

Mercati valutari a termine in Asia: quali insegnamenti trarre dall'esperienza australiana¹

La presenza di controlli sui movimenti di capitali ha portato alla creazione di numerosi mercati offshore per lo scambio di contratti non-deliverable forward (NDF) nelle valute asiatiche. L'esperienza australiana degli anni settanta e dei primi anni ottanta mostra come un mercato NDF possa facilitare un'ordinata transizione verso la piena convertibilità della valuta.

Classificazione JEL: F310, G150, G180, N250

Negli ultimi anni i mercati dei contratti a termine senza possibilità di consegna (*non-deliverable forward*, NDF) sono divenuti sempre più importanti per diverse valute della regione Asia-Pacifico. I contratti NDF differiscono dagli ordinari contratti valutari a termine poiché vengono di norma regolati interamente in valuta estera, ossia senza consegna di divisa locale. Sviluppatisi nei segmenti valutari in cui vigono restrizioni alla convertibilità del cambio, gli NDF sono generalmente negoziati in centri finanziari *offshore*. Essi hanno in certa misura consentito di coprire i rischi di cambio, anche in presenza di vincoli valutari.

Alcune autorità asiatiche stanno ora valutando la possibilità di liberalizzare i propri mercati valutari. Un importante quesito cui esse si trovano confrontate è come facilitare il passaggio da mercati NDF *offshore* a ordinari mercati a termine interni (*onshore*) con possibilità di consegna della moneta locale (*deliverable*).

Anche per il dollaro australiano si era sviluppato nei primi anni settanta un mercato NDF in presenza di restrizioni valutarie. Queste furono rimosse dalle autorità all'epoca in cui la moneta venne lasciata libera di fluttuare nel 1983. Nel presente saggio monografico si cercherà di trarre alcuni insegnamenti dall'esperienza australiana di transizione da un mercato NDF a uno *deliverable* a seguito della libera fluttuazione della valuta, tenendo conto delle attuali specificità strutturali dei mercati NDF asiatici.

¹ Gli autori desiderano ringraziare Mirza Baig, Claudio Borio, Michael Davies, Dan Fabbro, Robert McCauley, Frank Packer, Claudio Piron, Lee Chuan Teck e, in modo particolare, Eli Remolona e Mike Sinclair per gli utili commenti e scambi di opinioni. Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o della Reserve Bank of Australia.

Nella sezione che segue viene presentata una rassegna dei controlli valutari vigenti in Australia negli anni settanta e degli sviluppi del mercato NDF australiano, comunemente denominato *hedge market* ("mercato di copertura"). Verranno quindi presi in considerazione i mercati NDF asiatici, raffrontandoli all'esperienza dell'Australia, nonché la transizione di questo paese da un mercato NDF a un mercato *deliverable*. Da questa transizione verranno poi tratti taluni insegnamenti per i mercati a termine in Asia. Il saggio termina con alcune considerazioni conclusive.

L'esperienza australiana

Fino al dicembre 1983, quando fu decisa la libera fluttuazione del dollaro australiano, la politica valutaria in Australia passò attraverso vari regimi di cambio fisso o amministrato². Alla base di questi regimi vi era un esteso sistema di controlli valutari, il quale prevedeva che tutte le operazioni in cambi dovessero essere autorizzate dalla Reserve Bank of Australia (RBA). In generale, alcuni tipi di transazioni, come quelle attinenti il commercio estero o gli afflussi di capitali privati, venivano autorizzate senza problemi. Tuttavia, per minimizzare le opportunità di speculazione, alcuni vincoli erano posti alla tempistica di tali operazioni in termini di anticipazioni e dilazioni (*leads and lags*) tra il reperimento dei fondi e il perfezionamento della transazione. Ad esempio, tra il 1972 e il 1974 ai residenti australiani non era consentito di indebitarsi all'estero (fatti salvi i prestiti di natura commerciale) per scadenze inferiori ai due anni. Oltre a ciò, vigevano rigide limitazioni sugli investimenti all'estero di residenti australiani e sull'indebitamento in Australia da parte di non residenti.

Negli anni cinquanta e sessanta in Australia vi era una scarsa domanda di copertura dal rischio di cambio. La volatilità dei tassi di interesse era bassa e il cambio generalmente stabile, dato l'ancoraggio della moneta nazionale alla lira sterlina. I mercati a termine erano disponibili unicamente per operazioni collegate a scambi commerciali e per scadenze obbligatoriamente pari o inferiori ai sei mesi. Le transazioni prettamente finanziarie erano quindi esposte al rischio di oscillazione del tasso di cambio. Conformemente a tali disposizioni, in vigore dal 1939, la RBA forniva alle banche la copertura dei rischi derivanti dalle loro transazioni a termine con la clientela abilitata, per cui il rischio era in pratica trasferito dalle società private alla banca centrale. Ogni mese le banche commerciali dovevano acquistare dalla (o a vendere alla) RBA l'equivalente in sterline dei loro pagamenti (incassi) eccedenti in valuta estera a un costo definito come percentuale fissa dell'ammontare nominale del pagamento (o incasso) a termine³. Le banche erano tenute ad addebitare tale costo alla clientela e a girare il ricavato alla RBA in contropartita del rischio di

Fino al 1983 in Australia vigono regimi di cambio fisso o amministrato

Prima degli anni settanta la domanda di copertura è scarsa

² Cfr. Debelle e Plumb (2006) per una trattazione più dettagliata.

