

## V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

### Aspetti salienti

Il vigore dello yen, la debolezza dell'euro e la posizione intermedia del dollaro USA hanno contraddistinto i maggiori mercati valutari nel 1999 e nei primi mesi del 2000. Sui movimenti dei cambi principali sembra aver influito soprattutto l'interazione fra le posizioni cicliche relative attuali e prospettive, oltre a fattori tecnici e ai flussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio. Anche le valutazioni degli operatori a riguardo dei cambiamenti nelle caratteristiche strutturali di fondo delle tre economie maggiori possono avere svolto un certo ruolo. Dopo i periodi di turbolenza registrati nel 1997, nel 1998 e agli inizi del 1999, i mercati valutari delle economie emergenti sono tornati a condizioni di maggiore calma. I listini azionari locali hanno seguito da vicino quelli statunitensi e il rapporto di cambio fra la valuta nazionale e il dollaro.

Negli ultimi due anni i mercati dei cambi hanno subito notevoli mutamenti strutturali, quali l'introduzione dell'euro, la tendenza alla concentrazione degli operatori e il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica. Sebbene tali cambiamenti siano stati accompagnati anche da un generale calo delle contrattazioni, è troppo presto per valutarne gli effetti sul profilo d'insieme della volatilità dei cambi.

Tendenzialmente in flessione nei primi nove mesi del 1999, l'oro ha invece registrato un'impennata a fine settembre a seguito di un accordo che ne limitava le vendite ufficiali per i cinque anni successivi. Anche se in taluni casi le notizie relative a vendite di riserve auree ufficiali paiono aver influito sulle quotazioni del metallo, tale correlazione non è stata per nulla sistematica.

### Dollaro, yen ed euro

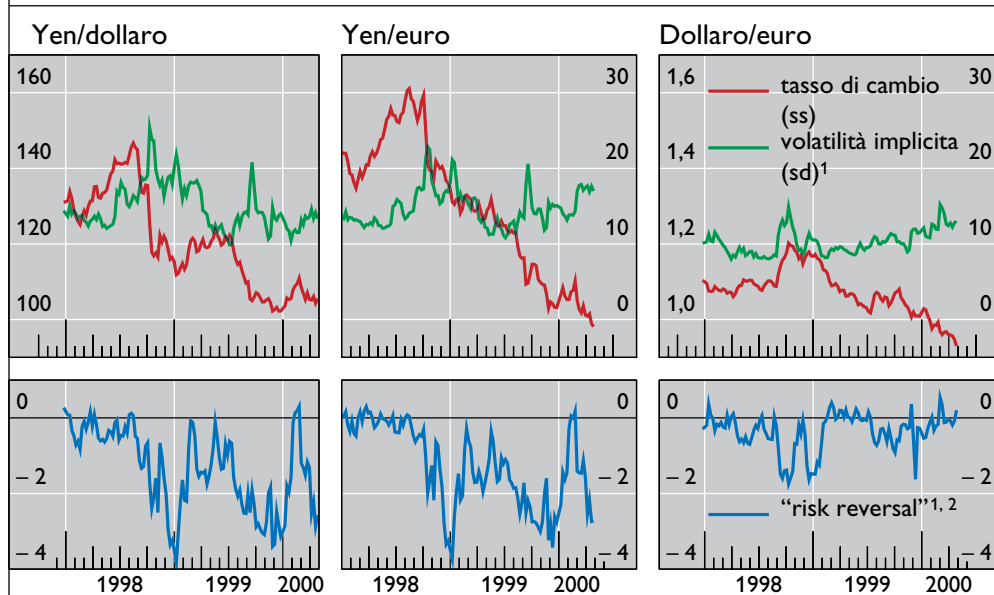
Nel 1999 e nei primi mesi del 2000 i movimenti delle principali valute hanno risentito degli effetti di fattori ciclici (con le connesse attese di correzioni della politica monetaria negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro), nonché di elementi tecnici e dei flussi di IDE e di investimenti di portafoglio. Sul cambio dell'euro sembra aver altresì agito l'atteggiamento negativo del mercato, ascrivibile alle valutazioni sul ritardo degli adeguamenti strutturali nell'Europa continentale.

#### *Andamenti principali e prospettive a lungo termine*

Durante il periodo in esame i principali cambi hanno evidenziato cospicue oscillazioni (grafico V.1). Nei primi sei mesi del 1999 il dollaro ha guadagnato circa il 14% rispetto allo yen (da ¥109 a 124) e all'euro (da \$1,18 a 1,03). Nel secondo semestre è stata invece la valuta giapponese ad apprezzarsi notevolmente, arrivando a fine anno a ¥102,30 per dollaro e a ¥102,70 per euro.

Ampie oscillazioni  
dei cambi

## Tassi di cambio, volatilità implicite e “risk reversals” di dollaro, yen ed euro



Nota: il tasso di cambio dell'euro prima del 1999 è calcolato come media ponderata con l'interscambio dei tassi bilaterali delle monete costituenti e raggugliato al tasso di cambio dell'ecu al 31 dicembre 1998.

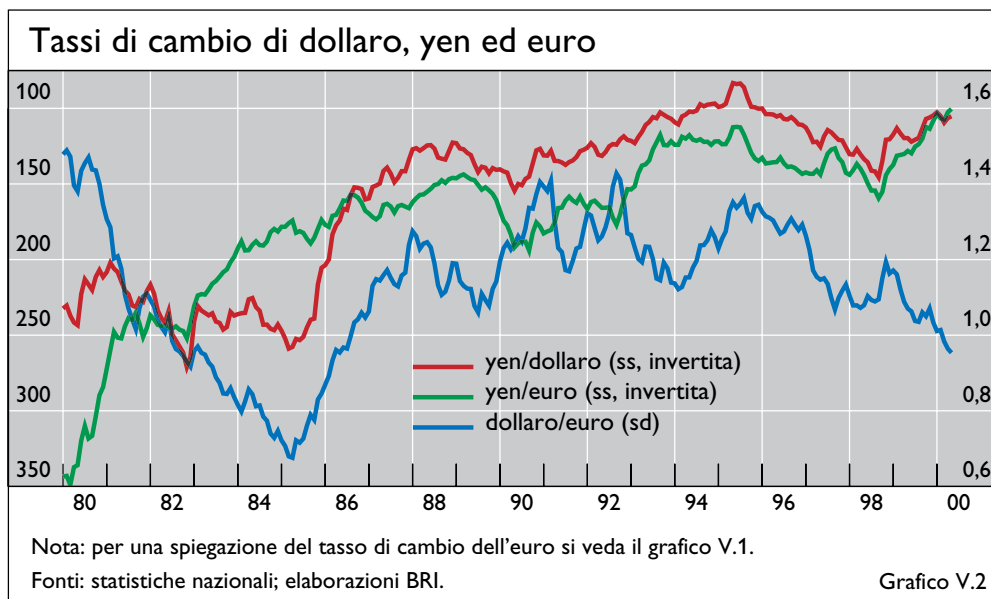
<sup>1</sup> A un mese, in percentuale. <sup>2</sup> Un valore positivo nei riquadri di sinistra e di destra indica un'asimmetria delle aspettative verso un rafforzamento del dollaro e nel riquadro centrale verso un rafforzamento dell'euro.

Fonti: BCE; Reuters; elaborazioni BRI.

Grafico V.1

La moneta unica europea, che aveva segnato un certo recupero rispetto a quella statunitense fra giugno e settembre, è tornata a perdere terreno nell'ultimo trimestre del 1999. Nei primi quattro mesi del 2000 la tendenza ascendente dello yen si è fatta più moderata, mentre l'euro è sceso notevolmente al disotto della parità con il dollaro. La debolezza della moneta unica europea nel corso dell'intero periodo ha smentito le precedenti attese generali di un suo apprezzamento tendenziale. Inoltre, i “risk reversals” attestano che anche per gran parte del 1999 gli operatori in opzioni sono stati disposti a pagare di più per un'esposizione a (o una protezione da) un euro marcatamente rafforzato che a uno fortemente indebolito nei confronti del dollaro (grafico V.1, riquadro inferiore).

Dai minimi del 1998 ai massimi del primo scorcio del 2000, lo yen ha guadagnato quasi il 45% sul dollaro e il 65% sull'euro. Sebbene notevole, l'ampiezza di queste oscillazioni dei cambi principali non è tuttavia senza precedenti. Ai livelli toccati nei primi mesi del 2000 la valuta giapponese appariva molto forte secondo i parametri storici, avendo raggiunto sul dollaro quotazioni superate soltanto nel 1995. Inoltre, se si considera un euro “sintetico” di riferimento, la divisa nipponica ha segnato un massimo nei confronti di questa moneta (grafico V.2). Rispetto allo stesso riferimento, nel marzo 2000 l'euro è stato scambiato contro il dollaro al livello più basso degli ultimi tredici anni, pur restando ben al disopra del minimo storico toccato alla metà degli anni ottanta. L'andamento intermedio del dollaro – che si indeboliva nei confronti dello yen e guadagnava terreno rispetto alla principale moneta



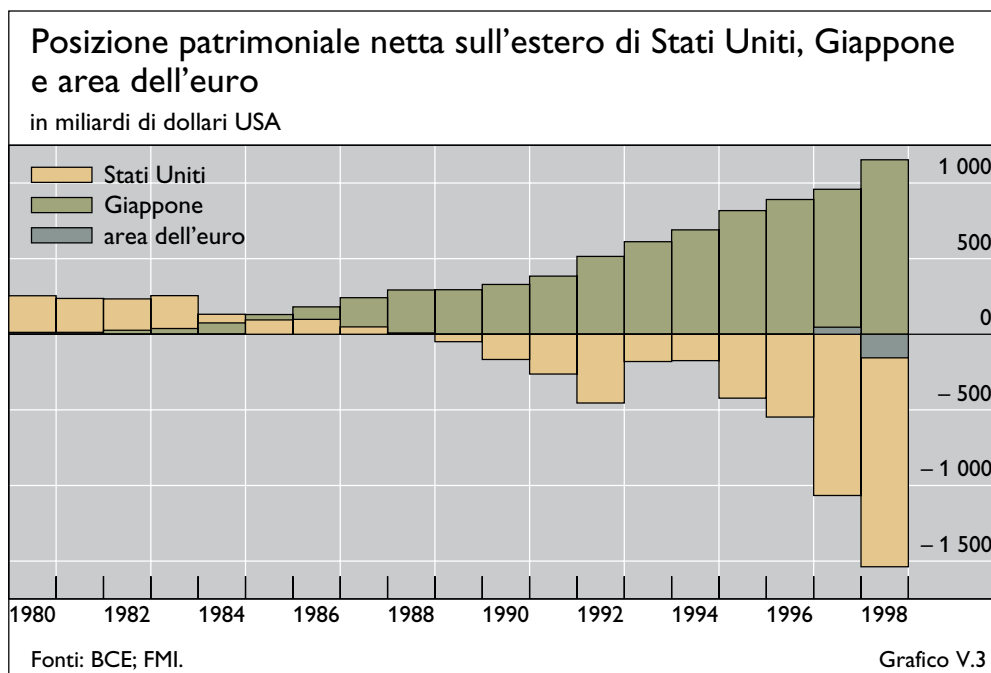
europea – trova il suo ultimo precedente nell'estate 1997, quando la divisa asiatica si era apprezzata sensibilmente su quella statunitense e ancor più sul marco per il mutare delle aspettative (risultate poi erronee) circa una futura ripresa dell'economia nipponica.

