

V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

Tra gli andamenti di rilievo sui mercati valutari nel 2000 figura il persistente vigore del dollaro USA nei confronti di gran parte delle altre monete e in particolare dell'euro. Proseguendo tendenze iniziate nel 1999, lo yen ha espresso una relativa stabilità al livello sorprendentemente elevato raggiunto lo scorso anno rispetto alla valuta statunitense, mentre la moneta unica ha accusato una generale debolezza. Negli ultimi trimestri tali tendenze hanno segnato una parziale inversione allorché la divisa giapponese si è deprezzata e quella europea ha evidenziato un leggero recupero.

Sui movimenti delle valute principali sembrano aver influito soprattutto i differenziali di crescita prospettica e i flussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio. In autunno una serie di interventi ufficiali sui cambi ha fornito un certo sostegno all'euro. Il rinnovato vigore del dollaro rispetto all'euro agli inizi del 2001 risulta particolarmente enigmatico alla luce della decelerazione inaspettatamente brusca dell'economia statunitense e del connesso allentamento monetario. Esso è parso indicare attese radicate circa le prospettive di crescita a medio termine nelle due aree economiche. Di fatto, in netto contrasto con l'esperienza degli anni ottanta e di gran parte degli anni novanta, i differenziali di tasso d'interesse sono sembrati influire sui cambi soprattutto tramite il loro effetto sulle aspettative di crescita.

Anche l'entità delle oscillazioni di alcune altre valute è stata abbastanza anomala rispetto ai parametri storici. Il dollaro australiano e quello neozelandese hanno toccato minimi assoluti, mentre la moneta canadese è arretrata sensibilmente. Un andamento diverso dal passato è stato seguito altresì dal franco svizzero, che si è rafforzato sull'euro allorché questo ha perso valore rispetto al dollaro USA.

Dopo una fase di relativa stabilità nel 1999, nel corso del 2000 varie monete dei paesi emergenti hanno iniziato a indebolirsi in rapporto al dollaro in un contesto di rallentamento della domanda mondiale e di calo dei prezzi azionari USA. A prescindere da episodi isolati di tensione, in generale i mercati valutari sono stati calmi.

A livello mondiale l'attività in cambi si è attestata su livelli nettamente inferiori a quelli del 1998. Nel contempo, gli spreads denaro-lettera per le principali coppie di valute sono rimasti ristretti. Mentre la volatilità a breve termine è aumentata in determinati segmenti, nel complesso la liquidità pare non essersi deteriorata.