³ Tale costo era solitamente pari a 25 centesimi per £100, ma tra il novembre 1967 e il settembre 1971 venne ridotto a 10 centesimi per £100.

cambio che questa si assumeva; in tal modo, le banche non facevano che agire in veste di agenti della banca centrale⁴.

Evoluzione dell'hedge market

La volatilità dei tassi di interesse e la libera fluttuazione delle principali valute generarono domanda di copertura

Man mano che la volatilità dei tassi di interesse aumentava e che varie importanti valute entravano in regime di libera fluttuazione agli inizi degli anni settanta, la gestione del rischio di cambio acquisì rilevanza crescente. Viste le limitatissime possibilità offerte dal mercato *deliverable* australiano, gli operatori svilupparono un mercato NDF parallelo dove fornire protezione dal rischio di cambio relativamente alle transazioni per cui non erano disponibili altre modalità di copertura. Nacque così l'*hedge market*.

Lo sviluppo dell'*hedge market* è incoraggiato dalle modifiche ai controlli sui movimenti di capitale ...

Le modifiche apportate nella prima metà degli anni settanta ai controlli sulle operazioni valutarie, specie su quelle a termine, facilitarono lo sviluppo del mercato di copertura. Ad esempio, a fine 1971 alle banche venne consentito di effettuare tutte le operazioni in cambi (a pronti e a termine) con la clientela direttamente per conto proprio, e non più come agenti della RBA. Esse poterono trattare fra di loro e con omologhe all'estero per coprire le proprie posizioni alla fine di ogni giornata, anche se la banca centrale continuò a fornire le facilitazioni per la compensazione delle posizioni contabili sia a pronti che a termine. Inoltre, vennero posti vincoli sui tempi previsti per le operazioni valutarie a termine consentite, per cui quanti desideravano tutelarsi dal rischio di cambio connesso con le transazioni ammesse erano tenuti ad attivare il contratto a termine entro sette giorni dall'assunzione del rischio. La "regola dei sette giorni" fu introdotta nel maggio 1974, dopo diversi onerosi episodi in cui gli importatori sommersero la RBA di richieste di copertura a termine subito prima di una svalutazione del dollaro australiano.

Il riquadro 1 illustra il funzionamento dei mercati NDF. Nel caso australiano i contratti erano basati sul regolamento in moneta locale, senza scambio di valuta estera, sicché la copertura del rischio di cambio era conseguita nel rispetto dei controlli valutari⁵. Il primo contratto di questo tipo venne formalizzato in Australia nel 1973 e la sua struttura restò pressoché immutata per tutta la durata dell'*hedge market* (Carew, 1985, pag. 164).

... e avviene internamente a opera del settore privato, col beneplacito delle autorità

Il mercato australiano fu degno di nota in quanto si sviluppò internamente (*onshore*), contrariamente a gran parte dei mercati NDF. Esso fu creato entro il settore privato da banche e istituzioni non bancarie locali. Le autorità ne erano consapevoli e seguirono attentamente la sua evoluzione, decidendo tuttavia di chiudere un occhio piuttosto che di scoraggiarla. Si sostenne che le transazioni su tale mercato non avrebbero esercitato pressioni sul tasso di cambio a

⁴ A partire dal 1948 i contratti in dollari USA e in dollari canadesi furono esentati dalle commissioni. Le banche potevano trattare a termine per conto proprio queste valute con la clientela a tassi basati sul mercato valutario di Londra, ma per gli importi eccedenti un modesto ammontare erano tenute a coprirsi quotidianamente dal rischio di cambio con la banca centrale, sul mercato interbancario o presso centri di negoziazione esteri.

⁵ In generale non erano prontamente disponibili contratti con scadenza superiore ai 12 mesi, ma per i contratti a breve gli spread fra le quotazioni denaro e lettera erano comparabili a quelli quotati all'epoca sulla Reuters nei mercati a termine europei.

Riquadro 1 – Funzionamento dei contratti NDF

Un contratto valutario a termine rappresenta un impegno a scambiare una valuta con un'altra a una data futura (data di regolamento) e a un tasso di cambio fissato alla stipula del contratto (data di negoziazione). Un contratto NDF tipo è simile a un normale contratto valutario a termine, sennonché alla scadenza esso viene regolato in un'altra moneta, generalmente il dollaro USA, poiché la valuta interna è soggetta a vincoli e pertanto risulta "non consegnabile". Se alla data di regolamento il cambio a pronti vigente differisce da quello a termine stipulato in precedenza, la parte che ha beneficiato dell'evoluzione del cambio a pronti deve compensare la controparte per la differenza tra il prezzo a termine concordato e il tasso di mercato *spot*. Il regolamento avviene per differenziale in dollari USA sulla base dell'ammontare nominale del contratto. Il tasso preso a riferimento è in genere quello prevalente (*fixing*) nel mercato a pronti interno per la valuta non consegnabile.