Prospettive a breve ...

Dal punto di vista della redistribuzione della domanda aggregata mondiale dall'economia statunitense in forte crescita verso altre con una domanda insufficiente, il continuo apprezzamento del dollaro sull'euro e, nei primi sei mesi del 1999, sullo yen era desiderabile per l'economia mondiale. Per contro, l'ascesa della moneta nipponica a partire dal giugno 1999 ha verosimilmente limitato la domanda di prodotti giapponesi in un momento in cui l'economia non mostrava ancora segni di una crescita in grado di autosostenersi.

... e a lungo termine

In una prospettiva di più lungo periodo, l'ampliamento del disavanzo corrente e l'accumulo delle passività esterne degli Stati Uniti (grafico V.3) hanno sollevato



Riserve valutarie ufficiali					
	1996	1997	1998	1999	Consistenze a fine 1999
in miliardi di dollari USA					
	Variazioni a tassi di cambio correnti				
Totale	172,3	62,4	58,4	127,5	1 746,0
Paesi industriali	69,6	-12,0	-10,5	46,1	704,7
Asia <sup>1</sup>	64,4	8,5	62,2	79,1	642,0
America latina <sup>2</sup>	18,4	16,5	- 8,4	- 8,0	124,7
Europa orientale <sup>3</sup>	-2,6	4,9	5,1	0,8	74,3
Altri paesi	22,5	44,5	9,9	9,4	200,3
	Variazioni a tassi di cambio costanti <sup>4</sup>				
Totale	200,3	121,2	21,0	159,4	1 746,0
Riserve in dollari	161,7	87,6	40,2	191,1	1 358,9
Riserve non in dollari	38,7	33,7	-19,2	-31,7	387,1

Nota: i flussi calcolati per il 1999 non comprendono la riduzione delle riserve dovuta alla scomparsa delle disponibilità nelle valute costituenti l'euro dalle riserve degli Stati partecipanti alla UEM.

<sup>1</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. <sup>2</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Venezuela. <sup>3</sup> Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria. <sup>4</sup> Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; BRL. Tabella V.1

interrogativi circa la sostenibilità dei cambi correnti. Valutare l'adeguatezza di questi ultimi nel più lungo periodo risulta generalmente difficile in assenza di stime accurate dei tassi di cambio di equilibrio fondamentale (TCEF). In termini di cambio effettivo reale, nel 1999 il dollaro e lo yen hanno superato rispettivamente dell'11% e del 4% le relative medie dell'ultimo decennio, mentre l'euro è apparso attestarsi a livelli inferiori di circa il 4% alla media degli anni novanta.

Le stime del TCEF, che mirano a individuare il cambio reale compatibile con un rapporto stabile fra debito esterno e prodotto nel lungo periodo, possono differire considerevolmente e pertanto forniscono solo indicazioni estremamente incerte. Secondo tali stime, nell'aprile 2000 il rapporto yen/dollaro era vicino al suo livello di equilibrio di lungo periodo, mentre quello della moneta USA rispetto all'euro appariva notevolmente sopravvalutato. Quest'ultima risultanza va tuttavia precisata: i redditi netti sull'estero degli USA sono diventati negativi soltanto negli ultimi anni e sono ancora estremamente contenuti rispetto al PIL, poiché i rendimenti sulle attività esterne degli Stati Uniti sono tradizionalmente più elevati di quelli sugli investimenti esteri nel paese.

Gli investitori privati e ufficiali sono ancora apparsi più che disposti a finanziare il disavanzo corrente statunitense, salito a \$339 miliardi nel 1999. Le riserve valutarie ufficiali detenute in dollari hanno registrato una forte crescita, soprattutto in Asia (tabella V.1). Lo stesso è avvenuto per gli afflussi di investimenti privati negli Stati Uniti (Capitolo II); in particolare, gli IDE hanno raggiunto un valore equivalente a circa il 40% del disavanzo corrente USA, riducendo la dipendenza complessiva del paese dagli investimenti di portafoglio. Tuttavia, il deciso incremento dei fondi internazionali affluiti nei mercati azionari

statunitensi ha destato timori circa gli effetti di eventuali tensioni in tali mercati sul finanziamento futuro del disavanzo esterno (si veda oltre).

#### Determinanti dei movimenti valutari

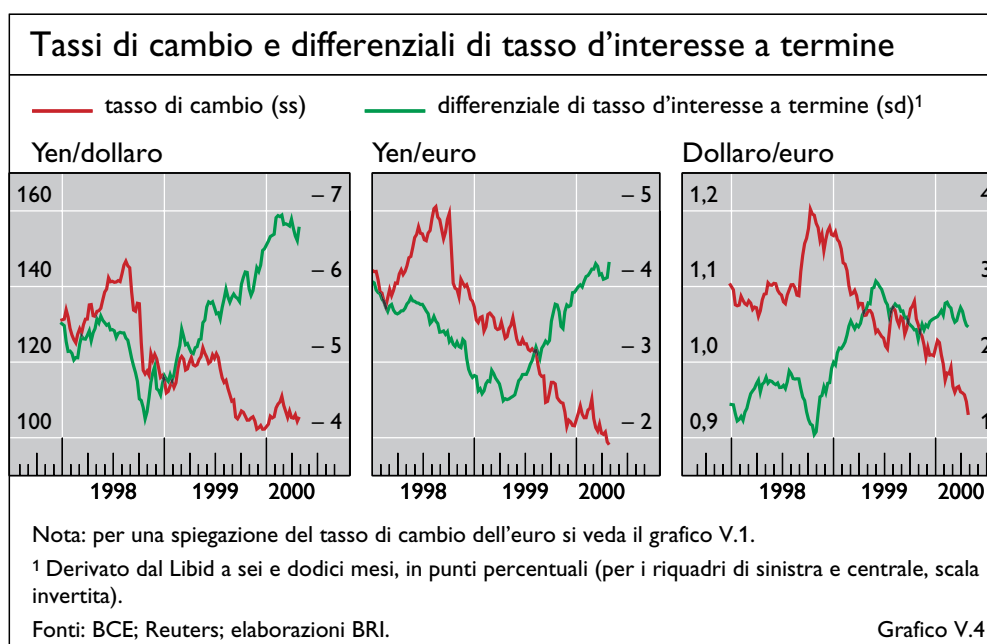
Il vigore del dollaro rispetto all'euro e il suo apprezzamento nei confronti dello yen nel primo semestre 1999 sono stati in linea con la forza dell'economia statunitense rispetto alla dinamica più lenta delle altre aree. Inoltre, il susseguirsi di notizie inaspettatamente positive sulla crescita degli Stati Uniti nel 1999, a fronte di segnali più contrastanti nell'area dell'euro e in Giappone, ha determinato un ampliamento dei differenziali di tasso d'interesse a breve a favore del dollaro (grafico V.4).

Il deciso apprezzamento dello yen dopo il giugno 1999 è in certa misura riconducibile all'assottigliarsi dei differenziali attesi di crescita fra Stati Uniti e Giappone (grafico V.5). Per contro, la moneta unica europea ha continuato a indebolirsi nell'ultima parte del 1999 nonostante aspettative invariate sull'andamento relativo dell'economia nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. È altresì vero che, soprattutto nella seconda metà dell'anno, l'euro non è parso reagire in modo sistematico ai segnali macroeconomici positivi. Ciò è parzialmente ascrivibile al persistente ed eccessivo peso tradizionalmente attribuito dagli operatori in cambi e dai gestori di portafogli alle dinamiche dell'economia tedesca. Ad esempio, il 28 gennaio 2000 la moneta unica europea ha perso svariati centesimi scendendo al disotto della parità con il dollaro malgrado la concomitante pubblicazione di dati macroeconomici positivi in altri paesi dell'area dell'euro. Inoltre, fra gennaio e marzo dell'anno in corso essa si è indebolita ulteriormente pur in presenza di un restringimento dei differenziali di tasso a termine fra l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

Anche i fattori tecnici possono contribuire a spiegare l'andamento dei tre cambi principali nel periodo sotto rassegna. La liquidazione delle operazioni di "yen carry", probabilmente a opera di hedge funds, allorché lo yen si è mosso

