete dell'Asia nordorientale, nonché dollaro di Singapore e baht thailandese (Malcolm, 2005).

Gli andamenti degli NDF in renminbi e quelli delle divise asiatiche tendono più in generale a influenzarsi reciprocamente, anche tenendo conto dei movimenti di yen ed euro. La tabella 3 mostra le elasticità di determinate valute della regione stimate a partire dai tassi di cambio giornalieri. Un'elasticità pari a x indica che, in media, a una variazione dell'1% dello yen (o dell'euro o del renminbi) rispetto al dollaro statunitense corrisponde una variazione dell' $x\%$

Influsso delle speculazioni sul renminbi ...

Comovimento tra valute asiatiche e yen, euro ed NDF in renminbi, 2003–04¹

	2003				2004			
	JPY	EUR	NDF in CNY	Per memoria: indice R ²	JPY	EUR	NDF in CNY	Per memoria: indice R ²
KRW a pronti	0,33***	0,04	0,17*	0,203	0,32***	0,12***	0,30***	0,411
IDR a pronti	0,15***	0,09**	0,12	0,070	0,28***	0,12***	0,30**	0,210
SGD a pronti	0,21***	0,08***	0,15***	0,319	0,22***	0,11***	0,11*	0,392
THB a pronti	0,24***	0,04*	0,14**	0,304	0,22***	0,08***	0,13**	0,402
TWD a pronti	0,09***	0,03**	0,12***	0,218	0,20***	0,00	0,28***	0,217
NDF in CNY a 1 anno	0,11***	0,00	–	0,041	0,12***	0,02	–	0,115
PHP a pronti	0,09**	0,01	0,02	0,023	0,08***	0,02	0,00	0,093
HKD a termine a 1 anno	0,03***	0,01	0,08***	0,103	0,02***	0,03***	0,11***	0,246

¹ I coefficienti di elasticità sono stimati operando una regressione delle variazioni giornaliere, in percentuale, della valuta asiatica X (espressa come X per dollaro USA) su una costante e sulle variazioni giornaliere, in percentuale, di yen, euro ed NDF in renminbi a un anno (tutti espressi in termini di dollari USA). Significatività: *** = probabilità inferiore a 0,001, ** = probabilità inferiore a 0,01, * = probabilità inferiore a 0,1.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella 3

della valuta in questione sul dollaro. Il caso limite di x uguale a zero (elasticità nulla) denoterebbe una valuta ancorata al dollaro, che non mostra alcun comovimento con il valore in dollari dello yen, dell'euro o degli NDF in renminbi. Quanto maggiore è il valore di x , tanto maggiore sarà il grado di comovimento della valuta rispetto al tasso di cambio in questione (ovvero, tanto inferiore sarà il grado di "ancoraggio" della stessa al dollaro).

... anche tenendo conto degli effetti di yen ed euro

Le stime fanno ritenere che, per quanto il principale influsso sulle monete asiatiche continui a provenire dai movimenti del tasso di cambio a pronti dollaro/yen, il ruolo degli NDF in renminbi sarebbe in aumento⁴. Nel 2004 la valuta cinese ha evidenziato un più stretto comovimento con quelle dell'Asia nordorientale rispetto all'anno precedente. In particolare, nel caso del cambio a pronti del won coreano l'elasticità agli NDF in renminbi è stata di entità paragonabile a quella nei confronti dello yen, mentre per il cambio a termine del dollaro di Hong Kong e per quello a pronti del nuovo dollaro taiwanese è stata addirittura superiore⁵. Va comunque rilevato che l'apparente incremento del ruolo del renminbi sui mercati asiatici non ha fatto registrare un ridimensionamento dell'influenza dello yen.

⁴ I movimenti del tasso di cambio a pronti dollaro/yen hanno influito in misura determinante sui mercati valutari asiatici dopo l'abbandono dell'ancoraggio formale o informale di varie monete al dollaro durante la crisi che ha colpito la regione. Galati e McCauley (1998) hanno documentato i primi riscontri di un'accresciuta sensibilità delle valute della regione Asia-Pacifico ai movimenti del cambio dollaro/yen in seguito alla crisi.

⁵ Nondimeno, poiché la volatilità degli NDF in renminbi è pari ad appena un terzo circa di quella del cambio dollaro/yen, nel complesso l'impatto della moneta nipponica sul nuovo dollaro taiwanese resta quantitativamente superiore.