Va notato che in un mercato NDF interno (*onshore*) per aggirare i controlli valutari occorre solitamente regolare i contratti nella moneta locale. In altre parole, poiché le restrizioni concernono le contrattazioni in valuta estera effettuate da operatori locali, esse possono essere evitate operando nella moneta locale. Per contro, in un mercato NDF *offshore* le restrizioni alla convertibilità della valuta impediscono il regolamento in moneta locale, sicché il contratto deve essere regolato in un'altra divisa, come il dollaro USA.

L'esempio seguente riguarda un mercato NDF *offshore* in dollari australiani (AUD). Ipotizziamo che A sia tenuto al versamento di AUD 1 000 tra un anno. Temendo che nel frattempo il dollaro australiano si apprezzi, A stipula un contratto NDF con B al fine di acquistare l'equivalente in USD dell'ammontare in AUD del contratto. Supponiamo che A acquisti i 1 000 dollari australiani a un tasso di cambio a termine di USD 0,7 per AUD, per un controvalore di USD 700. Se alla data di regolamento il tasso a pronti è pari a 0,6, cioè se il dollaro australiano risulta deprezzato rispetto al tasso a termine, A versa a B l'importo di USD 100 a titolo di compenso per il minor costo in USD dell'acquisto dei 1 000 dollari australiani. Se viceversa il tasso di regolamento fosse pari a 0,8, sarebbe allora A a ricevere da B USD 100 a titolo di compenso, poiché il valore dei 1 000 dollari australiani che sta vendendo è aumentato. Il calcolo si basa sulla formula seguente:

importo del regolamento in USD = (tasso a termine – tasso di regolamento) x importo nominale in AUD

Si noti che A deve ancora acquistare il necessario ammontare di AUD. Questa operazione è eseguita sul mercato a pronti ed è distinta dall'NDF. Di norma, A valuterà attentamente quando e come effettuare la transazione a pronti per assicurarsi che il tasso ottenuto sia il più prossimo possibile a quello di regolamento dell'NDF di copertura. Il rischio che questi due tassi differiscano è denominato "rischio di base".

Gli NDF presentano diversi vantaggi dovuti all'assenza dell'obbligo di effettuare trasferimenti di contanti nel mercato locale. Primo, un NDF consente agli operatori con esposizioni non ammesse alla copertura nei regimi con vincoli valutari di cautelarsi contro il rischio di cambio. Questo strumento può infatti essere strutturato in modo da poter essere sottoscritto da due controparti *offshore* e quindi impiegato per aggirare eventuali controlli o restrizioni valutarie. Secondo, poiché – a differenza di un contratto a termine con facoltà di consegna – un NDF prevede che venga regolato unicamente il differenziale, il rischio di controparte è minore. Infine, esso consente ai contraenti di evitare costi di transazione potenzialmente elevati connessi con le negoziazioni in valuta locale.

pronti, non essendovi legami diretti tra i flussi nel mercato di copertura e in quello a pronti. Per contro, i mutamenti del clima in uno dei due mercati avrebbero potuto influire sugli scambi nell'altro. Ad esempio, se gli operatori sul mercato NDF avessero scontato una rivalutazione della moneta, spingendo così verso l'alto il tasso di cambio NDF, con tutta probabilità gli esportatori e i mutuatari avrebbero coperto in via anticipata i pagamenti ammessi nel mercato a pronti, esercitando così pressioni al rialzo sul cambio.

L'*hedge market* crebbe rapidamente alla fine degli anni settanta ...

A cavallo tra la fine degli anni settanta e i primi anni ottanta l'*hedge market* crebbe in misura significativa. A fine 1979 i contratti in essere erano stimati attorno agli AUD 3 miliardi. Sebbene questo importo rappresentasse all'epoca meno della metà dello stock totale in essere dei contratti a termine ordinari (pari a AUD 7 miliardi), stando alle stime della RBA il contributo di questi ultimi alle sottoscrizioni complessive di contratti valutari a termine calò con l'andar del tempo, dal 60% del dicembre 1980 a circa il 20% di fine 1983. La partecipazione delle banche al mercato NDF era considerevole, essendo il 40% circa dei loro contratti a termine concluso in tale comparto.

... e vennero creati mercati NDF interbancari all'estero ...

L'*hedge market* si sviluppò principalmente sull'interno, ma poiché la regolamentazione impediva ai non residenti di coprirsi ricorrendo ai mercati australiani, vennero istituiti mercati interbancari di copertura in dollari australiani anche nei centri finanziari esteri. Anche in questi mercati *offshore*, più piccoli di quello interno (in Nord America il turnover annuo era stimato in AUD 2-3 miliardi), le banche commerciali australiane ebbero comunque un ruolo primario. Un'importante distinzione tra i mercati di copertura *onshore* e *offshore* risiedeva nella valuta di regolamento. Sul mercato interno il regolamento avveniva in dollari australiani, il che permetteva di aggirare le restrizioni poste alle transazioni in valuta estera (ad esempio, impossibilità di coprire a termine le operazioni sull'estero di natura prettamente finanziaria). Per converso, sui mercati *offshore* il regolamento non poteva avvenire in dollari australiani a causa dei controlli valutari allora vigenti (ad esempio, limiti all'indebitamento in dollari australiani da parte di non residenti), sicché veniva utilizzato il dollaro USA.