Mutano le valutazioni sul ciclo

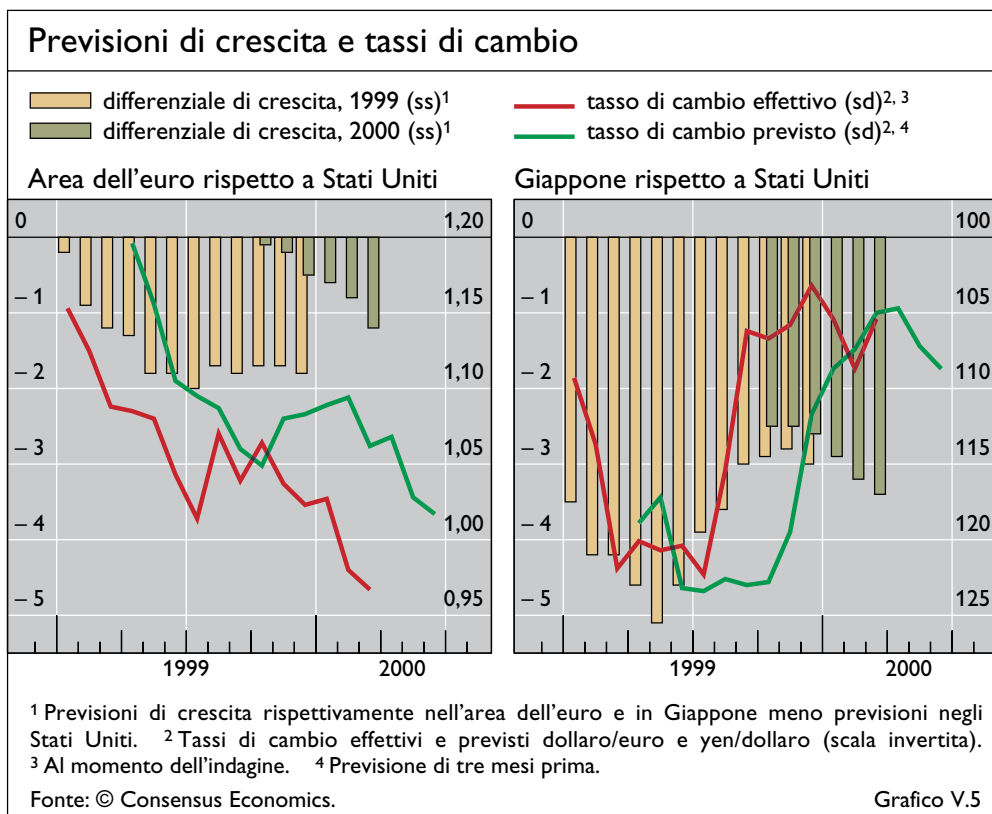
Fattori tecnici influiscono sulle dinamiche di breve periodo



al rialzo dopo il giugno 1999 può in determinati casi aver accentuato l'apprezzamento della valuta nipponica. Ordini "stop-loss" attorno a livelli simbolici quali la parità euro/dollaro o un cambio implicito marco/dollaro di DM 2,00 sembrano aver enfatizzato la tendenza calante dell'euro. Agli inizi del 2000 può avere occasionalmente influito la dinamica delle attese di mercato. I "risk reversals" dollaro/euro, che forniscono un'indicazione del peso attribuito dagli operatori in opzioni alla possibilità di un pronunciato rafforzamento ovvero di un deciso indebolimento dell'euro sul dollaro rispetto al cambio a termine, segnalano la presenza di timori estrapolativi circa la moneta unica europea in un momento in cui questa accusava un forte cedimento (grafico V.1). A rafforzare lo yen può altresì aver concorso il rimpatrio di fondi da parte delle istituzioni giapponesi prima della fine dell'esercizio finanziario nel marzo 2000. Il 28 febbraio la limitata ampiezza e liquidità del mercato euro/yen hanno amplificato un'impennata improvvisa della moneta nipponica rispetto a quella europea, determinando una variazione temporanea del cambio pari a circa ¥3 nel volgere di poche ore.

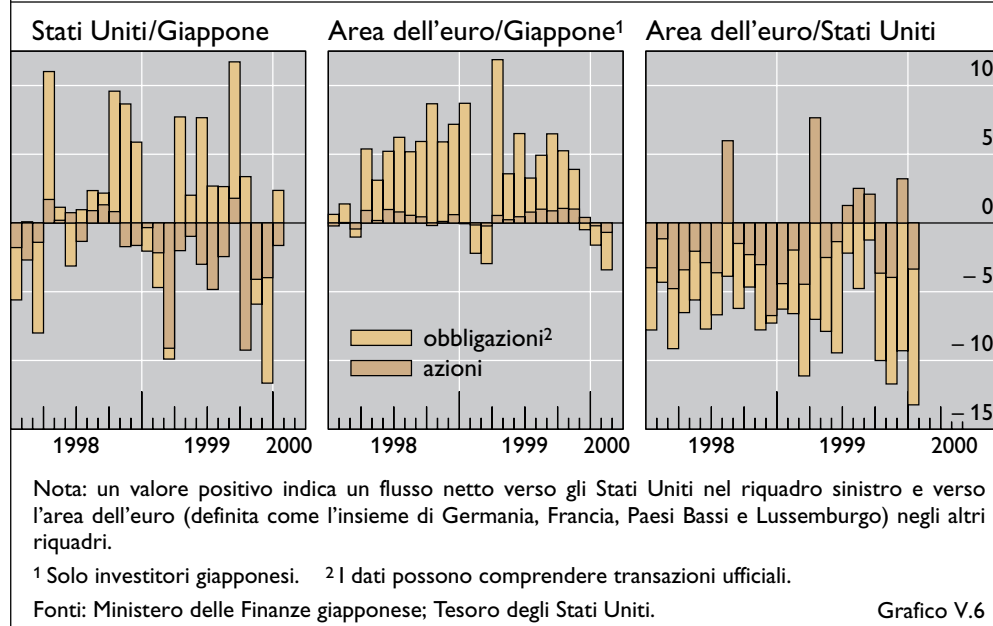
In ogni caso l'effetto dei suddetti fattori tecnici, sebbene potenzialmente importante per l'andamento del cambio a breve, è di norma effimero. Di conseguenza, le oscillazioni dei cambi principali nel medio periodo sono verosimilmente indotte da altre determinanti – quali la dinamica dei flussi di investimento internazionali – solo parzialmente connesse a considerazioni cicliche. Nel 1999 i massicci acquisti netti di azioni giapponesi da parte di investitori statunitensi, superiori a quelli di obbligazioni USA da parte di investitori nipponici, possono aver contribuito a deprimere il dollaro rispetto allo yen (grafico V.6). Parimenti, la forza della moneta statunitense nei confronti dell'euro è in linea

Ruolo dei flussi di investimenti diretti esteri e di portafoglio



## Flussi di portafoglio fra le tre economie maggiori

in miliardi di dollari USA



con i consistenti deflussi per investimenti di portafoglio dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti nel 1999 e nel primo scorcio del 2000. Tali deflussi costituiscono la risultante degli acquisti netti di azioni e obbligazioni USA a opera di investitori dell'area dell'euro e delle vendite nette di attività denominate in euro da parte di investitori statunitensi. Agli effetti sull'euro dei movimenti di portafoglio si sono sommati quelli dell'ancor maggiore flusso di IDE, nella misura di \$130 miliardi verso gli Stati Uniti e di €147 miliardi dall'area dell'euro nel 1999 (si veda anche il Capitolo II). In ogni caso, sebbene la direzione dei flussi netti connessi con le fusioni e acquisizioni tra imprese statunitensi ed europee sia coerente con la debolezza dell'euro rispetto al dollaro, gli annunci di tali accordi o le notizie relative alla realizzazione di transazioni in contante non sembrano aver influito in modo sistematico sul cambio.

La dinamica degli investimenti internazionali può aver riflesso non soltanto fattori ciclici ma, soprattutto nel caso degli IDE, anche la percezione che il ritmo dei cambiamenti strutturali fosse più veloce in alcune aree valutarie rispetto ad altre. Lo spostamento degli investimenti netti di portafoglio a scapito dell'Europa continentale e a favore del Giappone è in linea con le opinioni ottimistiche degli operatori circa il processo di ristrutturazione societaria in corso nel paese asiatico a fronte di una valutazione più scettica del progresso delle riforme strutturali nell'area dell'euro. I deflussi di portafoglio da quest'area potrebbero anche rispecchiare in parte la delusione degli investitori statunitensi per le perdite sulle attività denominate in euro nel 1999 e i guadagni sorprendenti messi a segno su quelle giapponesi. D'altro canto, fatta eccezione per i mesi precedenti la chiusura dell'esercizio finanziario, nel periodo sotto rassegna gli investitori giapponesi hanno acquistato attività in euro.

Oltre ai flussi degli investimenti internazionali, sulla moneta unica europea ha pesato l'atteggiamento dei gestori di passività. Nel 1999 si è osservato un

forte aumento delle emissioni pubbliche e private denominate in euro rispetto alle valute costituenti (grafico VII.4, pagina 139). Sebbene l'assenza di informazioni sulle attività di copertura dei gestori di passività renda difficile stabilire un nesso fra queste emissioni e i movimenti del cambio, lo squilibrio fra le reazioni dei prestatori e quelle dei mutuatari all'introduzione dell'euro può essersi aggiunto ai fattori che hanno agito sulla nuova moneta.

#### *Mercati azionari e tassi di cambio*

Il ruolo dei flussi di portafoglio nei recenti movimenti dei cambi coincide con uno spostamento degli investimenti internazionali dai mercati obbligazionari a quelli azionari (tabella V.2). Ciò solleva la più ampia questione del rapporto fra i valori azionari e i tassi di cambio, stante il timore che una caduta dei listini statunitensi associata a un dollaro calante possa esercitare un effetto deflazionistico sul resto del mondo.

Il grado di sintonia con cui si muovono i corsi azionari e i tassi di cambio varia notevolmente da un paese all'altro. Negli ultimi venticinque anni la correlazione tra i rendimenti mensili sugli indici borsistici e il valore della moneta locale, misurato in termini effettivi nominali, è stata positiva in Australia, Canada, Giappone, Italia e Regno Unito, ma negativa negli Stati Uniti, in Germania e in alcuni altri paesi dell'Europa continentale (tabella V.3). Nell'orizzonte considerato, le variazioni mensili dei cambi hanno riflesso generalmente il 5–20% di quelle dei rendimenti azionari nei paesi in esame.