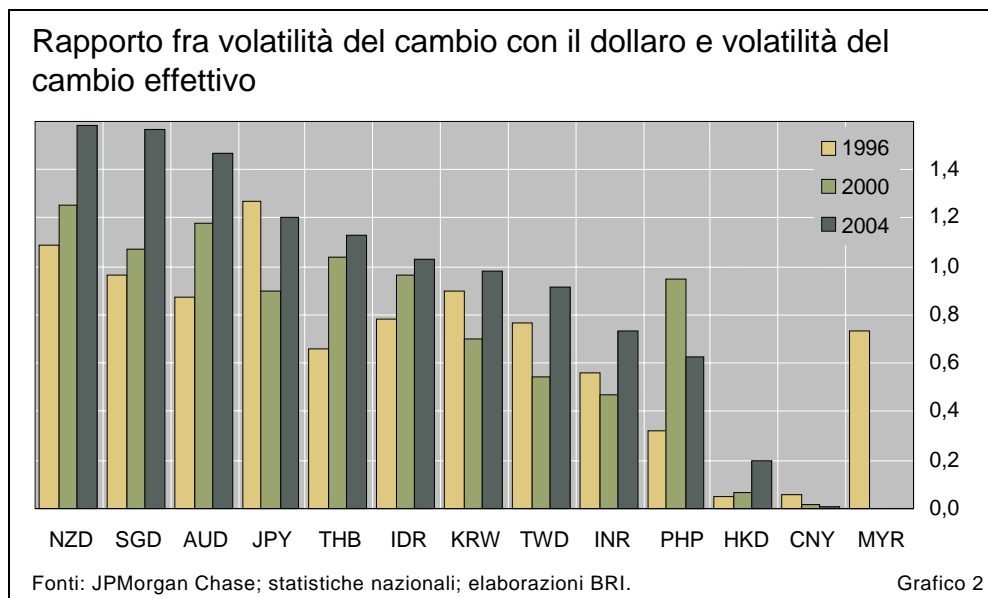
Le valute asiatiche non graviterebbero più nel blocco del dollaro

I suddetti risultati non suffragano l'opinione prevalente secondo cui, dopo la crisi asiatica, le valute della regione avrebbero ripreso a gravitare nel blocco del dollaro USA. È indubbio che durante la crisi sia il renminbi sia il ringgit malese sono stati rigidamente ancorati alla moneta statunitense, inducendo alcuni osservatori a prospettare un ritorno a regimi analoghi anche per altre divise asiatiche (Ogawa e Ito, 2002). Esponenti del mondo accademico e altri commentatori⁶ hanno parlato di un "dollar standard est-asiatico" e di una "nuova Bretton Woods". Queste tesi, che implicherebbero una relazione sistematica trascurabile fra le valute asiatiche da un lato e lo yen o l'euro dall'altro, non trovano tuttavia conferma nelle elasticità significativamente positive sopra stimate.

Se dunque le valute asiatiche non si muovono all'interno del blocco del dollaro, come va caratterizzata la loro attuale evoluzione? Benché alcuni osservatori (Kwan, 2001; Kim et al., 2004) suggeriscano la possibilità di un'attrazione verso lo yen, un'ipotesi più plausibile è che tali divise si muovano in base a un orientamento basato sul tasso di cambio effettivo, simile a quello del dollaro di Singapore (Kawai, 2002). Tale ipotesi è coerente con l'aumento nel rapporto fra volatilità dei tassi di cambio bilaterali e volatilità di quelli effettivi osservabile fra il 1996 e il 2004 per le monete asiatiche con regimi valutari più flessibili (grafico 2)⁷. Da tempo il dollaro di Singapore evidenzia una maggiore variabilità nei confronti del dollaro USA che non in relazione a un

L'ipotesi di appartenenza al blocco del dollaro non trova conferme

Segnali di un orientamento verso il tasso di cambio effettivo ...



⁶ Fra cui McKinnon e Schnabl (2003), nonché Dooley et al. (2003).

⁷ Rispetto ad oggi, nel 2000 era più facile parlare di un ripristino del "dollar standard" nell'Est asiatico. In ogni caso, esiste un chiaro contrasto fra i valori elevati che tale rapporto assume nel caso delle valute più flessibili e i livelli prossimi allo zero del dollaro di Hong Kong, del renminbi e del ringgit, che sono ancorati al dollaro. L'aumento registrato per i dollari australiano e neozelandese va ricondotto allo spostamento delle rispettive contrattazioni dal dollaro USA verso l'euro.

paniere di valute dei suoi partner commerciali⁸. In epoche più recenti, lo stesso è avvenuto per il baht thailandese. Nel caso della rupia indonesiana e del won coreano la volatilità del cambio bilaterale è pressoché identica a quella del cambio effettivo.