... ma i mercati disponibili erano ancora inadeguati

Nonostante lo sviluppo dell'*hedge market* interno, si riteneva che i mercati valutari a termine fossero a quel tempo ancora inadeguati: gli investitori non avevano accesso diretto ai mercati con facoltà di consegna, mentre i mercati NDF mancavano di ampiezza e di spessore, mostrando talora difficoltà a gestire transazioni di dimensioni medio-grandi. Fra i fattori che contribuivano a questo stato di cose erano le restrizioni poste alla partecipazione dei non residenti al mercato NDF e quelle che limitavano la possibilità delle banche di detenere saldi all'estero.

I mercati NDF asiatici

I mercati NDF asiatici sono simili all'*hedge market* australiano ...

Nonostante siano passati ormai quasi trent'anni, diverse sono le analogie che legano gli odierni mercati NDF asiatici all'*hedge market* australiano degli anni settanta e dei primi anni ottanta. Così come per l'Australia, anche in Asia i mercati NDF si sono sviluppati per fornire uno strumento alternativo di copertura, auspicato in questo caso dagli investitori esteri con un'esposizione in moneta locale laddove tale moneta non è liberamente convertibile o il suo mercato interno è illiquido. I mercati NDF consentono inoltre agli investitori di assumere posizioni in valute non convertibili. Il loro impiego da parte dei residenti rispecchia invece di norma il desiderio delle società nazionali di import-export di coprire le esposizioni in valuta estera derivanti dalla loro attività commerciale per le operazioni soggette a controlli sui movimenti di capitale.

Le restrizioni valutarie e i controlli sui movimenti di capitale attualmente vigenti in alcuni mercati asiatici sono molto simili in natura a quelli imposti all'epoca nel mercato australiano⁶. Come allora in Australia, tali restrizioni sono volte a limitare i flussi di capitali a breve termine non collegati all'interscambio o a investimenti diretti, nonché a scoraggiare gli operatori non residenti dal detenere posizioni corte o lunghe di un certo ammontare, che potrebbero esercitare pressioni sul tasso di cambio a pronti. Esse assumono forme diverse. Primo, alcuni paesi asiatici sottopongono i soggetti esteri desiderosi di operare sui mercati valutari interni a formali procedure di autorizzazione o a permessi specifici. Secondo, la gran parte dei paesi consente la copertura unicamente delle transazioni relative a scambi commerciali e investimenti diretti esteri (le cosiddette "transazioni reali")⁷. Terzo, ai non residenti è vietato mutuare fondi o finanziarsi sul mercato interno, tranne che per scopi puramente commerciali. Infine, taluni paesi, diversamente da quanto accadeva in Australia, limitano la gamma di controparti con cui gli operatori stranieri possono interagire sul mercato valutario interno.

... per ciò che
concerne i controlli
sui movimenti di
capitale ...

Ma et al. (2004) analizzano i prezzi in questi mercati al fine di valutare l'impatto dei controlli sui movimenti di capitale. Analogamente all'*hedge market* australiano dei primi anni ottanta, i mercati asiatici dispongono di consolidate prassi di contrattazione e quotazione, oltre che di sistemi strutturati di *market-making* (cfr. il riquadro 2). Ciò è in parte dovuto alle iniziative intraprese congiuntamente da operatori di mercato e autorità nei paesi che ospitano tali mercati *offshore*.

... e la struttura

Anche la natura degli scambi sui mercati NDF asiatici è paragonabile a quella dell'*hedge market* australiano, poiché l'attività ha luogo in ampia misura fra intermediari. In entrambi i mercati, al comparto *inter-dealer* fanno capo oltre i tre quarti delle negoziazioni complessive⁸.

Nonostante il grado di maturazione raggiunto negli ultimi anni, i mercati NDF asiatici si caratterizzano per un intenso ricorso ai servizi di *voice broker* specializzati, come accadeva nell'*hedge market* australiano. Molto spesso, la maggior parte – se non la quasi totalità – degli scambi di NDF effettuati dai *market-maker* con operatori diversi dalla loro clientela avviene per il tramite di *broker*, anziché direttamente da banca a banca. Benché meno efficienti rispetto a sistemi di brokeraggio elettronico, questi intermediari hanno probabilmente contribuito a far sì che i principali mercati NDF acquisissero lo spessore e la liquidità necessari affinché i *market-maker* possano compensare prontamente le posizioni assunte nel corso della loro attività.

Diffuso ricorso ai
broker

⁶ Cfr. Giacomelli et al. (2006), nonché Citigroup (2006) per una rassegna delle restrizioni vigenti nei mercati valutari asiatici.

⁷ Fino al 1984, anno di avvio della deregolamentazione, in Giappone vigevano restrizioni simili sui flussi di capitali (cfr. Osugi, 1990).