Anche il segno e l'intensità della relazione statistica fra rendimenti azionari e cambi variano notevolmente nel tempo (grafico V.7). Alla metà degli anni novanta i rendimenti giornalieri sui titoli USA si sono mossi in stretta sintonia con il cambio del dollaro rispetto allo yen e al marco. I comovimenti dei mercati azionari statunitensi e del dollaro sono tornati a intensificarsi nel corso del 1999, quando il cambio yen/dollaro o marco/dollaro ha riprodotto quasi la metà delle oscillazioni giornaliere dei valori azionari USA. Tale correlazione si è tuttavia indebolita notevolmente nel primo scorcio del 2000, allorché a episodi di cedimento dei listini statunitensi non ha fatto riscontro una caduta del dollaro. È degno di nota che lo stesso andamento evidenziato dal grafico V.7 per l'indice

I comovimenti ...

... variano da paese a paese ...

... e nel tempo

Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari <sup>1</sup>								
	1975–79	1980–89	1990–94	1995	1996	1997	1998	1999 p
	in percentuale del PIL							
Stati Uniti								
Obbligazioni	4,0	36,5	94,0	110,2	129,0	163,6	166,3	125,8
Azioni	1,9	6,7	14,7	22,4	27,2	44,3	56,5	53,1
Giappone								
Obbligazioni	2,2	63,3	74,5	55,2	66,1	78,3	72,4	56,0
Azioni	0,6	9,7	9,8	9,6	13,4	17,1	18,2	29,1
Germania								
Obbligazioni	5,3	25,0	87,3	148,8	171,0	211,6	259,1	250,9
Azioni	1,6	7,3	15,2	18,5	24,8	44,7	69,8	83,4

<sup>1</sup> Acquisti e vendite di titoli su base lorda fra residenti e non residenti.  
Fonte: statistiche nazionali.

Tabella V.2



## Mercati azionari e tassi di cambio in determinati paesi industriali<sup>1</sup>

AU	CA	JP	IT	GB	FR	US	SE	CH	DE
0,20**	0,17*	0,11*	0,10	0,06	-0,02	-0,06	-0,08	-0,09	-0,15**

Nota: legenda delle sigle dei paesi in calce al grafico Il.2. I simboli \* e \*\* indicano significatività statistica al livello del 95 e 99% rispettivamente.

<sup>1</sup> Coefficienti di correlazione per il periodo 1975–2000 tra i rendimenti mensili del mercato azionario e i tassi di cambio effettivi nominali, definiti come differenziali logaritmici.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

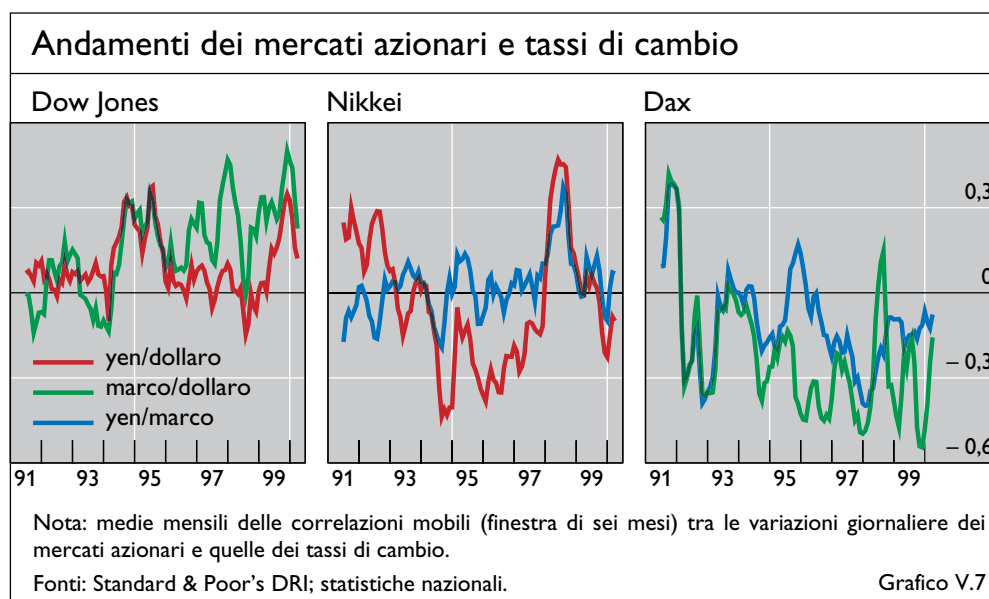
Tabella V.3

Dow Jones è osservabile nel più ampio indice di Standard & Poor's e in quello del Nasdaq, che attribuisce maggior peso ai titoli del settore tecnologico.

Le correlazioni fra i movimenti giornalieri dei mercati azionari giapponese e tedesco e l'andamento dello yen e del marco (o dell'euro) appaiono diverse. I rendimenti sul Nikkei e sul cambio yen/dollaro si sono mossi in sintonia nel 1996 e 1997, quando alla tendenza calante dei listini giapponesi si è accompagnato l'indebolimento della moneta locale. Contrariamente a quanto è avvenuto con il Dow Jones e il dollaro, tuttavia, nel 1999 le variazioni giornaliere del Nikkei e dello yen non hanno evidenziato una forte correlazione. Il rapporto fra il mercato azionario tedesco e il marco è ancora meno evidente, giacché negli ultimi cinque anni i rialzi del Dax sono stati spesso correlati positivamente con le variazioni del marco sul dollaro ma non sullo yen. Per giunta, il deprezzamento dell'euro nel 1999 ha coinciso con una fase ascendente del Dax (e di altri indici azionari nell'area dell'euro).

Nel complesso, questi risultati stanno a indicare l'esistenza di un rapporto debole fra i movimenti dei cambi e i rendimenti azionari. Sui movimenti dei principali cambi bilaterali non sembra influire in misura significativa l'andamento (assoluto o relativo) dei listini statunitensi, giapponesi e tedeschi. Inoltre, il profilo temporale di tali correlazioni non consente di ricollegarle in generale alle principali grandezze macroeconomiche fondamentali, quale ad esempio l'andamento del ciclo, né all'indirizzo relativo delle politiche monetarie.

Correlazione complessivamente debole



## Andamenti in altri mercati valutari

I movimenti delle principali valute europee esterne all'area dell'euro sono stati determinati in larga misura da fattori ciclici. Le monete degli altri paesi industriali hanno altresì reagito ai cambiamenti di tendenza dei prezzi delle materie prime. Le divise dei paesi emergenti sono rimaste alquanto stabili per effetto del migliorato quadro interno, di più elevati corsi dei prodotti di base e dell'ampia liquidità a livello mondiale. In tali paesi i mercati azionari hanno seguito abbastanza da vicino quelli statunitensi e il cambio della moneta locale con il dollaro.

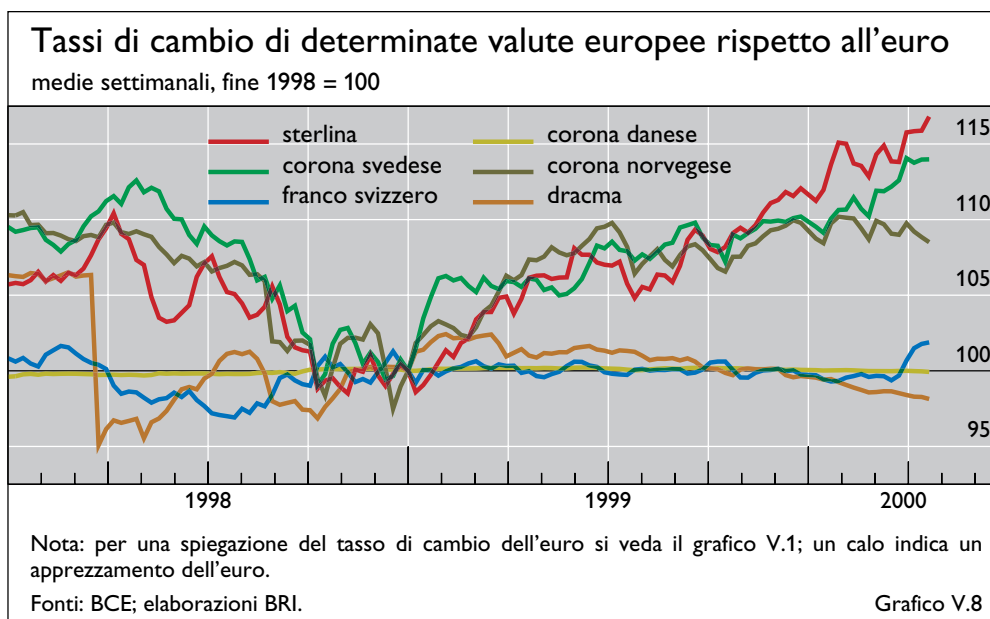
### Valute europee

La sterlina ha attraversato una fase protratta di vigore, nel contesto di un'economia vicina alla piena capacità e di tassi d'interesse a breve elevati rispetto ad altre economie industriali. Fra gennaio 1999 e marzo 2000 la moneta britannica si è apprezzata di circa il 15% sull'euro (grafico V.8), mentre è rimasta pressoché stabile nei confronti del dollaro e in termini effettivi reali si è avvicinata al record storico del 1980. Sia negli andamenti di più lungo periodo sia nelle variazioni giornaliere, la sterlina mantiene una posizione intermedia fra il dollaro e l'euro, così come aveva fatto con il marco in passato quando tendeva a condividere circa la metà dei movimenti giornalieri della valuta statunitense rispetto a quella tedesca.

Analogamente alla sterlina, la corona svedese si è apprezzata costantemente sulla moneta unica europea nel periodo sotto rassegna, in un contesto di differenziali di crescita positivi fra la Svezia e l'area dell'euro (Capitolo II). Nel complesso, i comovimenti della valuta svedese con l'euro richiamano quelli registrati in passato con il marco. In media, durante il 1999, a ogni deprezzamento dell'1% dell'euro nei confronti del dollaro ha corrisposto un indebolimento della corona svedese di circa lo 0,7% nei confronti della valuta statunitense.