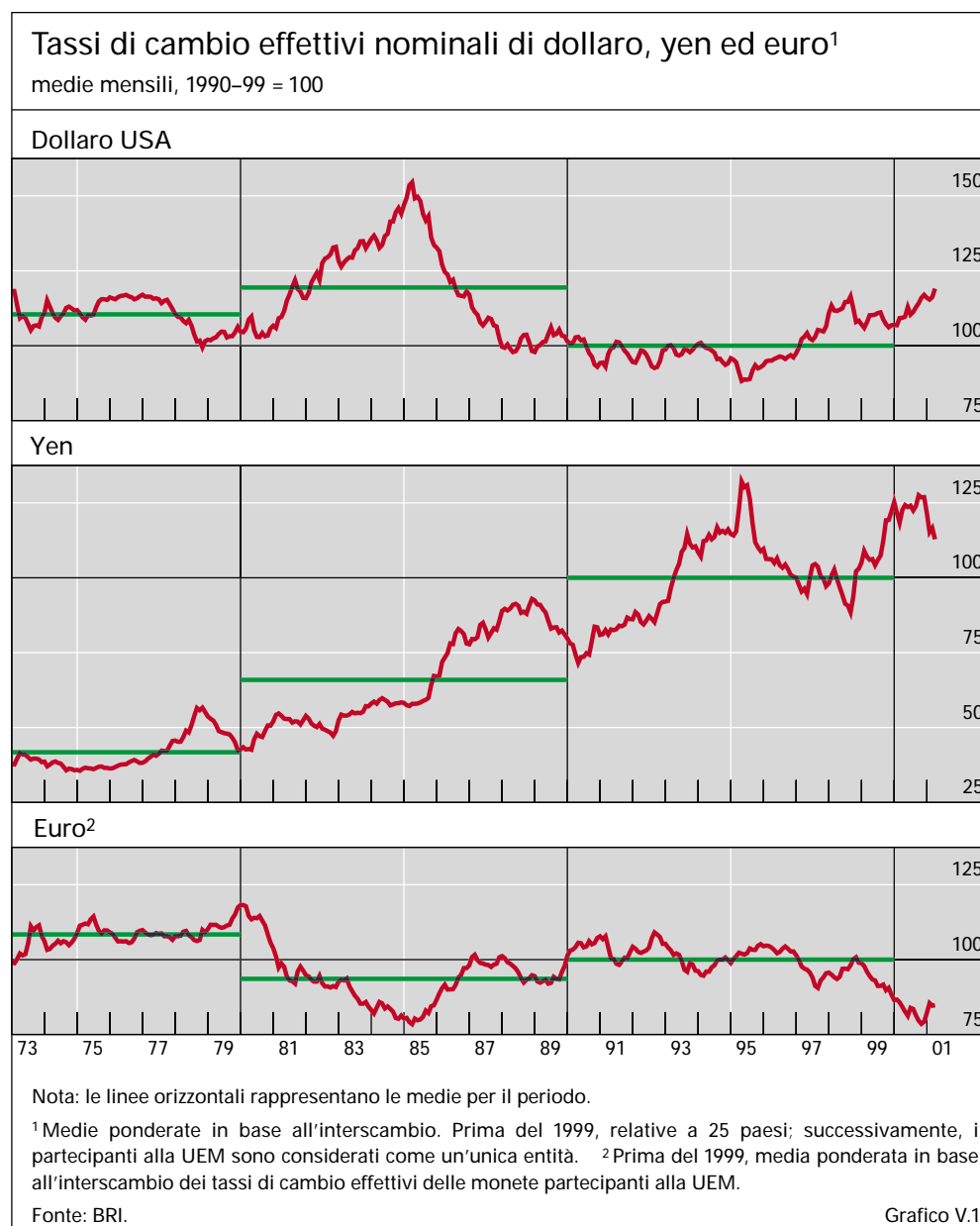
Dollaro, yen ed euro

Andamenti principali e prospettive a lungo termine

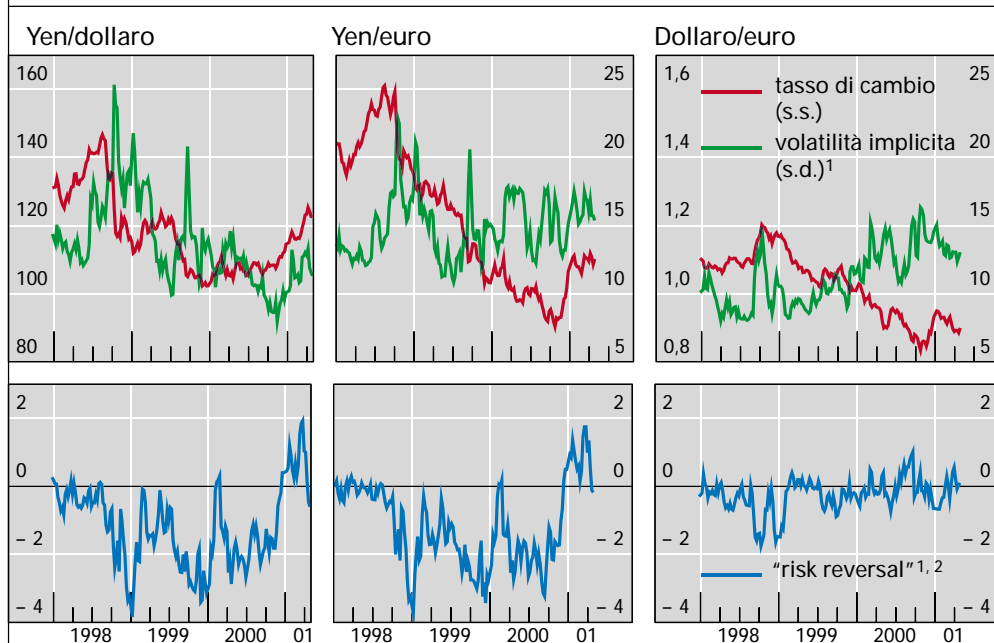
Nel 2000 e agli inizi del 2001 il tasso di cambio effettivo nominale del dollaro è aumentato di circa l'11%, riportandosi a livelli non più osservati dal 1986 (grafico V.1). Per contro, quello dell'euro è sceso del 4% a un minimo storico, inferiore del 16% alla media degli anni novanta per l'euro "sintetico". Lo yen è rimasto stabile in termini effettivi tra gennaio e novembre 2000, anche se ai primi di aprile 2001 risultava deprezzato del 13%.

Persistente vigore del dollaro

Il periodo in esame è stato contraddistinto dalla perdurante forza del dollaro nei confronti dell'euro e, in misura minore, dello yen. Rispetto alla moneta europea, quella statunitense ha proseguito nella sua fase ascendente nonostante i brevi episodi di ripresa dell'euro tra maggio e giugno 2000 e tra novembre 2000 e gennaio 2001 (grafico V.2). La moneta unica ha toccato la



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 in base all'interscambio dei tassi bilaterali delle monete costituenti e raggugliato al tasso di cambio dell'ecu al 31 dicembre 1998 (passim).

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

Fonti: BCE; Dresdner Kleinwort Wasserstein Research; Reuters; elaborazioni BRI.

Grafico V.2

sua quotazione minima contro il dollaro in ottobre, \$0,82, equivalente a un calo del 19% da gennaio 2000 e del 30% dalla sua introduzione a gennaio 1999. Prendendo come riferimento un euro "sintetico", si tratta del livello più basso dalla fine del 1985. Il deprezzamento della valuta europea nel 2000 è stato notevole, inferiore soltanto a quello del marco tedesco nel 1981 e nel 1985-86, due periodi di eccezionale vigore del dollaro. Dopo un certo rafforzamento agli inizi del 2000, la moneta USA è rimasta stabile sullo yen per gran parte dell'anno, oscillando entro una fascia insolitamente ristretta di ¥105-110. A novembre, tuttavia, la moneta nipponica ha iniziato a indebolirsi e a fine aprile 2001 aveva perso quasi il 15%.

In rapporto allo yen, nell'ultima parte di ottobre l'euro ha raggiunto il suo minimo storico di ¥89, un livello inferiore del 14% a quello di gennaio 2000 e del 33% rispetto al gennaio 1999. Tra novembre 2000 e i primi di aprile 2001 è stata invece la moneta nipponica a perdere circa il 21% nei confronti di quella europea.

La configurazione dei movimenti di cambio ha avuto ripercussioni sulla crescita effettiva e prospettica nelle principali regioni mondiali. La forza del dollaro in termini effettivi ha concorso a ridistribuire la domanda aggregata mondiale dagli Stati Uniti verso aree dove la domanda era meno dinamica, come ad esempio quella dell'euro. Nel contempo, essa ha esercitato una

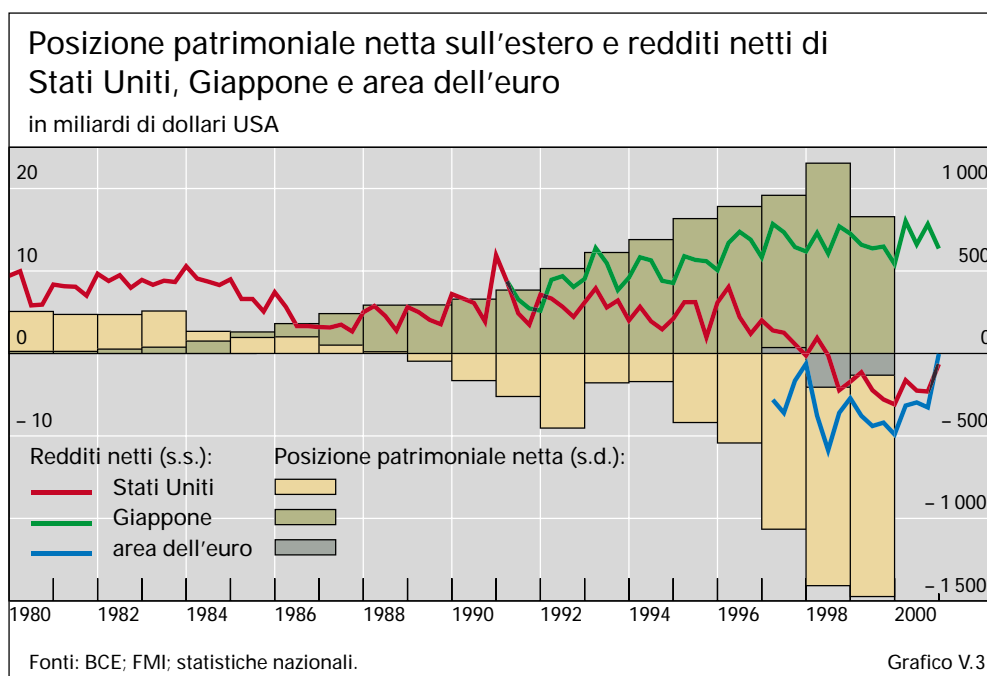
Effetti a breve ...

pressione addizionale su alcuni paesi con divise saldamente ancorate al dollaro, quali l'Argentina. La flessione dello yen in termini effettivi a partire da novembre 2000 potrebbe rivelarsi propizia all'esitante ripresa nipponica, ponendo fine a un lungo periodo in cui la valuta non ha sorretto, o ha addirittura raffrenato, le esportazioni del paese. Al di là di una certa misura, tuttavia, un ulteriore deprezzamento dello yen potrebbe creare difficoltà agli esportatori della regione asiatica, già colpiti dal calo della domanda negli Stati Uniti. Ove la decelerazione statunitense dovesse influire sul dollaro, il principale grado di libertà del sistema sembra essere il cambio dell'euro, il cui apprezzamento sarebbe meglio assorbito data la crescita relativamente più robusta in Europa.

Il profilo dei tassi di cambio e d'interesse nelle principali aree valutarie può altresì avere conseguenze sul piano delle turbative finanziarie potenzialmente insite in determinate strategie operative. In particolare, qualora si consolidasse l'aspettativa che lo yen ha probabilità basse o nulle di rafforzarsi nell'immediato, gli investitori potrebbero trovare conveniente costituire posizioni corte in tale moneta mediante operazioni di "yen carry". Di fatto, esistono riscontri aneddotici di un aumento di queste transazioni a partire dall'autunno 2000. Peraltro, esse potrebbero contribuire ad accrescere le pressioni sulle valute dei paesi emergenti con regimi di cambio comparativamente stringenti. L'ampia variazione del rapporto dollaro/yen nell'autunno 1998 ha evidenziato come in taluni casi i "carry trades" possano persino originare brusche impennate di volatilità a breve termine sui principali mercati valutari.