⁸ Ciò contrasta con quanto si verifica nei mercati delle principali valute. Nel 1995 quasi due terzi delle transazioni complessive in cambi avvenivano direttamente tra *dealer*, mentre nel 2004 solo uno scambio su due circa aveva luogo sull'interbancario. Per maggiori dettagli, cfr. Galati (2001) e BRI (2005).

Le principali differenze tra mercati NDF asiatici e australiani ...

Sussistono, tuttavia, alcune differenze tra i mercati NDF asiatici e l'*hedge market* australiano. In primo luogo, i contratti asiatici vengono regolati interamente in valuta estera, segnatamente il dollaro USA, mentre in Australia il regolamento avveniva in moneta locale, ossia in dollari australiani. In secondo luogo, i mercati NDF asiatici sono situati *offshore*, mentre quello australiano era un mercato interno. In terzo luogo, a differenza del mercato australiano, che era più influenzato dagli operatori locali, negli attuali mercati asiatici svolgono un ruolo maggiore le grandi banche internazionali.

Riquadro 2 – Dimensioni e struttura dei mercati NDF asiatici

I contratti NDF asiatici vengono scambiati in mercati non regolamentati (*over-the-counter*, OTC) e *offshore*, soprattutto a Singapore, Hong Kong e, in misura minore, Londra e Tokyo. Trattandosi di mercati OTC, è difficile determinare il volume dei contratti negoziati e l'identità dei soggetti coinvolti. Tuttavia, stando a quanto affermano gli operatori, la liquidità dei mercati NDF asiatici sarebbe aumentata con il significativo incremento degli scambi negli ultimi anni (cfr. Ma et al., 2004, per i dati sulla dimensione e la liquidità nel 2003/04). Oltre a ciò, si è di recente sviluppato un mercato NDF del ringgit malaysiano.

Turnover e liquidità nei mercati NDF asiatici

	Caratteristiche di liquidità del contratto	Volumi degli scambi <i>inter-dealer</i> giornalieri, in milioni di USD	Importo delle transazioni, in milioni di USD ¹	Spread denaro/lettera, in punti base
Cina	Liquido fino a 12 mesi, liquidità limitata a 3-5 anni	700	10	3-5
Corea	Liquido fino a 2 anni, liquidità limitata fino a 5 anni	2 000	10	2
Filippine	Liquidità moderata fino a 12 mesi, liquidità limitata a 3-5 anni	250	3-5	7-9
India	Liquido fino a 12 mesi, liquidità limitata fino a 5 anni	500	5-10	3-5
Indonesia	Liquidità moderata fino a 12 mesi, illiquido oltre i 12 mesi	250	3-5	10-20
Malaysia	Liquidità moderata fino a 12 mesi, illiquido oltre i 12 mesi	450	5	10-12
Taiwan (Cina)	Liquido fino a 12 mesi, liquidità limitata fino a 5 anni	1 000	5-10	2-4

¹ Dimensioni delle transazioni effettuabili senza muovere i prezzi in giorni "normali".

Fonte: stime BRI, 2° trimestre 2006, in base a colloqui con esponenti di Citigroup, Deutsche Bank e JPMorgan Chase.

In genere, la determinazione del prezzo avviene in base alla formula della parità dei tassi di interesse, fondata sull'equivalenza dei rendimenti di due valute per un dato periodo di tempo considerati i rispettivi tassi di interesse e il tasso di cambio a pronti corrente. Laddove gli investitori internazionali hanno scarso accesso ai mercati interni dei tassi di interesse o dei depositi in valuta locale di un paese, i prezzi degli NDF si basano principalmente sul livello futuro atteso del tasso di cambio a pronti.

Infine, nei mercati NDF sono presenti con la loro attività di *market-making* le maggiori istituzioni finanziarie. I *market-maker* compensano di solito le posizioni NDF accese nel corso della loro attività con altre importanti banche nel comparto *inter-dealer*. Queste posizioni possono essere cedute da una banca all'altra fino a quando un'impresa cliente non si dichiara disposta ad assumere una posizione contraria. Nel caso delle valute NDF per le quali i mercati interni dei cambi, delle obbligazioni e dei tassi di interesse sono relativamente ben sviluppati, spesso le banche internazionali compensano una parte limitata dei rischi anche sull'interno.

Tali differenze derivano da alcuni fattori. I colloqui con i *market-maker* operanti in Asia indicano che un'importante ragione alla base della localizzazione all'estero e del regolamento in dollari USA risiede nel fatto che la mancanza di accesso ai mercati monetari interni limita la capacità di questi operatori di coprirsi sull'interno, anche in presenza di un mercato a termine locale. Questa situazione differisce da quella dell'Australia, dove i partecipanti all'*hedge market* erano istituzioni residenti con libero accesso al mercato monetario nazionale. In secondo luogo, i *market-maker* si sono avvantaggiati di economie di gamma concentrando gli scambi di NDF in valute diverse in una singola sede di negoziazione, principalmente Singapore. La prevalenza di una sola sede di negoziazione può anche spiegare in parte il ruolo più incisivo ricoperto nei mercati asiatici dagli operatori globali e regionali di grandi dimensioni, che dispongono di capacità maggiori per proporsi come *market-maker* per un ventaglio di valute regionali. Da ultimo, la concentrazione degli scambi in una singola sede *offshore* rispecchia altresì la maggiore integrazione dell'odierno sistema finanziario mondiale rispetto agli anni settanta e ottanta, nonché gli importanti progressi compiuti nell'utilizzo delle tecnologie informatiche all'interno del settore finanziario.