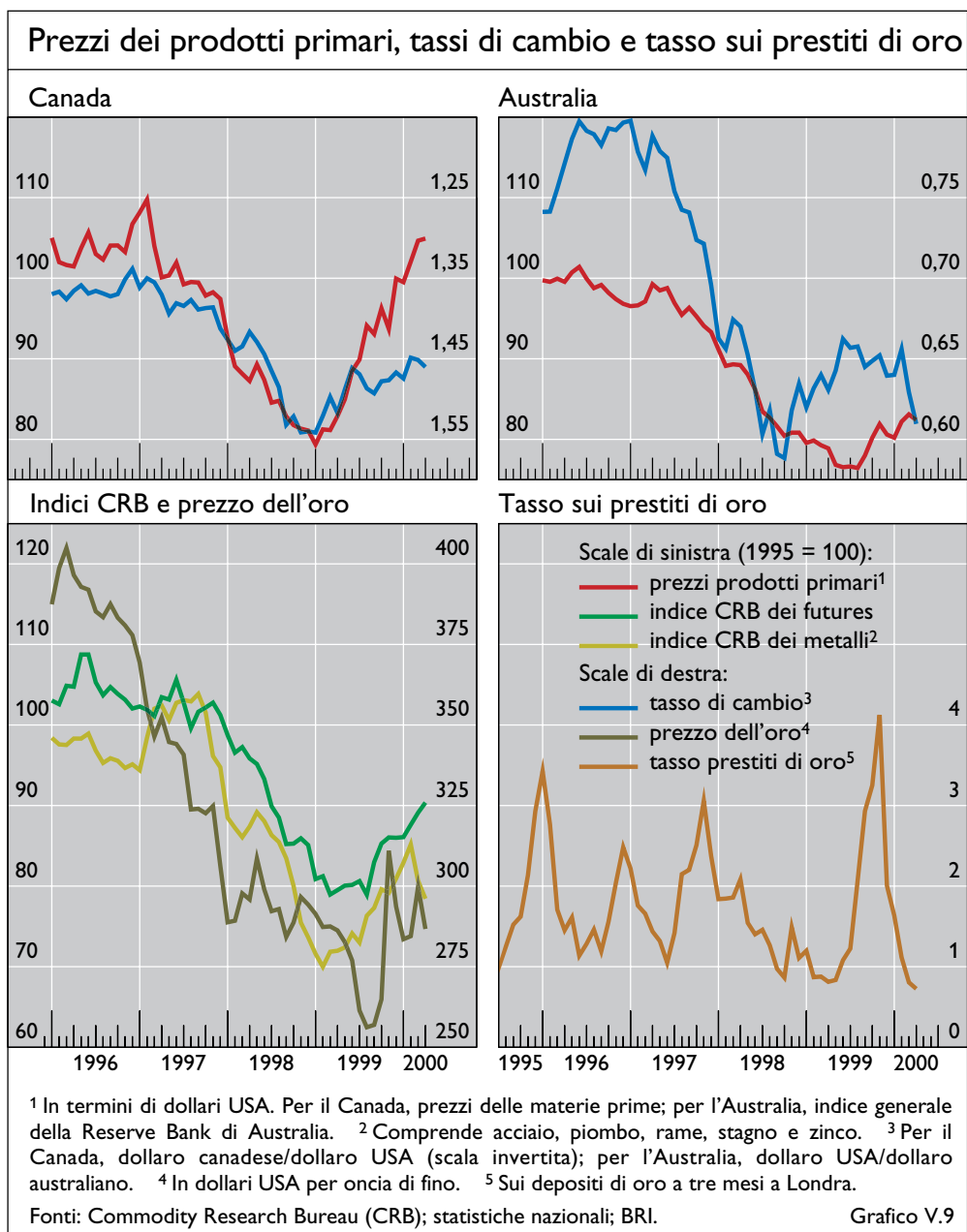
Andamenti ciclici hanno sostenuto la sterlina ...

... e la corona svedese



Cambia il rapporto tra franco svizzero ed euro

Nel 1999 il franco svizzero ha oscillato per lo più entro una fascia ristretta di 1,59–1,61 rispetto all'euro e ha seguito mediamente le variazioni giornaliere della moneta unica europea sul dollaro. Il più stretto comovimento della divisa elvetica e dell'euro è stato associato alla sostanziale sincronia delle manovre monetarie in corso d'anno. Ciò contrasta con il comportamento evidenziato in passato, quando il franco svizzero tendeva a perdere (guadagnare) valore rispetto al marco allorché quest'ultimo si indeboliva (rafforzava) nei confronti del dollaro. Il consistente spostamento delle contrattazioni dal marco – il predecessore dell'euro più scambiato – verso il dollaro ha confermato l'opinione degli operatori in cambi, secondo i quali il più stretto collegamento tra il franco svizzero e l'euro aveva ridotto le opportunità di profitto su questo mercato. A fine marzo 2000, tuttavia, le autorità elvetiche inasprivano l'orientamento della politica monetaria in misura molto superiore alla BCE e nelle settimane successive il franco svizzero guadagnava il 2,5% rispetto all'euro.