In una prospettiva di più lungo periodo, la questione della sostenibilità degli attuali livelli di cambio è stata nuovamente sollevata allorché il disavanzo corrente statunitense ha raggiunto nel 2000 la quota record di \$435,4 miliardi (pari al 4,4% del PIL), accrescendo ulteriormente le passività esterne del paese (grafico V.3).

... e prospettive a lungo termine



Riserve valutarie ufficiali					
	1997	1998	1999	2000	Consistenze a fine 2000
in miliardi di dollari USA					
Variazioni a tassi di cambio correnti					1908,7 774,8 688,4 127,6 95,2 222,7
Totale	56,1	55,9	129,6	139,5	
Paesi industriali	-12,0	-11,3	40,7	54,5	
Asia ¹	8,5	62,2	79,1	46,4	
America latina ²	10,9	- 8,3	-8,0	2,4	
Europa orientale ³	4,9	5,1	0,6	21,2	
Altri paesi	43,8	8,2	17,2	15,0	
Variazioni a tassi di cambio costanti ⁴					1908,7 1450,5 458,2
Totale	113,5	18,6	181,0	172,1	
In dollari	72,5	51,3	140,3	130,3	
Non in dollari	41,0	-32,7	40,7	41,8	

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

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella V.1

Un possibile approccio per valutare l'adeguatezza dei cambi a più lungo termine consiste nello stimare modelli dei tassi di cambio di equilibrio fondamentale (TCEF), che si basano sul cambio reale compatibile con un rapporto stabile fra debito esterno e prodotto potenziale nel lungo periodo. Sebbene sostanzialmente diverse a seconda degli studi empirici su cui si fondano e in generale estremamente incerte dal punto di vista statistico, le stime del TCEF sembrano confortare la tesi secondo cui agli attuali livelli il dollaro si situa al disopra del proprio valore di equilibrio di lungo periodo nei confronti dell'euro e – in misura minore – dello yen. Va altresì considerato, tuttavia, che i redditi netti sulla posizione esterna USA sono diventati negativi soltanto nel 1998. Da allora, essi sono rimasti stabili in rapporto alle esportazioni statunitensi ed estremamente bassi rispetto al prodotto del paese. Inoltre, sebbene le riserve ufficiali in dollari abbiano continuato a crescere nel 2000 e nei primi mesi del 2001 (tabella V.1), lo scorso anno il loro aumento ha finanziato una quota inferiore del disavanzo USA, il 30% contro il 42% del 1999. Gli investimenti di portafoglio e diretti sono rimasti consistenti e hanno coperto rispettivamente il 78% (64% nel 1999) e il 36% (38% nel 1999) del deficit statunitense.

Determinanti dei movimenti di cambio

I movimenti di cambio sono notoriamente difficili da spiegare, e nel periodo in esame quelli delle tre monete più scambiate non hanno fatto eccezione. In particolare, è difficile individuare spiegazioni che siano valide ad un tempo per tutte le coppie di valute.

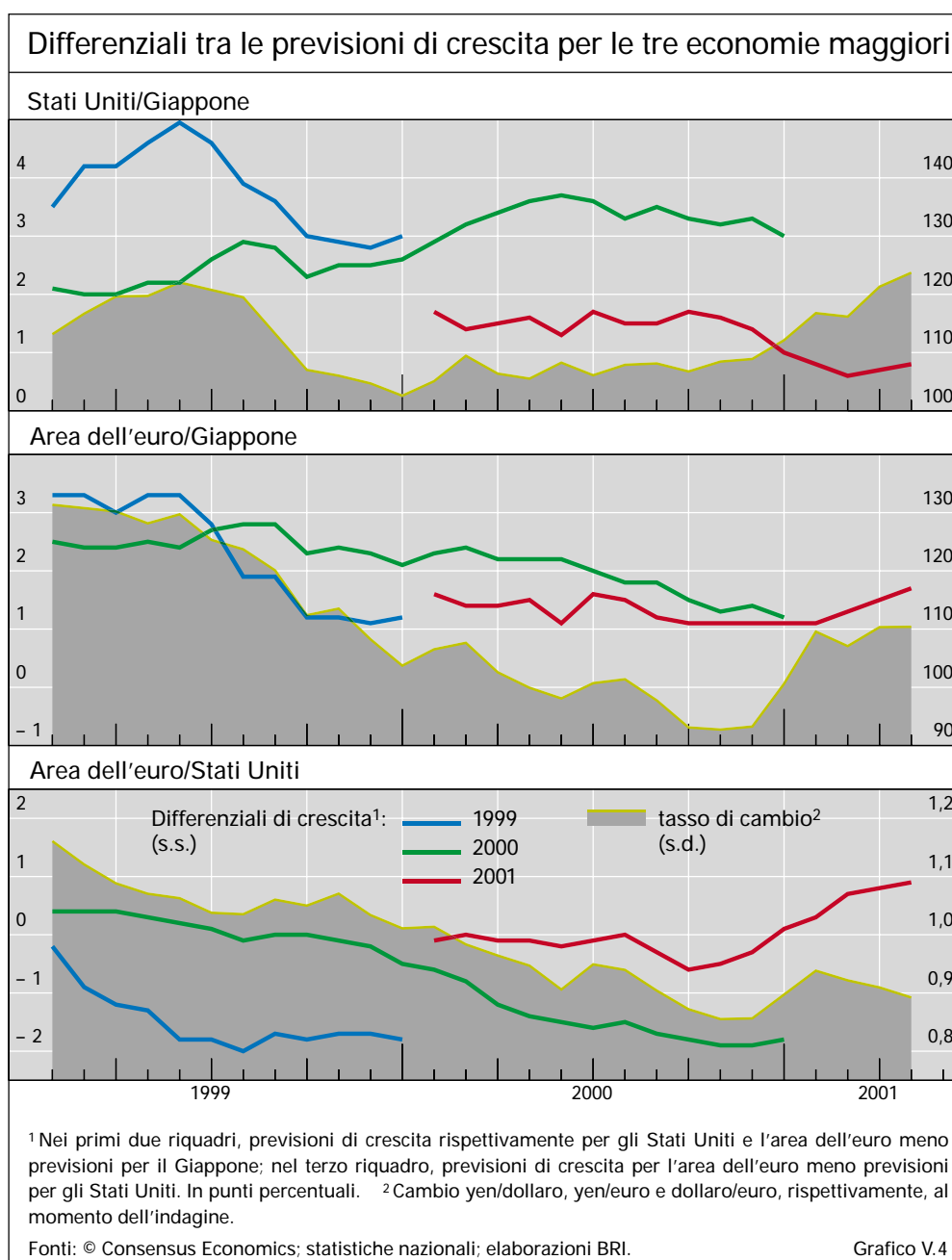
Il persistente vigore del dollaro nei confronti dell'euro e, in misura minore, dello yen traeva origine verosimilmente dalla convinzione che nel medio periodo l'economia degli Stati Uniti – sospinta da una maggiore crescita della

Le prospettive di crescita a medio termine sorreggono il vigore del dollaro ...

... ma non spiegano la forza dello yen

produttività – avrebbe continuato a espandersi a un ritmo alquanto più sostenuto rispetto alle altre principali aree valutarie. Ciò troverebbe conferma nell'esistenza di consistenti afflussi di capitali azionari, soprattutto IDE. Il calo degli indici di borsa statunitensi nel corso dell'anno – riprodottosi anche altrove – non è parso scuotere questa convinzione se non forse in modo transitorio. Lo stesso vale per i segnali di un brusco rallentamento negli Stati Uniti, in linea con la tesi secondo cui esso sarebbe stato di breve durata oppure avrebbe avuto al di fuori del paese un impatto maggiore di quanto generalmente previsto. Il ruolo del dollaro come moneta rifugio per eccellenza potrebbe avvalorare questa seconda interpretazione.