... rispecchiano un certo numero di fattori

Transizione verso un mercato a termine convenzionale in Australia

Quando nel 1983 furono rimosse le restrizioni sulle transazioni valutarie a termine, l'*hedge market* venne gradualmente a scomparire nel giro di alcuni anni per essere sostituito dall'attuale mercato a termine con facoltà di consegna. La nascita di quest'ultimo è stata favorita da diversi sviluppi. Anzitutto, nel corso del tempo la variazione nei margini applicati nei contratti a termine si è ampliata, per effetto delle maggiori oscillazioni dei tassi di interesse e delle speculazioni intorno ai futuri movimenti del cambio. Ad esempio, nel febbraio 1983 l'annuncio che si sarebbero tenute delle elezioni federali in Australia a inizio marzo accentuò il nervosismo e la volatilità sui mercati finanziari. Si osservarono ingenti deflussi di capitali a breve termine e un significativo premio sul dollaro USA (ben oltre i differenziali di interesse), di riflesso alle aspettative di un'imminente e cospicua svalutazione della moneta australiana, che puntualmente intervenne poco dopo il mutamento di governo decretato dalle elezioni, quando il tasso di cambio effettivo (ponderato per l'interscambio) venne svalutato del 10%.

Nei primi anni ottanta l'*hedge market* australiano è stato sostituito da mercati con facoltà di consegna

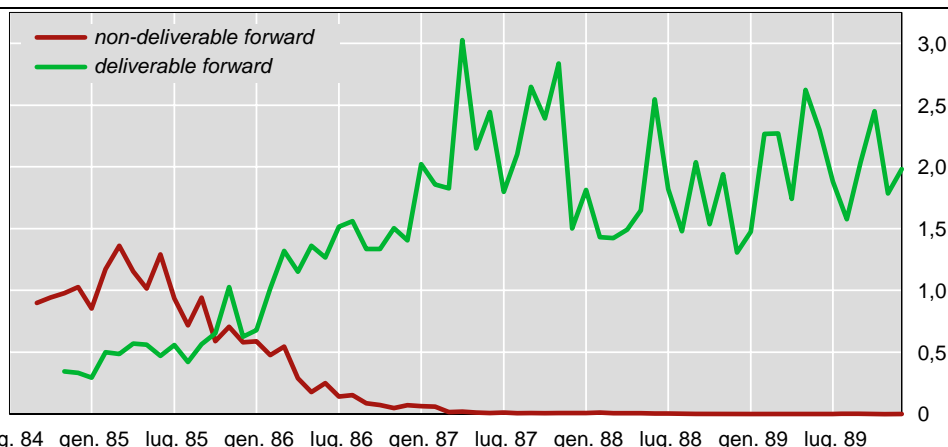
Inoltre, agli inizi degli anni ottanta, parallelamente all'accresciuta integrazione con i mercati finanziari esteri, la crescita degli stessi mercati di copertura e dei futures valutari contribuì a erodere l'efficacia dei controlli vigenti⁹. Nell'ottobre 1983 l'assetto dei mercati valutari a termine finì con l'essere significativamente modificato: la RBA cessava di partecipare all'operatività giornaliera, rimuovendo al tempo stesso le limitazioni poste alle banche nei loro rapporti con la clientela. I tassi a termine potevano quindi

L'integrazione finanziaria ha eroso i controlli sui movimenti di capitale

⁹ Cfr. Laker (1988).

Turnover nei mercati a termine del dollaro australiano, 1984-89

Volumi medi giornalieri, in miliardi di dollari australiani



Fonte: Reserve Bank of Australia.

Grafico 1

rispondere direttamente alle sollecitazioni della domanda e dell'offerta, e gli istituti bancari effettuare operazioni valutarie con i clienti a tassi concordati reciprocamente. Le banche non erano più tenute a saldare le posizioni nette a termine con la banca centrale, ma potevano, entro certi limiti, compensarle con le posizioni a pronti. Anche la "regola dei sette giorni" fu abolita, sebbene il divieto di coprire a termine le transazioni di natura non commerciale sia stato mantenuto fino al giugno 1984. Poco dopo la libera fluttuazione del cambio a pronti nel dicembre 1983, la RBA chiuse la sua posizione netta a termine. Il tasso a termine era già libero di fluttuare dall'ottobre precedente, consentendo alle banche di assumere posizioni pronti contro termine. Quando in dicembre il tasso a pronti fu lasciato libero di fluttuare, lo spread a pronti sull'*hedge market* era equivalente a quello sul mercato *deliverable*, giacché le banche potevano effettuare operazioni di arbitraggio fra i due mercati.