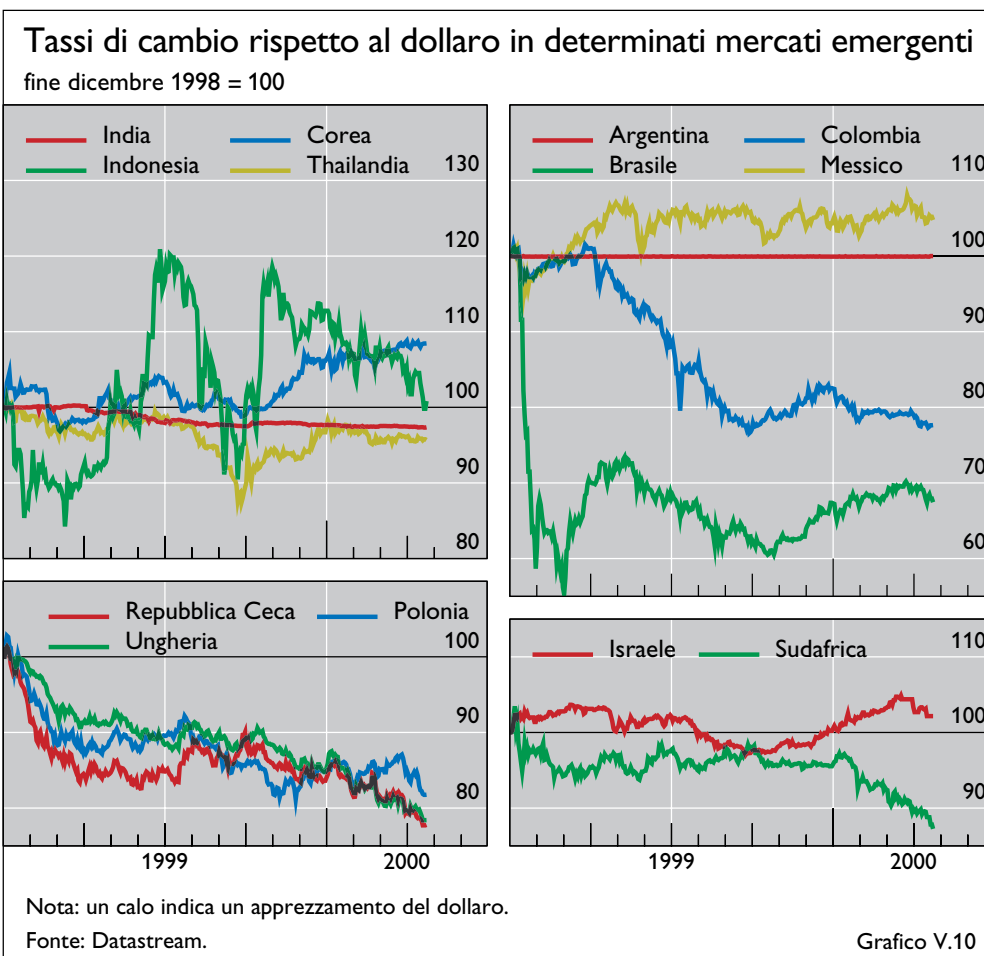


### Valute di altri paesi industriali

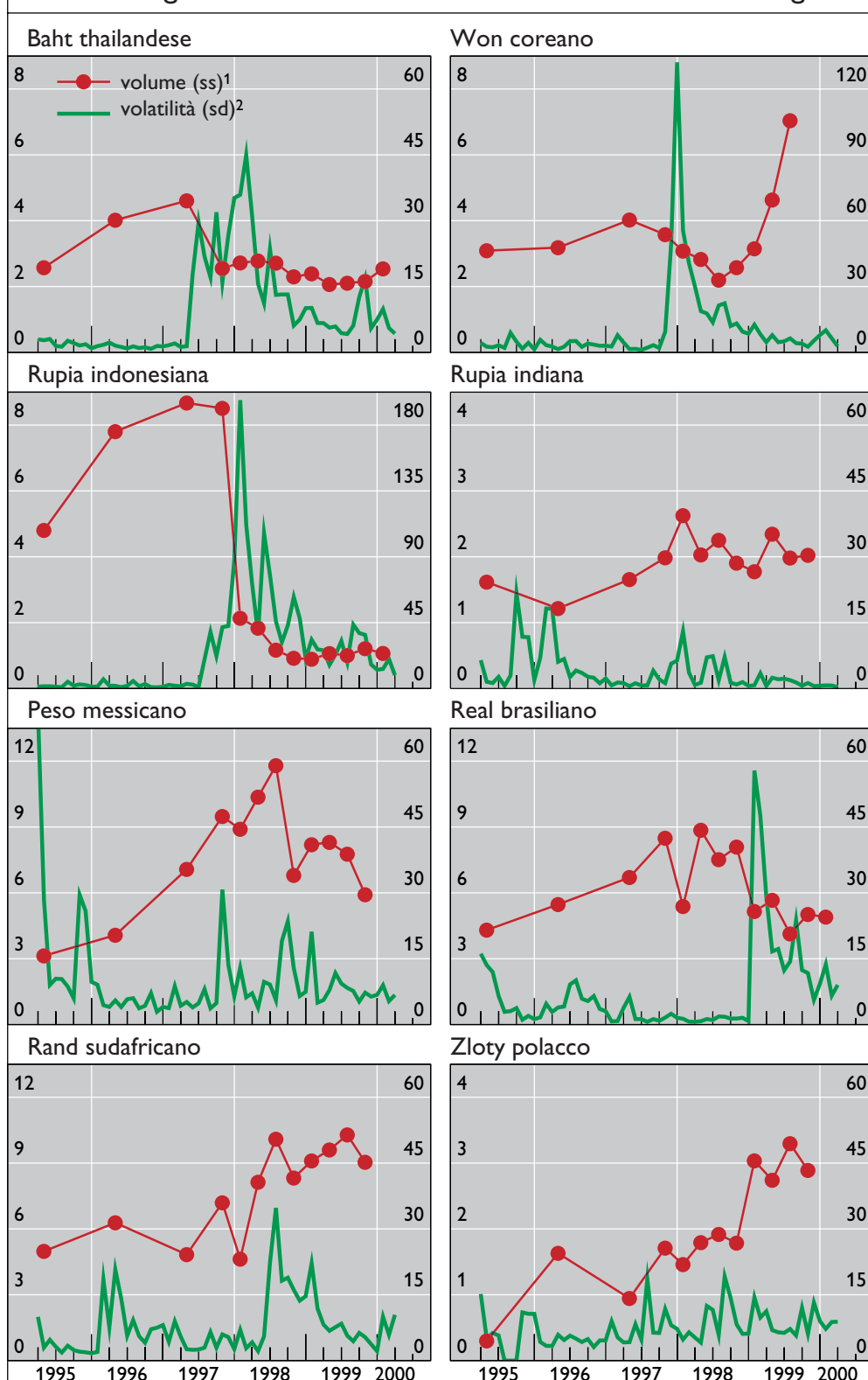
I prezzi delle materie prime sono tradizionalmente considerati un'importante determinante del dollaro canadese e, in misura ancora maggiore, del dollaro australiano. Si ritiene di norma che gli operatori in cambi al di fuori dei due paesi associno entrambe le monete all'indice CRB (Commodity Research Bureau), salito del 10% dalla metà del 1999. L'anno scorso tale legame pare essersi indebolito. In estate, allorché i prezzi dei prodotti di base segnavano un recupero dopo la flessione degli ultimi anni, il dollaro canadese si rafforzava, mentre quello australiano perdeva terreno contro il dollaro USA (grafico V.9). Tale divergenza è parzialmente imputabile al fatto che gli operatori hanno iniziato a dare maggiore rilevanza alla diversa composizione merceologica delle esportazioni australiane e canadesi, in quanto l'indice delle materie prime relativo al Canada è salito prima e in modo molto più deciso rispetto a quello corrispondente per l'Australia. Anche le attese di un rallentamento economico in Australia a fronte di indicazioni di una crescita persistentemente robusta in Canada possono avere agito come concausa.

Andamenti divergenti delle monete australiana e canadese

Secondo gli osservatori, la debolezza dei mercati valutari e azionari australiani nei primi mesi del 2000 è attribuibile al fatto che nelle valutazioni degli investitori esteri ha pesato la presenza modesta di titoli tecnologici nel listino locale. Ciò tenderebbe a marchiare l'Australia, a differenza del Canada, come un'economia "vecchia" anziché "nuova". Una valutazione degli effetti del settore tecnologico sui mercati dei cambi è tuttavia ancora molto prematura.



## Volume degli scambi e volatilità in determinati mercati emergenti



<sup>1</sup> Stime del volume locale giornaliero degli scambi nella moneta nazionale nel mese indicato (in miliardi di dollari USA), fornite dalle rispettive banche centrali, al netto delle duplicazioni, tranne per: Messico, Brasile e Sudafrica, il cui volume comprende altre valute; Indonesia e Polonia, su base lorda; Thailandia, media relativa al secondo semestre 1995 e media annua per il 1996; Indonesia, medie annue per il 1995 e il 1996. <sup>2</sup> Scarto quadratico su un mese annualizzato dei movimenti percentuali giornalieri del cambio rispetto al dollaro USA.

Fonti: banche centrali; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico V.11

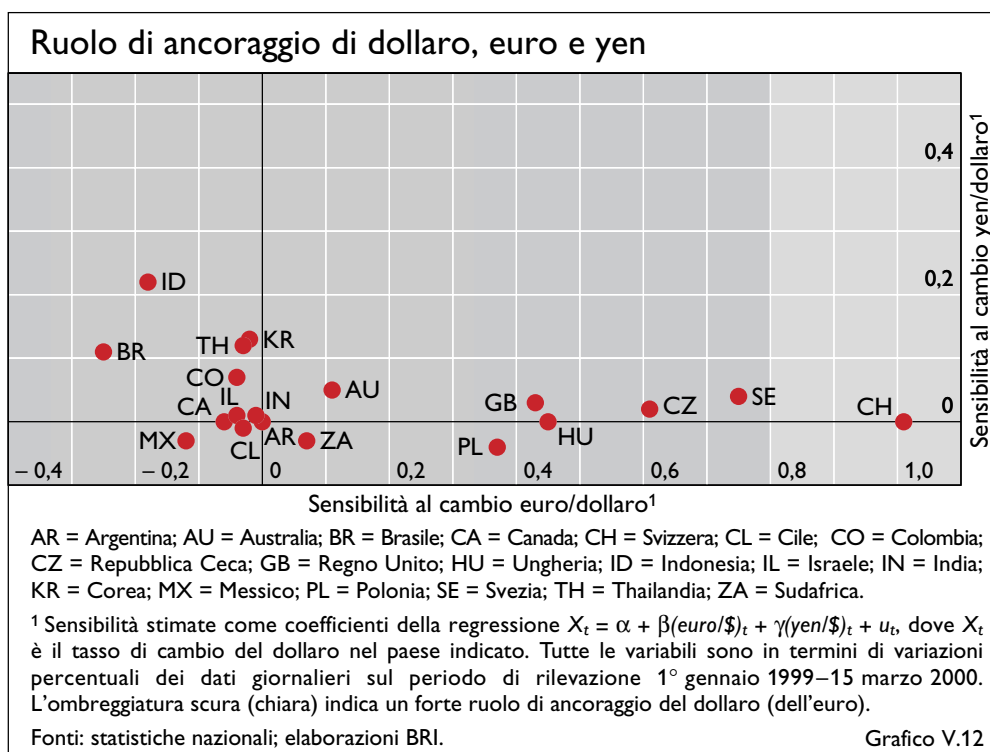
Per giunta, benché tale settore non rappresenti una parte considerevole dell'economia australiana, la forte crescita della produttività interna sta a indicare che l'Australia è un grande utilizzatore delle nuove tecnologie.

#### Valute dei mercati emergenti

Contrariamente agli ultimi anni, nel periodo sotto rassegna i mercati valutari dei paesi emergenti sono rimasti piuttosto calmi. Durante il 1999 e i primi mesi del 2000 gran parte delle monete asiatiche ha ampiamente mantenuto o rafforzato la propria posizione (grafico V.10). Nella seconda metà del 1999 il won si è apprezzato di circa il 7% sul dollaro, mentre il baht e la rupia hanno prima perso e poi recuperato terreno. Nei mesi successivi all'attacco speculativo portato contro il real e alla sua susseguente fluttuazione, i mercati latino-americani sono stati oggetto di alcune pressioni, in particolare in Colombia – dove il peso ha accusato un marcato cedimento tra aprile e luglio 1999 – e in Ecuador, dove la dollarizzazione è stata introdotta ufficialmente agli inizi del 2000. I mercati valutari della regione sono stati tuttavia risparmiati da gravi turbative. Le monete dell'Europa orientale sono rimaste generalmente stabili rispetto all'euro e hanno perso circa il 20% sul dollaro. Altrove, il rand ha subito pressioni agli inizi del 1999 e di nuovo nel gennaio 2000 in corrispondenza di un allentamento della politica monetaria.

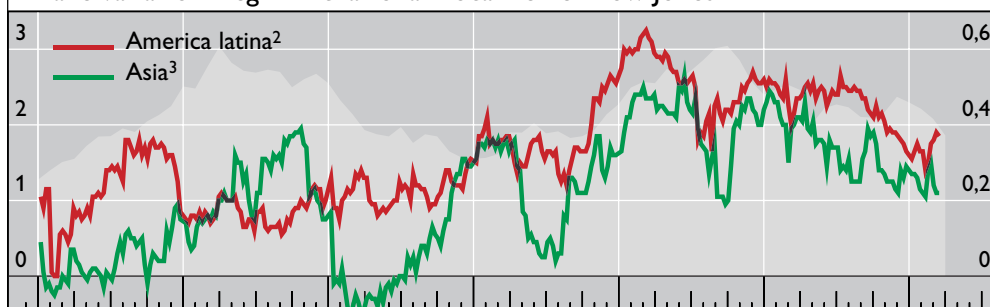
Mercati  
generalmente calmi

In generale, la volatilità dei cambi in Asia e su determinati mercati latino-americani ha continuato a diminuire, pur restando in alcuni paesi superiore ai valori registrati prima della crisi asiatica nel 1997 e 1998 (grafico V.11). I volumi delle contrattazioni locali sono apparsi stabili o in crescita, sebbene in molti casi ancora ben al disotto dei livelli raggiunti alla metà degli anni novanta. Un'eccezione di rilievo è rappresentata dal mercato dei cambi coreano: l'attività

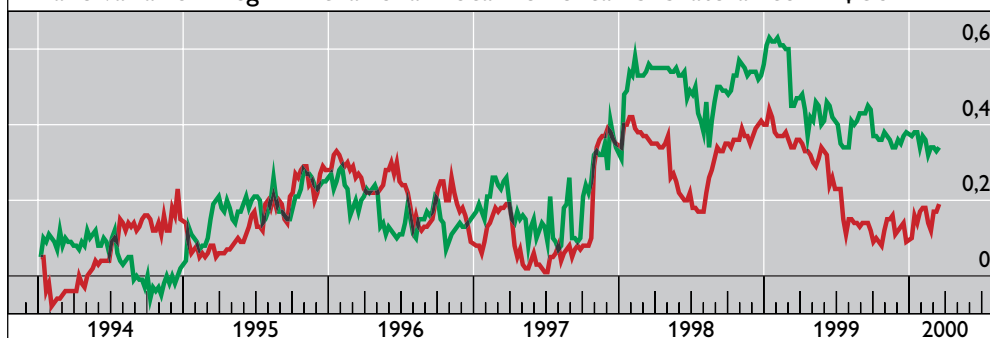


## Correlazione fra i mercati azionari e i tassi di cambio nei mercati emergenti

Fra le variazioni degli indici azionari locali<sup>1</sup> e del Dow Jones



Fra le variazioni degli indici azionari locali<sup>1</sup> e dei cambi bilaterali con il \$USA



Nota: le correlazioni mobili sono calcolate su una finestra di 26 settimane. L'area ombreggiata (ss) indica la media ponderata con il PIL dei tassi overnight reali sui mercati eurovalutari per Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia e Regno Unito.