È tuttavia più difficile utilizzare la stessa logica per spiegare la forza relativa dello yen nei confronti dell'euro, soprattutto in un'ottica di più lungo periodo. In questo caso si dovrebbe assegnare un peso maggiore al variare



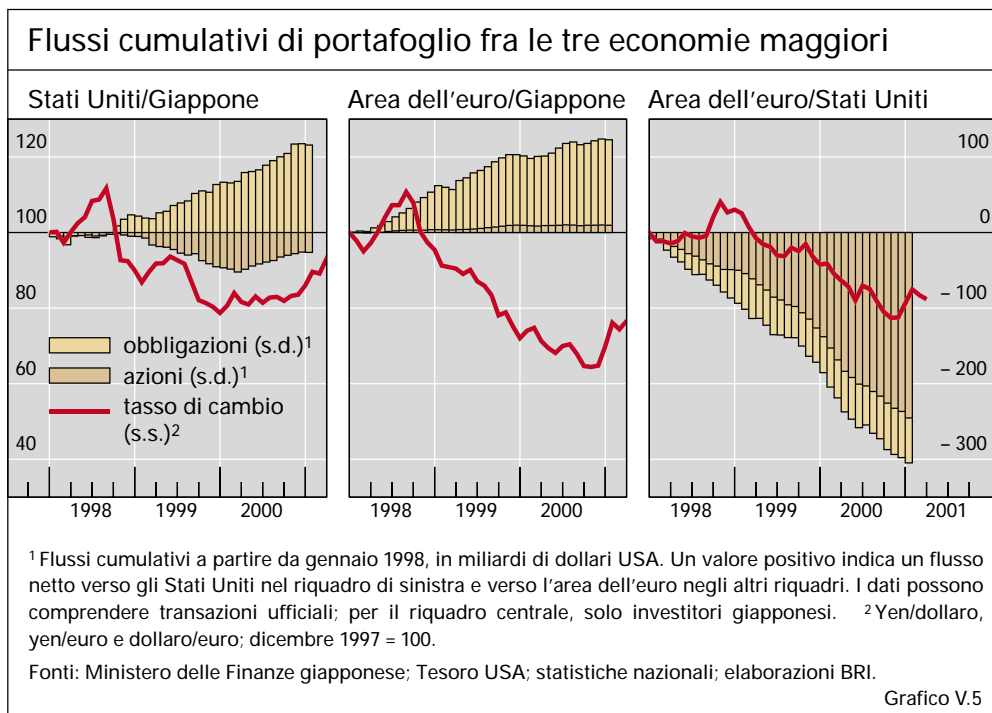
delle prospettive di ripresa dell'economia nipponica durante lo scorso anno. Così l'indebolimento dello yen rispetto alle altre valute principali a partire da novembre 2000 segnalerebbe una correzione attesa da tempo, in linea con i mediocri risultati dell'economia giapponese. Un esame più attento dei dati su previsioni di crescita a breve, flussi di capitali e reazione dei mercati valutari alla pubblicazione dei risultati economici può meglio chiarire queste interdipendenze.

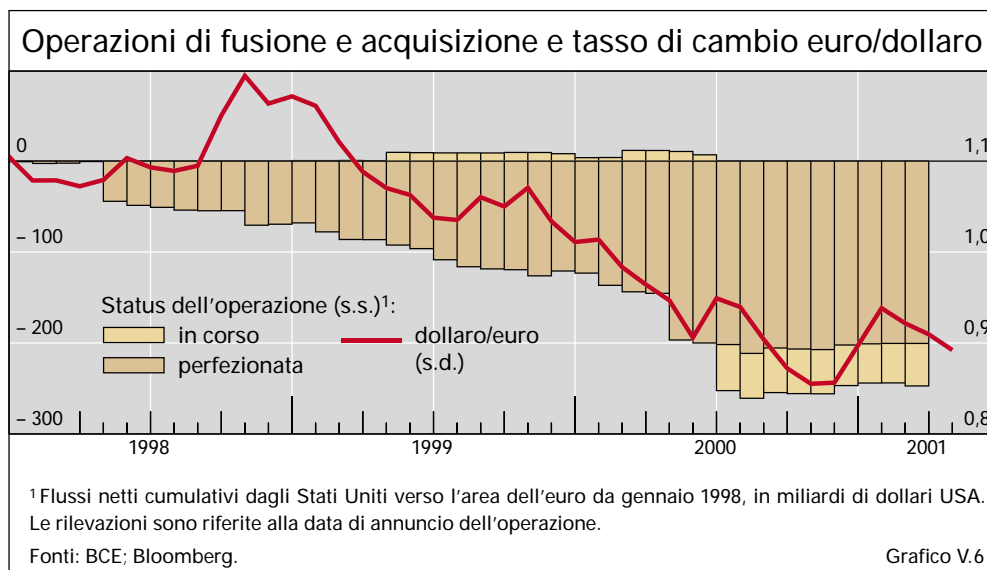
Almeno fino agli ultimi mesi del 2000, le correzioni delle attese circa i differenziali di crescita a uno-due anni fra le tre aree monetarie principali sono state sostanzialmente coerenti con l'evoluzione dei cambi (grafico V.4). Infatti, l'apprezzamento del dollaro sull'euro per gran parte dello scorso anno pare essere stato sorretto da revisioni di tali attese in favore degli Stati Uniti. Analogamente, il rialzo dello yen rispetto alla moneta europea per quasi tutto il 2000 ha coinciso con l'assottigliarsi dei differenziali di crescita attesi tra l'area dell'euro e il Giappone in presenza di un temporaneo miglioramento delle prospettive per l'economia nipponica. Inoltre, la stabilità del dollaro sullo yen nei primi tre trimestri del 2000 ha rispecchiato le aspettative di differenziali di crescita abbastanza stabili tra Giappone e Stati Uniti.

Tuttavia, sulla base di questi criteri, il successivo vigore del dollaro appare comunque abbastanza enigmatico. A partire da novembre la moneta statunitense si è apprezzata sullo yen malgrado le aspettative di convergenza dei profili di crescita delle due economie. Inoltre, il rafforzamento del dollaro sull'euro nel primo trimestre 2001 contrasta con le indicazioni secondo cui gli operatori si attendevano una crescita più rapida nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti nel corso dell'anno.