A metà 1987 il turnover sull'*hedge market* era trascurabile, mentre quello sul mercato a termine con facoltà di consegna cresceva costantemente (grafico 1). Ciò era in parte dovuto a un aumento nel numero di operatori: se nel 1984 erano abilitati a operare sul mercato valutario 39 istituti non bancari, che in svariati casi avevano un'importante presenza nell'*hedge market*, a fine 1987 il loro numero era salito a 59. Un'altra ragione alla base dell'aumento del turnover proviene dal fatto che furono le banche commerciali, anziché le autorità, a incoraggiare le società non finanziarie a partecipare al mercato¹⁰.

In un'ottica più generale di sviluppo del sistema finanziario australiano, il mercato di copertura (unitamente alle negoziazioni in cambi non direttamente concernenti il dollaro australiano, come quelle sulla coppia dollaro USA-marco tedesco) apportò grande beneficio, consentendo agli operatori di affinare le loro capacità di contrattazione, e quindi facilitando il funzionamento del mercato valutario allorché il cambio fu lasciato libero di fluttuare. Le

L'*hedge market* accrebbe le competenze degli operatori

¹⁰ I futures in dollari australiani continuano a essere trattati al Sydney Futures Exchange, anche se qui l'attività è più contenuta rispetto a quella del mercato OTC. La borsa con il più elevato turnover di futures in dollari australiani è il Chicago Mercantile Exchange.

competenze acquisite dagli operatori poterono facilmente essere trasferite al mercato a termine *deliverable* e, più in generale, al mercato valutario deregolamentato allorché il dollaro australiano iniziò a fluttuare liberamente e i controlli sui movimenti di capitale furono aboliti nella prima metà degli anni ottanta. Ciò rese indubbiamente più agevole la transizione da un regime amministrato a uno di libera fluttuazione della moneta.

Insegnamenti per i mercati asiatici

L'Asia può trarre tre insegnamenti dall'esperienza australiana. In primo luogo, i mercati NDF asiatici possono facilitare la transizione verso la piena convertibilità delle valute fornendo una temporanea opportunità di copertura. In secondo luogo, l'infrastruttura di mercato sviluppata per gli scambi di NDF può essere adattata al mercato a termine convenzionale. Infine, i mercati NDF consentono di sviluppare un'esperienza e delle competenze che è possibile trasferire al mercato a termine *deliverable*, sempreché i partecipanti locali possano accedervi. Di fatto, tuttavia, le differenze tra l'*hedge market* australiano e gli attuali mercati NDF asiatici rendono necessaria qualche precisazione.

Dall'esperienza australiana tre insegnamenti per l'Asia

Nonostante i vantaggi offerti in Asia dai mercati NDF a fini di copertura, specie per le valute di paesi che attraggono cospicui investimenti esteri, gli operatori citano varie limitazioni che potrebbero assumere rilevanza in un periodo di transizione. Fra queste, la prima e più importante è che solo le istituzioni internazionali e un ristretto numero di istituzioni interne sono in grado di impiegare questi strumenti. La seconda è la scarsa liquidità che caratterizza i contratti con scadenza superiore all'anno nella gran parte dei mercati. La terza è che non vi è alcuna garanzia che il detentore di un contratto sia poi effettivamente in condizione di negoziare la valuta al tasso di cambio *fixing*. Ciò implica che, nel caso si preveda un mutamento nel regime valutario, aumenta il rischio che diminuisca significativamente la validità del *fixing* quale indicatore della sede in cui può effettuarsi l'operazione. Da ultimo, l'utilità dei mercati NDF a fini di copertura potrebbe risultare limitata in condizioni di mercato tese¹¹.

Limitate possibilità di copertura nei mercati NDF

I mercati NDF asiatici sono situati all'estero, il che potrebbe ridurre la loro importanza nella transizione verso la piena convertibilità della valuta. In particolare, gli operatori locali potrebbero non avere le stesse opportunità di sviluppo delle competenze che offre un mercato interno. Vi è tuttavia motivo di ritenere che gli operatori asiatici stiano già acquisendo professionalità spendibili altrove. Primo, la significativa presenza di operatori sia globali sia regionali sui mercati NDF asiatici indica come alcuni partecipanti attivi anche localmente dispongano già di sofisticate capacità di contrattazione. Secondo, in taluni casi i partecipanti ai mercati locali asiatici possono accedere, ancorché

I mercati NDF asiatici sono offshore ...