<sup>1</sup> Espressi in dollari USA. <sup>2</sup> Media semplice di Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>3</sup> Media semplice di Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico V.13

ha evidenziato un'impennata nel 1999 in corrispondenza di una fase di forte espansione dei mercati azionari locali, i quali hanno ricevuto afflussi dall'estero per \$5,2 miliardi nel 1999 e per oltre \$6 miliardi tra gennaio e metà marzo 2000.

Il miglioramento della situazione in generale ha riflesso in larga misura fattori interni, quali la ripresa della crescita. In alcuni paesi asiatici, ingenti attivi di parte corrente associati agli afflussi di capitale hanno esercitato pressioni al rialzo sul cambio e in taluni casi le autorità monetarie sono intervenute sul mercato valutario per contenere l'apprezzamento della divisa nazionale.

Nel periodo sotto rassegna le valute asiatiche e latino-americane hanno continuato a subire il forte influsso del dollaro e in generale a seguire molto da vicino i movimenti di quest'ultimo rispetto allo yen e all'euro (grafico V.12). Per contro, il ruolo della moneta nipponica è rimasto modesto anche nella regione asiatica, mentre l'influenza dell'euro ha ricalcato quella del marco.

Al migliorato andamento delle monete dei paesi emergenti può avere concorso anche la forte ascesa dei mercati azionari statunitensi, che è apparsa incidere in modo estremamente positivo sui listini locali. Benché i bassi tassi d'interesse in tali paesi possano aver favorito l'acquisto di titoli azionari da parte degli investitori locali, è altresì vero che negli ultimi anni gli indici di borsa nazionali hanno mostrato una grande sintonia con quelli statunitensi (grafico V.13). Inoltre, nello stesso periodo i mercati azionari locali e i cambi delle monete

Ruolo del dollaro ...

... e dei mercati azionari USA

nazionali con il dollaro hanno evidenziato un'elevata correlazione. Dato lo stretto legame fra le valute dei paesi asiatici e latino-americani emergenti e il dollaro, tale correlazione sembra parzialmente dovuta all'influenza generale esercitata dalle manovre correttive della politica monetaria statunitense.

Nel 1999 e nei primi mesi del 2000 anche diversi altri fattori esterni hanno influito in senso positivo sulle valute delle economie emergenti. Il recupero dei corsi delle materie prime nell'estate 1999 ha favorito le monete dei paesi tradizionalmente esportatori di prodotti di base. Quel che è più importante, la persistente ampia liquidità sui mercati finanziari internazionali (si veda l'area ombreggiata del grafico V.13) ha avuto un effetto complessivamente benefico sui mercati emergenti.

### Cambiamenti strutturali e attività sui mercati dei cambi

Il periodo sotto rassegna è stato contraddistinto da un'attività complessivamente moderata sui mercati dei cambi. Stime non ufficiali degli operatori indicano che nei principali centri i volumi delle contrattazioni hanno registrato un sensibile calo a partire dall'autunno 1998, quando l'attività si era fortemente ridotta in risposta alla diffusa turbolenza sui mercati finanziari e alla connessa contrazione della liquidità a livello mondiale. Oltre agli andamenti nel breve periodo, anche i grandi cambiamenti strutturali che hanno interessato i mercati valutari negli ultimi anni possono aver contribuito a contenere gli scambi. Una questione importante è se tale contenimento si sia anche riflesso nei livelli persistentemente modesti di liquidità.

Il ridimensionamento dei mercati europei è iniziato alcuni anni prima dell'avvio della UEM. I dati delle indagini triennali delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati del 1995 e del 1998 stanno a indicare che l'approssimarsi della UEM aveva determinato un graduale calo dell'attività totale in cambi, pari a circa l'8%. Nel 1999 tale calo non è stato compensato da un aumento delle contrattazioni in euro rispetto alle valute in esso confluite. La quota degli scambi fra euro e dollari nel 1999 è stata pressoché equivalente a quella aggregata di marco tedesco, franco francese e lira italiana contro dollari dell'aprile 1998. Anche il mercato euro/yen non superava quello della coppia marco/yen nel 1998. Gli sforzi delle banche commerciali per controbilanciare la prevista perdita di introiti per il calo delle contrattazioni europee avevano sorretto la rapida espansione dei mercati valutari nelle economie emergenti. Tuttavia, con lo scoppio della crisi asiatica l'attività è diminuita anche su questi mercati e non ha pertanto compensato la contrazione registrata in Europa.

Oltre a determinare la scomparsa delle transazioni intraeuropee, l'avvento dell'euro pare avere influito indirettamente sul livello di contrattazioni valutarie, stimolando il processo di concentrazione del settore bancario nell'Europa continentale (Capitolo VII) e il conseguente calo del numero di operatori. A ciò si è aggiunto l'intensificarsi delle operazioni di fusione e acquisizione nei sistemi creditizi statunitense e britannico negli ultimi anni.

Ai minori volumi di scambi nel 1999 può altresì avere contribuito l'accelerazione della tendenza alla concentrazione fra gli intermediari in cambi. Nel corso dell'anno l'intermediazione elettronica si è diffusa ulteriormente sul

Attività mondiale  
sottotono ...

... per effetto della  
UEM ...

... e della crescita  
dell'intermediazione  
elettronica



mercato a pronti a scapito dei tradizionali canali di brokeraggio telefonico o di negoziazione diretta. Tra il 1995 e il 1998 la quota di intermediazione elettronica sui mercati valutari a pronti è passata da circa il 10% a pressoché il 15%. La percentuale è raddoppiata nei due anni successivi e pare essersi attestata tra il 50 e l'80% in taluni segmenti di mercato, ad esempio quelli delle principali monete.

Il successo dei sistemi elettronici di intermediazione è largamente riconducibile ai minori costi, alla maggiore efficienza e soprattutto alla più grande trasparenza di tali sistemi rispetto ai mezzi tradizionali. I mercati valutari a pronti sono tradizionalmente opachi per la difficoltà di divulgare informazioni sui prezzi in assenza di strutture accentrate. In passato gli operatori dovevano eseguire una serie di transazioni per ottenere informazioni sui prezzi di mercato. Chi si avvale dell'intermediazione elettronica può invece conoscere immediatamente la quotazione "migliore" disponibile sul mercato e nei propri confronti, in funzione dei limiti di credito propri e di quelli della controparte, senza dover passare attraverso un incerto processo di ricerca del prezzo. Ne consegue che rispetto ai mezzi tradizionali la contrattazione telematica consente agli operatori in cambi di ridurre notevolmente il numero di operazioni eseguite. Condizioni invariate di liquidità possono pertanto essere compatibili con una contrazione degli scambi. Un'ulteriore conseguenza è rappresentata dal drastico assottigliamento degli scarti denaro-lettera sui cambi principali, arrivati a circa 2-3 centesimi di centesimo di dollaro USA.

Se l'intermediazione elettronica ha certamente avuto un impatto negativo sui volumi degli scambi, dall'evidenza empirica non risulta affatto chiaro che la liquidità ne abbia sofferto, dato il modo agevole ed economico in cui possono essere modificate le posizioni, né è evidente l'influsso sulla liquidità esercitato dagli altri cambiamenti strutturali sopra descritti. In rapporto alla media dei due

Effetti sulla  
volatilità

Volatilità sui principali mercati valutari			
	Yen/dollaro	Yen/euro <sup>1</sup>	Dollaro/euro <sup>1</sup>
Volatilità storica <sup>2</sup>			
1980-89	10,1	7,3	11,4
1990-98	10,9	10,4	10,3
Volatilità implicita <sup>3</sup>			
1997	11,6	10,9	10,1
1998	16,1	14,9	9,8
1999	14,5	14,4	10,0
2000 1° trimestre	13,6	16,5	13,5
Differenza minimo-massimo <sup>4</sup>			
1997	6,9	...	...
1998	17,7	15,8	0,4
1999	14,3	17,4	2,7
2000 1° trimestre	4,6	16,9	21,5

<sup>1</sup> Prima del 1999, yen/marco e dollaro/marco. <sup>2</sup> Scarto quadratico annualizzato dei rendimenti giornalieri calcolati sui mesi solari. <sup>3</sup> A un mese. <sup>4</sup> Frequenza delle giornate, in percentuale, in cui la differenza infragiornaliera fra il massimo e il minimo è stata superiore al 2%.

Fonti: BCE; Standard & Poor's DRI; elaborazioni BRI. Tabella V.4

ultimi decenni, negli anni recenti è intervenuto un aumento della volatilità soprattutto sui mercati dollaro/yen ed euro (marco)/yen (tabella V.4). Il calo senza precedenti del 10% per due giorni consecutivi subito dal dollaro nei confronti dello yen agli inizi dell'ottobre 1998 dimostra che in determinati momenti anche l'ampiezza delle variazioni infragiornaliere è stata maggiore. Inoltre, esistono indicazioni di un intensificarsi della frequenza di bruschi movimenti infragiornaliere del cambio, come ad esempio il calo di ¥3 dell'euro nel volgere di poche ore il 28 febbraio 2000. Durante il 1999 non sembra invece cambiata la persistenza dei picchi di variabilità. Nel complesso, quindi, è ancora presto per dire se il profilo della volatilità sia variato in modo significativo.