L'ipotesi che l'orientamento delle valute asiatiche si allontani dal cambio bilaterale con il dollaro per avvicinarsi a quello effettivo trova inoltre conferma nella precedente analisi di regressione. Anche scontando gli effetti degli NDF in renminbi, nel 2003 e nel 2004 i coefficienti di elasticità sullo yen sono stati sensibilmente superiori a quelli precedenti la crisi (tabelle 3 e 4). Il ruolo dello yen è in linea con l'ampiamente riconosciuta concorrenza sui mercati terzi fra gli esportatori giapponesi e quelli del resto dell'Asia. Anche l'euro sembra avere acquisito un'importanza che non era stata prefigurata dal ruolo del marco tedesco. La recente influenza del renminbi potrebbe riflettere i crescenti rapporti commerciali fra la Cina e i suoi vicini asiatici. Ad esempio, tale paese costituisce oggi il principale mercato di sbocco della Corea, ed è quindi logico che il won risponda alle variazioni del renminbi con la stessa intensità con la quale reagisce a quelle dello yen.

... con alcune differenze rispetto al caso di Singapore

Nel contesto del quadro sopra descritto, si rendono necessarie due osservazioni interconnesse. La prima è che il caso del dollaro di Singapore differisce da quello delle altre valute asiatiche in quanto in questo paese l'orientamento verso il tasso di cambio effettivo costituisce un obiettivo esplicito

Comovimento delle valute asiatiche rispetto a yen e marco tedesco, 1995–96 ¹						
	1995			1996		
	JPY	DEM	Indice R ²	JPY	DEM	Indice R ²
KRW a pronti	0,11***	-0,05*	0,059	0,13***	0,01	0,083
IDR a pronti	-0,01	0,03*	0,003	-0,01	-0,04	0,006
SGD a pronti	0,16***	-0,04	0,119	0,11***	0,02	0,150
THB a pronti	0,08***	-0,01	0,281	0,09***	0,01	0,249
TWD a pronti	0,17***	-0,10***	0,116	0,04***	0,02	0,070
CNY a pronti	0,00	-0,01	0,001	0,00	0,00*	0,004
PHP a pronti	-0,01	-0,03	-0,002	0,00	0,00	-0,008
HKD a termine a 1 anno	-0,01	0,01	-0,006	0,00	-0,01	-0,004
MYR a pronti	0,11***	-0,02	0,127	0,06***	0,01	0,058

¹ Coefficienti di elasticità e significatività come nella tabella 3, utilizzando il marco tedesco anziché l'euro.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella 4

⁸ Il graduale e progressivo allontanamento del dollaro di Singapore dall'orientamento basato sul dollaro USA (evidenziato dalle stime di regressione o dal forte aumento del rapporto fra le volatilità) illustra l'interazione esistente fra l'approccio delle autorità fondato su un paniere ampio (che secondo le stime di mercato comprenderebbe circa una dozzina di divise) e quello, sempre meno orientato al dollaro, di una serie di partner commerciali asiatici del paese. Con l'aumento della reattività del baht thailandese e del nuovo dollaro taiwanese allo yen o all'euro, cresce a sua volta anche la reattività del dollaro di Singapore, dato il suo orientamento al tasso di cambio effettivo.

della politica monetaria⁹, mentre negli altri sembra risultare dall'interazione fra una maggiore flessibilità dei regimi di cambio rispetto al dollaro da un lato, e fattori fondamentali – quali i consistenti legami commerciali con regioni dove il dollaro non costituisce la valuta di riferimento – dall'altro. Questi fattori fondamentali sono a loro volta rafforzati dal comportamento delle autorità, sia attraverso riferimenti verbali espliciti al cambio con lo yen o ad altri tassi incrociati, sia attraverso veri e propri interventi sul mercato in caso di valutazioni estreme del tasso effettivo.