... ma vi partecipano anche operatori locali

¹¹ Dopo aver decretato il disancoraggio del peso dal dollaro USA verso la fine del 2001, le autorità argentine indissero tre settimane straordinarie di chiusura dei mercati. Ciò provocò turbative nella determinazione del tasso di regolamento dei contratti NDF in peso ancora aperti. Di conseguenza, anche dopo la riapertura dei mercati valutari, il mercato NDF del peso continuò a risentire dell'incertezza riguardo al *fixing* da utilizzare per il regolamento (cfr. Lipscomb, 2005).

limitatamente, ai mercati NDF *offshore*. Ad esempio, le banche coreane partecipano al mercato NDF del won fin dal 1999, trattando giornalmente volumi cospicui (Bank of Korea, 2006). Oltre a ciò, le banche interne possono talora accedere indirettamente ai mercati NDF per il tramite delle loro filiazioni *offshore*, come ad esempio nel caso di una sussidiaria di un istituto bancario cinese situata a Hong Kong e operante nel mercato NDF del renminbi. Terzo, in alcuni paesi (come la Cina) gli operatori locali hanno un accesso maggiore ai mercati a termine *deliverable* rispetto a quanto si osservava in Australia prima del 1983¹². A tale riguardo, l'accesso ai mercati a termine, con o senza facoltà di consegna, potrebbe costituire l'elemento centrale per lo sviluppo di competenze ed esperienza, più che l'effettiva ubicazione del mercato.

Considerazioni conclusive

I mercati NDF possono facilitare la transizione a un mercato a termine convenzionale

Il caso australiano dimostra che le competenze e l'esperienza maturate dai partecipanti al mercato NDF possono agevolare la transizione verso un mercato a termine *deliverable*. Così, oltre a fornire uno strumento per la gestione del rischio di cambio, un mercato NDF può facilitare il passaggio a un mercato valutario deregolamentato. In altre parole, i mercati NDF possono essere visti come una tappa intermedia nell'evoluzione verso una maggiore convertibilità della moneta. Del resto, come illustra l'esperienza australiana, allorché una valuta diviene pienamente convertibile i mercati NDF tendono a scomparire.

Sebbene i mercati NDF non siano esenti da rischi ...

Certo, un atteggiamento di condiscendenza nei confronti dei mercati NDF può presentare alcuni rischi per i paesi intenzionati a tenere sotto controllo i movimenti di capitale a breve termine in fase di sviluppo dei mercati finanziari. Le pressioni in direzione di un apprezzamento o un deprezzamento potrebbero ad esempio propagarsi dal mercato NDF a quello a pronti rendendo i flussi di capitali più ampi e volatili. Un altro rischio è che i mercati NDF possano facilitare l'accumulo di ingenti posizioni speculative. Ciò potrebbe interessare non solo la valuta in questione, ma anche altre monete impiegate come sostituti nelle operazioni di copertura.

... le autorità dovrebbero valutare l'opportunità di assumere un atteggiamento tollerante

Nondimeno, ove si voglia facilitare il passaggio da un mercato NDF a un mercato a termine con facoltà di consegna, il raffronto tra l'*hedge market* australiano e gli attuali mercati NDF asiatici sta a indicare come le autorità abbiano un ruolo da svolgere. In primo luogo, potrebbe essere auspicabile tollerare anziché ostacolare i mercati NDF, giacché questi ultimi possono fornire agli operatori dei mercati sia interni che esteri un "campo di allenamento" che consenta loro di migliorare le proprie capacità analitiche e operative. Secondo, le autorità potrebbero valutare i potenziali vantaggi connessi con la presenza di grandi operatori globali che si impegnino ad assumere un ruolo attivo nell'organizzazione dei mercati, analogo a quello che svolgono in veste di operatori primari in taluni mercati dei titoli pubblici. Infine, se è vero che l'ubicazione del mercato NDF all'interno o all'esterno dei confini

¹² Nell'agosto 2005 una nuova regolamentazione ha consentito alle banche abilitate a operare in Cina di negoziare contratti a termine e swap in renminbi (cfr. People's Bank of China, 2005).

nazionali può influire sul processo di evoluzione, almeno altrettanto importante è se gli organi competenti consentono alle istituzioni locali di avere accesso a tale mercato, sia esso *onshore* od *offshore*.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2005): *Triennial central bank survey – foreign exchange and derivatives market activity in 2004*.

Bank of Korea (2006): *Foreign exchange market trends in 1Q, 2006*, comunicato stampa.

Carew, E. (1985): *Fast money 2: the money market in Australia*, Sydney, Allen and Unwin.

Citigroup (2006): *Guide to Asian currency and bond markets – 8th edition*, Citigroup.

Debelle, G. e M. Plumb (2006): "The evolution of exchange rate policy and capital controls in Australia", di prossima pubblicazione in *Asian Economic Papers*.

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

Giacomelli, D., S. Klassen, C.H. Lim e G. Stock (2006): "Local markets guide – global edition", JPMorgan, *Emerging Markets Research*.

Laker, J. (1988): *Exchange rate policy in Australia*, studio presentato al 17° SEANZA Central Banking Course, Sydney.

Lipscomb, L. (2005): *An overview of non-deliverable foreign exchange forward markets*, Federal Reserve Bank di New York.

Ma, G., C. Ho e R. McCauley (2004): "I contratti *non-deliverable forward* in valute asiatiche", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

Osugi, K. (1990): "Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective", *BIS Economic Papers*, n. 26.

People's Bank of China (2005): *Notice of the People's Bank of China on issues regarding expanding designated banks' forward sale and purchase of foreign exchange businesses to customers and launching RMB swaps against foreign currencies*.