### Andamenti nel mercato dell'oro

Per il mercato dell'oro il periodo sotto rassegna è stato ricco di eventi. Nei primi tre trimestri del 1999, il prezzo del metallo è sceso da circa \$291 l'oncia in gennaio al minimo di \$254 di fine agosto (grafico V.9). Nel resto del periodo sono intervenuti due accadimenti di rilievo. Il primo è il rialzo delle quotazioni auree di circa un quarto nei quindici giorni successivi all'accordo sull'oro delle banche centrali del 26 settembre 1999. Nel corso delle settimane seguenti il metallo ha poi ceduto parte del terreno guadagnato in un mercato estremamente volatile. Il secondo evento risale al 7 febbraio 2000, quando la decisione di un'importante miniera aurifera di modificare le proprie strategie di copertura ha determinato nel volgere di poche ore un rialzo dei corsi pari a circa \$20 l'oncia. Tale rincaro è stato tuttavia neutralizzato nei giorni successivi.

Fattori di lungo periodo, ciclici e di natura più tecnica, hanno pesato sulle quotazioni dell'oro nel periodo in esame. Durante il decennio precedente, il ridimensionamento delle attese inflazionistiche a livello mondiale aveva ridotto l'attrattiva del metallo come riserva di valore deprimendone i prezzi. Negli ultimi anni avevano altresì gravato sui prezzi dell'oro il generale calo dei corsi delle materie prime e la debolezza della domanda nella regione asiatica. Alla notevole flessione del 1999 ha inoltre contribuito la forte crescita delle vendite a termine da parte dei produttori di oro. Per sostenere i prezzi correnti e tutelarsi da cedimenti futuri, nei primi nove mesi dell'anno le miniere aurifere hanno intensificato di oltre il 400% le vendite di copertura, un aumento equivalente a circa il 10% dell'offerta annua totale del metallo. Il deciso rialzo del tasso sui prestiti di oro nell'estate 1999 ha causato difficoltà alle banche che normalmente acquistano dai produttori oro a termine con scadenze lunghe e si coprono mutuando il metallo a breve scadenza e rivendendolo sul mercato a pronti. Nel 1999 i produttori sembrano aver iniziato a fissare i prezzi su scadenze più lunghe (10–15 anni invece di 5–10), e le banche hanno reagito tentando di estendere la scadenza dei prestiti di oro oltre l'orizzonte temporale dei 3–6 mesi. Nonostante l'allentamento delle condizioni sul mercato dei prestiti di oro in autunno, anche l'attività di copertura sembra aver concorso a determinare l'aumento temporaneo della volatilità nell'ottobre 1999 e la brusca impennata delle quotazioni del 7 febbraio 2000, quando l'oro è balzato da \$294 a 313.

Disponibilità ufficiali di oro <sup>1</sup>		
	Tonnellate	Quota del totale (in %)
Firmatari <sup>2</sup>	15 998	47,6
Germania	3 469	10,3
Francia	3 024	9,0
Svizzera	2 590	7,7
Italia	2 452	7,3
Paesi Bassi	1 012	3,0
BCE	747	2,2
Regno Unito	665	2,0
Portogallo	607	1,8
Spagna	523	1,6
Austria	407	1,2
Belgio	258	0,8
Svezia	185	0,6
Finlandia	49	0,1
Irlanda	6	–
Lussemburgo	2	–
Altri	17 623	52,4
<i>di cui:</i>		
Stati Uniti	8 138	24,2
FMI	3 217	9,6
Giappone	754	2,2
BRI	192	0,6
Sudafrica	124	0,4
Australia	80	0,2

<sup>1</sup> A fine settembre 1999. <sup>2</sup> Firmatari dell' accordo sull'oro delle banche centrali del 26 settembre 1999.  
 Fonti: FMI; World Gold Council; BRI. Tabella V.5

L'accordo congiunto sostiene il prezzo dell'oro

L'accordo sull'oro, che ha sospinto verso l'alto i corsi del metallo a fine settembre 1999, è stato concluso dalle banche centrali appartenenti all'Euro-sistema insieme alla Banca d'Inghilterra, alla Sveriges Riksbank e alla Banca nazionale svizzera, che nel complesso detengono circa la metà delle riserve auree ufficiali totali (tabella V.5). Le istituzioni firmatarie si sono impegnate a limitare le vendite di oro a un massimo di circa 400 tonnellate l'anno e di 2 000 tonnellate nell'arco di un quinquennio. Esse hanno altresì affermato che l'oro sarebbe rimasto un elemento importante delle riserve ufficiali, che soltanto le vendite già programmate sarebbero state perfezionate e che esse non avrebbero ampliato le proprie attività sui mercati dei prestiti di oro e dei derivati su oro. Il suddetto accordo è parso arrestare l'andamento flettente del metallo, che dopo l'annuncio è rimbalzato da circa \$260 a oltre \$330 ai primi di ottobre. Nel complesso, da allora il mercato è tornato a condizioni più distese.

Nel periodo in esame l'andamento dei corsi dell'oro è stato ricondotto anche alle informazioni sulle vendite delle disponibilità ufficiali del metallo da parte delle banche centrali. Sebbene di per sé potenzialmente in grado di modificare l'equilibrio tra la domanda e l'offerta corrente di oro, tali vendite sono state tuttavia relativamente esigue rispetto alle dimensioni del mercato.

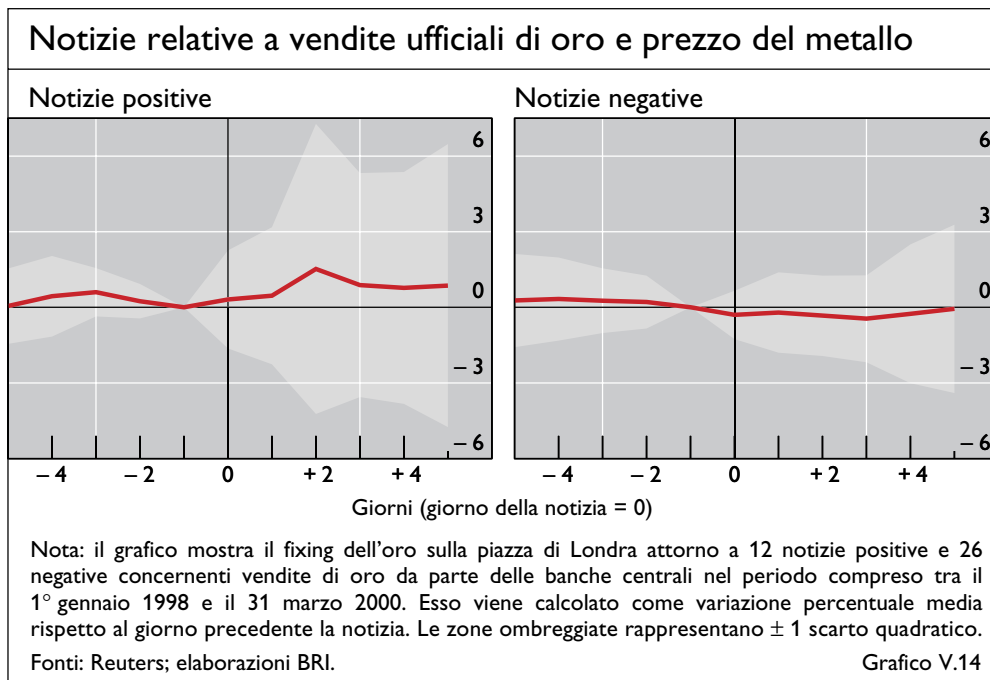
Ad esempio, una vendita di 100 tonnellate equivale a circa il 4% della produzione annua mondiale stimata e a pressoché il 10% del volume di scambi medio giornaliero sul mercato a pronti di Londra. Una spiegazione alternativa dell'influenza delle vendite ufficiali di oro consiste nel fatto che nonostante l'entità relativamente ridotta esse forniscono importanti segnali di intenzioni future. Le banche centrali, con riserve auree ufficiali per circa 33 000 tonnellate equivalenti a 13 anni di produzione, costituiscono assieme al FMI il principale gruppo di detentori; pertanto, l'aspettativa di vendite future influirebbe probabilmente sui prezzi correnti.

Dati gli effetti che l'accordo sull'oro delle banche centrali ha avuto sulle quotazioni auree, è interessante analizzare l'andamento di queste ultime attorno alle giornate in cui notizie di vendite ufficiali hanno raggiunto il mercato nel periodo gennaio 1998–marzo 2000. Sebbene l'analisi consideri le notizie piuttosto che i dati effettivi delle vendite, essa è in linea con l'ipotesi avanzata in precedenza, secondo la quale le notizie influiscono più delle effettive operazioni sul comportamento del mercato e di conseguenza sul prezzo dell'oro. Tali notizie possono essere suddivise in due categorie secondo il segno – positivo o negativo – dei loro potenziali effetti ex ante sulle quotazioni auree. Tra quelle positive figurano le decisioni di non procedere alle vendite di metallo programmate e i commenti ufficiali contrari alle vendite. Tra quelle negative rientrano segnalazioni di vendite ufficiali effettive o prospettiche. Ovviamente tale classificazione non è inoppugnabile. Informazioni su una transazione già perfezionata, ma annunciata a posteriori, possono influire in senso positivo sui corsi del metallo in quanto il mercato trarrebbe incoraggiamento dal fatto che la vendita è già stata assorbita.

Nei giorni contrassegnati dall'arrivo di notizie negative sulle vendite il prezzo dell'oro è in media diminuito (grafico V.14). Il calo è stato tuttavia molto contenuto (non superiore allo 0,25%) e quasi del tutto neutralizzato nei giorni

Effetto delle informazioni sulle vendite ufficiali di oro ...

... mediamente non significativo



successivi. I corsi sono invece mediamente aumentati in occasione di notizie positive, ma anche in questo caso in modo soltanto temporaneo. Occorre rilevare che quest'ultimo esito è principalmente da ascrivere all'accordo fra le banche centrali del 26 settembre 1999. Se si esclude tale evento, a tutte le altre notizie positive ha fatto seguito in media un calo modesto delle quotazioni auree.

Fatte salve le precisazioni summenzionate, l'analisi indica che negli ultimi due anni le notizie di vendite ufficiali di oro sui corsi del metallo hanno avuto un effetto rilevante solo occasionalmente, mentre in media l'impatto non è stato significativo. Questo apparente enigma può essere spiegato con il fatto che fra il 1998 e i primi mesi del 2000 gran parte delle notizie è stata di natura retrospettiva, nel senso che ha riguardato vendite già avvenute.