La seconda osservazione è che il comovimento con gli NDF in renminbi non deve far presupporre che le autorità asiatiche abbiano di fatto incluso questi strumenti nei loro panieri valutari impliciti o espliciti. Esso potrebbe semplicemente riflettere le valutazioni degli operatori riguardo alle motivazioni di fondo e/o di politica economica sottostanti l'orientamento al tasso di cambio effettivo. In particolare, gli operatori potrebbero attendersi che, qualora si consentisse un apprezzamento del renminbi nei confronti del dollaro, altre valute asiatiche potrebbero apprezzarsi in termini di dollari, ma non necessariamente in termini effettivi. Questa logica potrebbe soggiacere alla crescente attività di contrattazione avente ad oggetto il dollaro di Singapore in qualità di "proxy" delle valute asiatiche, con la quale gli operatori assumono posizioni in vista di un apprezzamento del renminbi e di una possibile modifica dell'ancoraggio del ringgit¹⁰. Volendo azzardarsi a spingere ancora oltre questa logica, non è da escludere che in futuro una maggiore liberalizzazione e flessibilità del tasso di cambio a pronti del renminbi possa far sì che la moneta cinese si affianchi – o addirittura si sostituisca – allo yen quale ancora per le valute della regione¹¹.

Motivazioni di mercato alla base della crescente influenza del renminbi

Conclusioni

Negli ultimi anni il turnover sui mercati valutari asiatici ha registrato una crescita significativa, con un recupero particolarmente rapido nel caso di monete meno negoziate quali il renminbi. Allo stesso tempo, sono cambiati sia il profilo degli scambi tra le divise della regione sia la relazione fra queste e le valute principali. Stando a indicazioni recenti, l'orientamento verso il tasso di cambio effettivo rispetto a un paniere ampio di valute che da tempo contraddistingue il dollaro di Singapore potrebbe assumere un'importanza crescente sui mercati di altre monete dell'Est asiatico. Gli operatori sembrano anticipare uno scenario in cui, oltre ai movimenti di yen ed euro, anche quelli del renminbi influiranno sulle negoziazioni delle valute della regione.

⁹ Per una descrizione generale del quadro di riferimento della politica di Singapore cfr. Monetary Authority of Singapore (2001).

¹⁰ La Malaysia è il principale partner commerciale di Singapore. Secondo alcuni osservatori, un eventuale apprezzamento del renminbi potrebbe altresì innescare una revisione del regime di ancoraggio del ringgit.

¹¹ La possibilità che le valute asiatiche emergenti finiscano per formare un blocco regionale che fluttua rispetto al dollaro, all'euro e anche allo yen è stata prospettata da Suttle e Fernandez (2005).

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1997): *67ª Relazione annuale*, pagg. 105–128.

Dooley, M. P., D. Folkert-Landau e P. Garber (2003): "An essay on the revised Bretton Woods system", *NBER Working Papers*, n. 9971, settembre.

Galati, G. (2000): "Volumi, volatilità e differenziali nei mercati dei cambi dei paesi emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 54–57.

Galati, G. e R. N. McCauley (1998): "Tasso di cambio yen/dollaro e fluttuazioni delle valute della regione Asia/Bacino del Pacifico", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 14–16.

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

Kawai, M. (2002): "Exchange rate arrangements in East Asia: lessons from the 1997–98 currency crisis", Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, *Monetary and Economic Studies*, vol. 20, n. S-1, dicembre.

Kim, J. Y., Y. Wang e W. Y. Park (2004): *Coupling or decoupling of won/yen exchange rate*, documento presentato a un convegno su "Monetary and exchange rate arrangements in East Asia" a cura della Claremont Graduate University e del Korea Institute for International Economic Policy (KIEP), agosto, Seul.

Kwan, C. H. (2001): *Yen bloc: toward economic integration in Asia*, The Brookings Institution Press, Washington D.C.

Ma, G., C. Ho e R. N. McCauley (2004): "I contratti "non-deliverable forward" in valute asiatiche", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 83–97. Una sintesi tradotta dello studio è apparsa in *China Money* (2004), dicembre, pagg. 4–8.

Ma, G. e R. N. McCauley (2004): *Effectiveness of China's capital controls*, documento presentato al secondo seminario KIEP-PRI su "Financial interdependence and exchange rate regimes in East Asia", dicembre, Tokyo.

Malcolm, J. (2005): "Anticipating the spill-over from CNY reval", Deutsche Bank, *Asian FX Strategy Notes*, 4 gennaio.

McKinnon, R. e G. Schnabl (2003): *The East Asian dollar standard, fear of floating and original sin*, settembre, mimeo.

Monetary Authority of Singapore (2001): *Singapore's exchange rate policy*, febbraio.

Ogawa, E. e T. Ito (2002): "On the desirability of a regional basket currency arrangement", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 16, n. 3, pagg. 317–34.

Suttle, P. e D. Fernandez (2005): "Emerging Asia's monetary future", JPMorgan Chase, *Global issues*, gennaio.