Alcuni aspetti enigmatici

La perdurante forza della moneta USA sarebbe spiegabile se le prospettive di crescita relative a medio termine per gli Stati Uniti fossero rimaste intatte anche in presenza di una brusca decelerazione dell'economia. Nel 2000 le





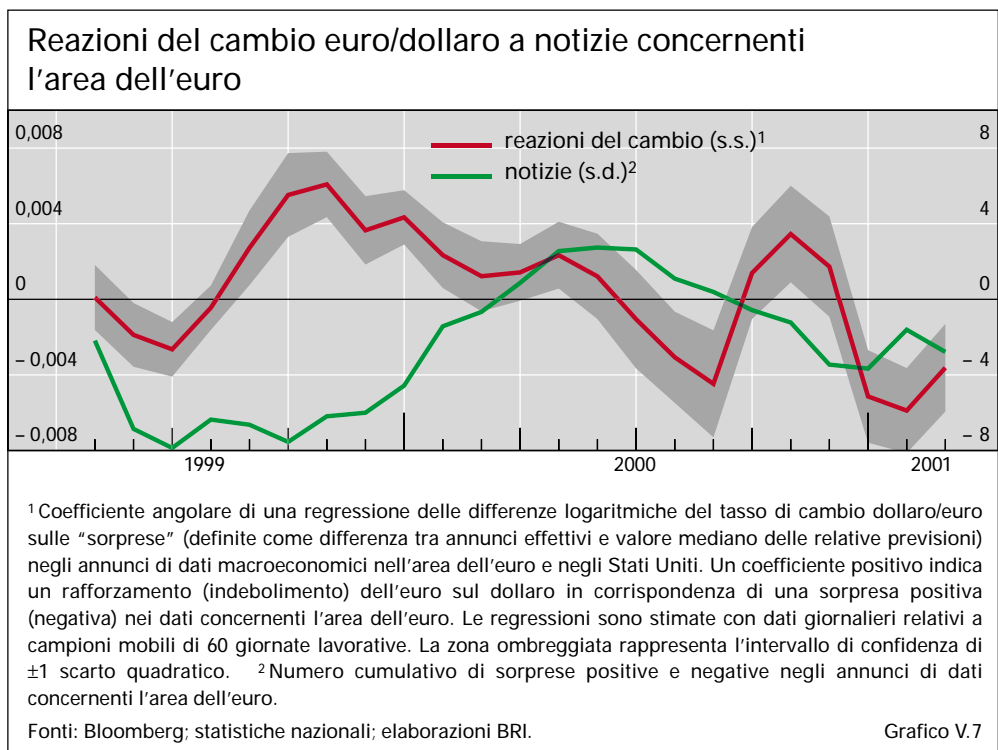
Gli investimenti di portafoglio e diretti rafforzano il dollaro sull'euro

previsioni di questo tipo e le attese di rendimenti da "nuova era" sulle attività statunitensi hanno presumibilmente sostenuto il forte aumento degli afflussi netti di portafoglio, per lo più sotto forma di azioni, provenienti dall'area dell'euro (grafico V.5). In particolare, i flussi azionari netti da quest'area verso gli Stati Uniti hanno raggiunto nell'anno \$110 miliardi, contro gli appena \$16 miliardi di quelli obbligazionari. Seppur in leggera flessione verso la fine del 2000, tali flussi sono rimasti positivi.

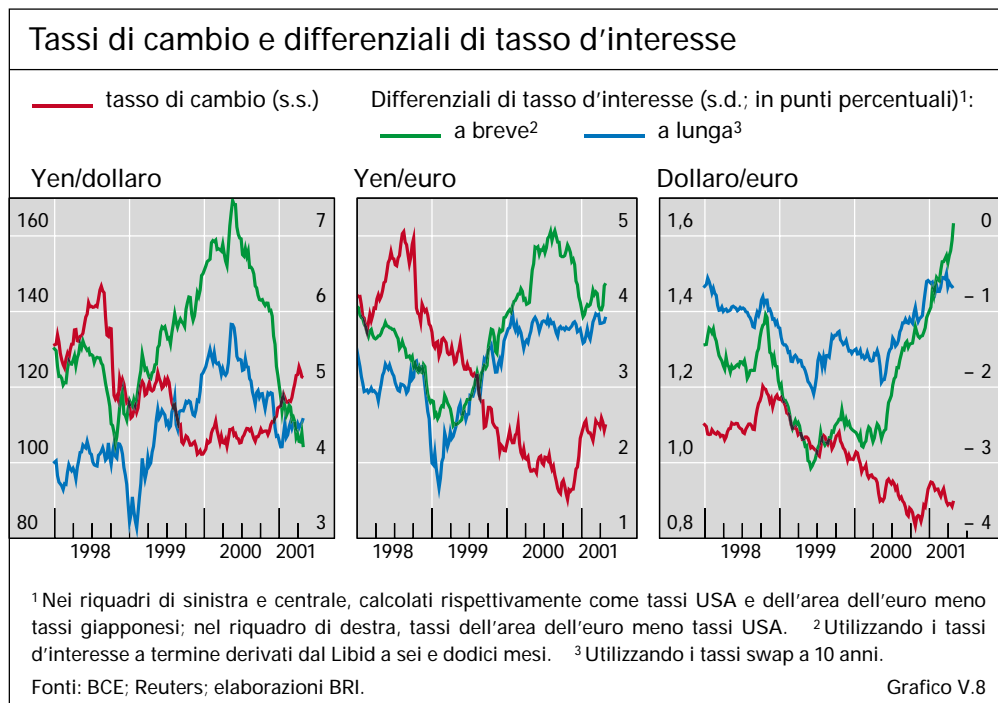
Ancora più eloquente è forse il fatto che le medesime aspettative sembravano continuare a favorire consistenti flussi di IDE per tutto il 2000, generati principalmente da fusioni e acquisizioni, sebbene il ritmo di queste operazioni sia stato inferiore a quello del 1999 (grafico V.6). Certo, è difficile trarre conclusioni sul nesso causale fra le suddette operazioni e l'andamento dei cambi in assenza di informazioni dettagliate quanto al loro finanziamento e alla collocazione temporale dei relativi flussi monetari. Nondimeno, esistono riscontri statistici secondo cui in media il dollaro si è apprezzato sull'euro nei giorni in cui sono state annunciate importanti acquisizioni di società statunitensi da parte di imprese dell'area dell'euro. Anche la tendenza mostrata dalle fusioni e acquisizioni è stata chiaramente in linea con l'andamento del cambio, e potrebbe essere interpretata più in generale come un'indicazione dell'attrattiva a medio termine delle attività denominate in dollari. In tale contesto, tuttavia, i persistenti flussi di IDE e di portafoglio dal Giappone verso l'area dell'euro sottolineano l'anomalia della forza relativa dello yen per gran parte del periodo.

Reazione asimmetrica dell'euro alle "notizie"

La rilevanza delle attese di crescita a medio termine associate alle radicate convinzioni circa i paradigmi economici è altresì desumibile dall'asimmetria con la quale, a partire dalla sua introduzione, l'euro ha reagito alle "notizie" sugli indicatori macroeconomici concernenti l'area. Una prova di tale asimmetria è fornita dalle regressioni mobili delle variazioni percentuali giornaliere del cambio euro/dollaro sulla componente "sorpresa" degli annunci concernenti i principali dati relativi all'area dell'euro, quali ad esempio l'indice Ifo oppure la produzione industriale in Germania. Durante gran parte del 1999



la moneta unica si è deprezzata in seguito alle pubblicazioni di dati per lo più deludenti nell'area dell'euro (grafico V.7). Per contro, non ha reagito di conseguenza alle notizie concernenti l'area quando queste sono diventate più favorevoli a fine 1999 e nel primo scorcio del 2000. Tale asimmetria appare sintomatica di un persistente atteggiamento negativo del mercato nei confronti dell'euro. Gli operatori hanno in genere spiegato questo atteggiamento con il ritardo degli aggiustamenti strutturali nell'Europa continentale nonostante i progressi compiuti in questa direzione (Capitolo II).

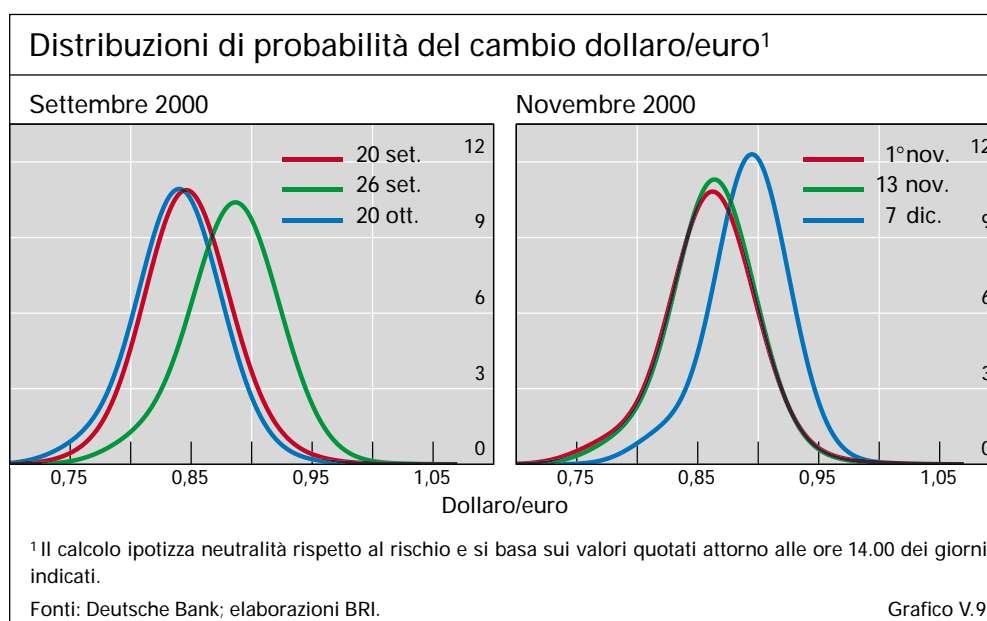


Un corollario dell'importanza delle prospettive di crescita nel determinare i movimenti di cambio è la relazione, che potrebbe altrimenti apparire inspiegabile, osservata tra questi ultimi e i differenziali di tasso d'interesse a breve. Nel 2000 e nei primi mesi del 2001 un notevole restringimento dei differenziali di interesse a breve positivi del dollaro rispetto all'euro è coinciso con l'andamento flettente della moneta europea (grafico V.8). Nella misura in cui gli operatori ritengono che l'inflazione sia sotto controllo, tale restringimento tenderebbe a essere correlato positivamente con le prospettive di crescita, e quindi con la redditività degli investimenti diversi dai titoli di Stato o dagli strumenti del mercato monetario. Nel complesso, gli operatori possono aver considerato l'orientamento monetario dell'Eurosistema eccessivamente restrittivo, in quanto potenzialmente pregiudizievole per le prospettive di crescita nell'area dell'euro. L'andamento divergente dei cambi e dei differenziali di tasso d'interesse a lungo termine si concilia con l'ipotesi che i mercati ritenessero l'inflazione sotto controllo (Capitolo IV). Allo stesso modo, la crescente importanza dei flussi transfrontalieri di investimenti azionari (di portafoglio o diretti) rispetto a quelli obbligazionari conforta ulteriormente questa interpretazione generale degli eventi.

Interventi valutari sul mercato euro/dollaro

Nella seconda metà del 2000, alla luce del protratto indebolimento della moneta europea su quella statunitense e delle sue implicazioni per l'inflazione nel medio periodo, la BCE e le banche centrali nazionali dell'Eurosistema sono intervenute più volte sui mercati valutari. Il 22 settembre esse hanno agito insieme ad altre autorità monetarie del G7. Ulteriori acquisti ufficiali di euro di concerto con le banche centrali nazionali dell'Eurosistema sono stati resi noti dalla BCE il 3, 6 e 9 novembre.

Il primo intervento evidenzia le difficoltà che le banche centrali possono incontrare allorché cercano di influenzare il livello di un cambio in netta flessione nel momento in cui i mercati ritengono un ulteriore forte



indebolimento dello stesso più probabile di un corrispondente movimento in senso inverso. Le informazioni desunte dai prezzi delle opzioni inducono a ritenere che dopo l'intervento di settembre gli operatori abbiano modificato le loro attese sui livelli futuri del cambio solo temporaneamente e mantenuto invariata la valutazione della probabilità rispettiva di una forte correzione al ribasso ovvero al rialzo dell'euro (grafico V.9). A conferma di tali indicazioni, l'euro ha ripreso la sua tendenza al ribasso nei confronti del dollaro.

La seconda tornata di interventi pare invece essere stata più efficace. Successivamente al recupero dell'euro, risalito dal suo minimo dopo i tre interventi dei primi di novembre, gli operatori sono parsi dare maggior peso alla possibilità di un ulteriore notevole rafforzamento della moneta unica che non all'ipotesi opposta. Sebbene questo cambiamento di clima dei mercati sia avvenuto soltanto a distanza di diversi giorni, come è evidenziato dalla cauta evoluzione dell'euro dopo gli interventi, esso è sembrato indicare che l'azione dell'Eurosistema ha fornito un certo sostegno alla moneta europea.

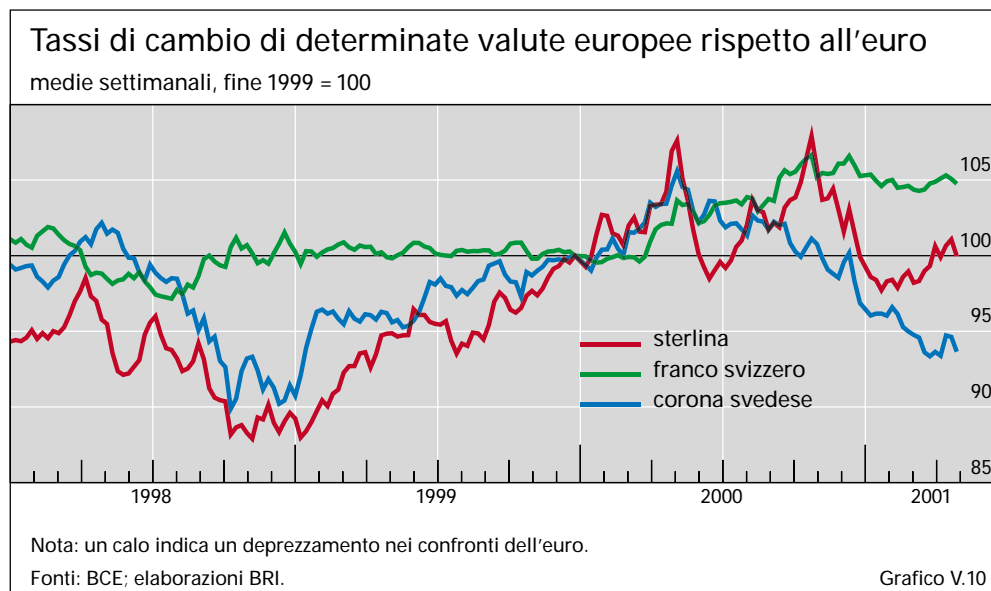
... a quello degli interventi di novembre

Andamenti in altri mercati valutari

Valute europee

La sterlina ha continuato a seguire un corso intermedio tra il dollaro e l'euro. In contrasto con la relativa stabilità rispetto alla moneta USA mostrata nel 1999, tra gennaio e metà settembre 2000 essa ha perso circa il 15% per poi segnare un leggero recupero. Rispetto all'euro, la tendenza ascendente della sterlina nel 1999 si è interrotta ad aprile 2000 lasciando il posto ad ampie oscillazioni (grafico V.10). Mentre per gran parte dello scorso anno i movimenti nei confronti di dollaro ed euro hanno sostanzialmente riflesso il modificarsi delle previsioni del mercato circa i differenziali di crescita, nel primo scorcio del 2001 tale nesso è apparso meno evidente. Come per le tre valute principali, sulla sterlina non sembrano aver influito in misura significativa le variazioni dei differenziali di tasso d'interesse a breve o a lungo termine.

I differenziali di crescita attesi influiscono sulla sterlina



La performance del settore tecnologico pesa sulla corona svedese

Fino a maggio 2000 la corona svedese ha accompagnato la sterlina nella sua tendenza ascendente rispetto all'euro. Successivamente e fino a metà aprile 2001 essa ha tuttavia subito un costante deprezzamento, perdendo circa il 12% sulla moneta unica nonostante il migliore andamento dell'economia svedese rispetto a quella dell'area dell'euro. La debolezza della corona è stata spiegata soprattutto con la concomitante flessione del Nasdaq. In particolare, l'interesse degli operatori si è concentrato sul ruolo preminente del settore tecnologico in Svezia, dove la principale società di elettronica contribuisce per il 15% al totale delle esportazioni e per 1/2 punto percentuale all'attuale tasso di crescita del paese. A partire dal 1999 i movimenti percentuali giornalieri del tasso di cambio effettivo nominale della corona sono stati in media pari a quasi la metà di quelli del Nasdaq.

Evoluzione del rapporto tra il franco svizzero e l'euro

A fine marzo 2000 il franco svizzero ha cominciato ad apprezzarsi sull'euro, uscendo dalla stretta fascia di oscillazione entro la quale si era per lo più mantenuto dagli inizi del 1999. Inoltre, da allora la moneta elvetica è sembrata a tratti seguire un nuovo profilo, rafforzandosi (indebolendosi) sulla moneta unica all'indebolirsi (rafforzarsi) di questa rispetto al dollaro. Ciò è in netto contrasto con il suo andamento precedente nei confronti del marco tedesco, contro il quale tendeva a deprezzarsi (apprezzarsi) quando quest'ultimo si deprezzava (apprezzava) sul dollaro. Il mutato profilo non è stato associato alla minore sincronia tra gli andamenti ciclici dell'area dell'euro e della Svizzera. Piuttosto, esso è parso originare dalla percezione dei mercati che le autorità elvetiche favorissero gli effetti disinflazionistici di un franco più forte, alla luce dell'inasprimento attuato dalla Banca Nazionale Svizzera il 23 marzo 2000, che a quella data rifletteva i timori di quest'ultima per la debolezza del franco nei confronti del dollaro.

Valute di altri paesi industriali

Sensibile deprezzamento delle monete del blocco del dollaro

Durante il periodo in esame l'entità dei movimenti dei cambi in alcuni altri paesi industriali è stata eccezionale e ancora una volta non facilmente spiegabile in termini di grandezze fondamentali. Degno di nota è stato il deprezzamento subito dalle valute tradizionalmente appartenenti al blocco del dollaro, scese a minimi storici (o quasi). Tra gennaio 2000 e fine marzo 2001 il dollaro canadese ha perso nel complesso l'8% nei confronti di quello statunitense arrivando a \$0,64, un livello prossimo al minimo assoluto del 1998. Il dollaro australiano ha ceduto circa il 23%, toccando a fine marzo di quest'anno un minimo record vicino a \$0,48, mentre quello neozelandese si è svalutato di quasi il 25%, scendendo a quota \$0,39 a metà ottobre 2000. La rapidità con cui si sono indebolite le valute australiana e neozelandese non ha quasi precedenti. Anche il calo del dollaro canadese, sebbene non così estremo, è stato più rapido del solito.

In effetti, il maggiore differenziale di crescita con gli Stati Uniti e i cospicui disavanzi correnti hanno pesato sulle valute delle economie più piccole e aperte di Australia e Nuova Zelanda (grafico V.11). Inoltre, anche se nel 2000 la crescita della produttività australiana è stata superiore a quella statunitense (Capitolo II), l'immagine dell'Australia che traspare dai commenti di mercato è quella di "vecchia economia", con un peso relativamente modesto del settore

Prezzi delle materie prime, differenziali di crescita e di tasso d'interesse e tassi di cambio



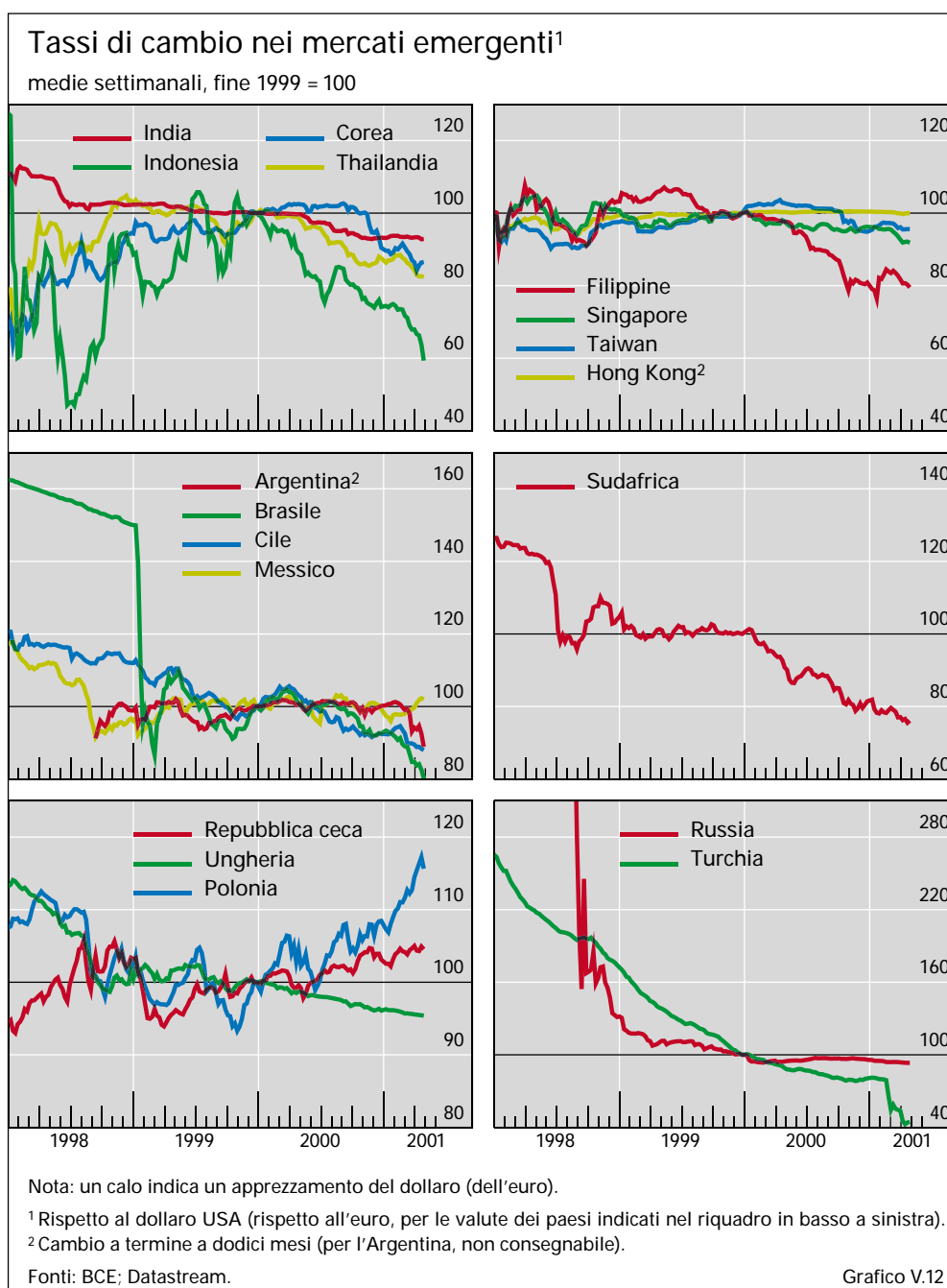
tecnologico. Ciò potrebbe in parte spiegare la debolezza della valuta e del mercato azionario. Il cedimento della moneta canadese è invece di più difficile spiegazione, tenuto conto dell'attivo corrente del Canada e dell'assottigliarsi del differenziale di crescita nei confronti degli Stati Uniti. I prezzi delle materie prime, tradizionalmente considerati un importante fattore trainante per il dollaro canadese e ancor più per quelli australiano e neozelandese, pur essendo aumentati durante gran parte del 1999 e del 2000, non sono riusciti a sorreggere le suddette divise.

Valute dei mercati emergenti

Nel periodo sotto rassegna due aspetti hanno contraddistinto l'evoluzione dei mercati valutari nei paesi emergenti. Innanzitutto, dopo un periodo di relativa stabilità nel 1999, le monete di alcuni di questi paesi hanno iniziato a indebolirsi nel corso del 2000. In secondo luogo, nonostante tali casi di deprezzamento ed episodi isolati di tensione, i mercati valutari nelle economie emergenti sono rimasti sostanzialmente calmi.

Flessione delle valute dei paesi emergenti rispetto al dollaro USA

Lo scorso anno varie monete asiatiche sono arretrate sia sul dollaro USA (grafico V.12) sia, in misura minore, in termini effettivi reali. La rupia indonesiana, il baht e il peso filippino hanno subito una consistente perdita di valore rispetto alla moneta statunitense durante tutto l'anno, mentre il won e il nuovo dollaro di Taiwan sono rimasti relativamente sostenuti per gran parte del periodo, prima di indebolirsi in varia misura verso la fine dell'anno. In America latina, il real e il peso cileno sono regrediti di pari passo rispetto al dollaro, anche se agli inizi di quest'anno la flessione della moneta brasiliana si è fatta più rapida. In Africa il rand, che era rimasto relativamente stabile nei confronti del dollaro durante il 1999, si è indebolito sia sulla moneta USA sia sull'euro nel 2000 e nel primo scorcio del 2001.



Gran parte delle valute dell'Europa centrale e orientale ha mantenuto un certo vigore nei confronti dell'euro. La corona ceca si è apprezzata, mentre il forint ha subito un cedimento modesto in linea con la sua fascia di fluttuazione amministrata. Nonostante il notevole deprezzamento che ha fatto seguito alla sua fluttuazione nell'aprile dello scorso anno, tra gennaio 2000 e aprile 2001 lo zloty si è complessivamente apprezzato sia sull'euro sia sul dollaro. A differenza di quanto era avvenuto l'anno precedente, quando aveva perso terreno nei confronti di entrambe le valute, nel 2000 il rublo russo è rimasto alquanto stabile rispetto al dollaro e si è rafforzato sull'euro.

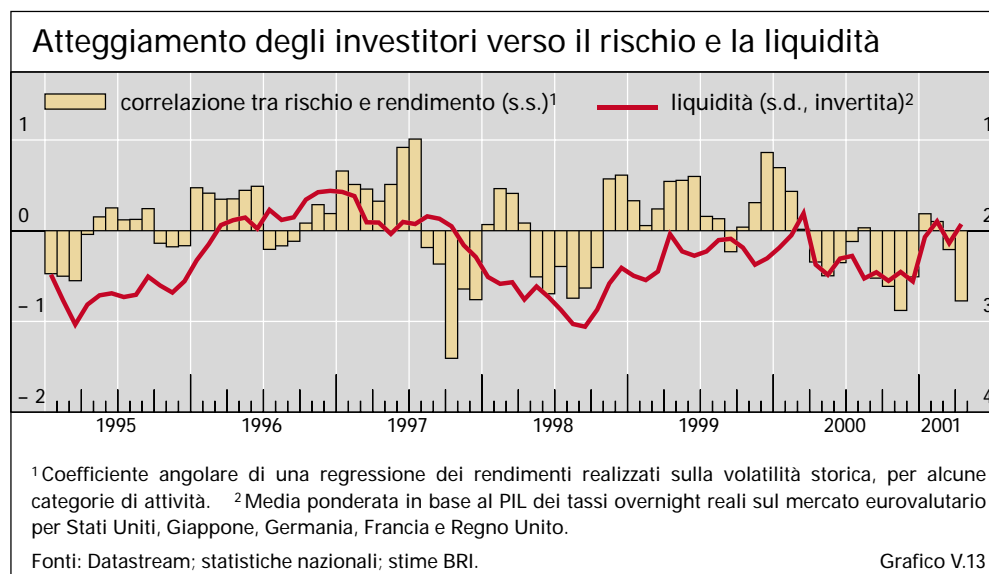
Oltre ai fattori interni, trattati in dettaglio nel Capitolo III, sulle valute dei paesi emergenti ha influito una serie di fattori esogeni generali. Rispetto al 1999, quando avevano sostenuto i cambi, durante il periodo in esame tali fattori hanno avuto un effetto meno favorevole. Nel 2000 la decelerazione della domanda mondiale, cui in molti paesi si sono aggiunte le pressioni inflazionistiche derivanti dal rincaro del petrolio, ha inciso in senso complessivamente negativo sulla crescita interna e sui bilanci correnti, e di conseguenza sulle monete locali. I cambi hanno risentito in varia misura anche della correlazione tra l'andamento delle valute e dei mercati azionari locali e quello delle borse statunitensi (tabella V.2). Il calo delle quotazioni azionarie USA nel corso del 2000, e in particolare la rapida caduta del Nasdaq, sembrano aver pesato su talune monete quali il won, il peso cileno e il real. Non vi sono tuttavia indicazioni che la correlazione tra i cambi con il dollaro e le variazioni del Nasdaq sia dipesa dalla quota del settore tecnologico sul prodotto interno. Sulle monete dei paesi emergenti può altresì avere influito in senso negativo

Il ruolo dei fattori
esogeni

Mercati azionari, tassi di cambio ed esportazioni ad alta tecnologia delle economie emergenti			
	Indici azionari ^{1,2}	Tassi di cambio in dollari ¹	Esportazioni ad alta tecnologia ³
	variazioni percentuali settimanali		in percentuale
Asia ⁴	0,38	0,10	41
Corea	0,51	0,37	41
Filippine	0,18	0,04	60
Hong Kong	0,54	0,03	30
India	0,37	-0,02	3
Indonesia	0,32	0,11	9
Singapore	0,34	0,08	77
Taiwan	0,39	0,08	50
Thailandia	0,39	0,07	34
America latina ⁴	0,42	0,15	19
Argentina	0,34	-0,10	0,4
Brasile	0,52	0,38	3
Cile	0,34	0,21	0,1
Messico	0,47	0,11	29

¹ Correlazioni con il Nasdaq tra gennaio 2000 e metà aprile 2001. ² In termini di dollari USA. ³ Quota sulle esportazioni totali dell'economia verso i paesi OCSE. ⁴ Correlazione media e somma delle esportazioni dei paesi indicati.

Fonti: Datastream; International Finance Corporation; OCSE; statistiche nazionali. Tabella V.2



il mutare dell'atteggiamento degli investitori verso il rischio e delle opportunità di leva finanziaria durante il 2000 (grafico V.13). Nell'ultima parte dello scorso anno, i deflussi netti per investimenti di portafoglio sembrano aver penalizzato alcune monete asiatiche, in particolare il won (Capitolo III).

Mercati
 sostanzialmente
 calmi

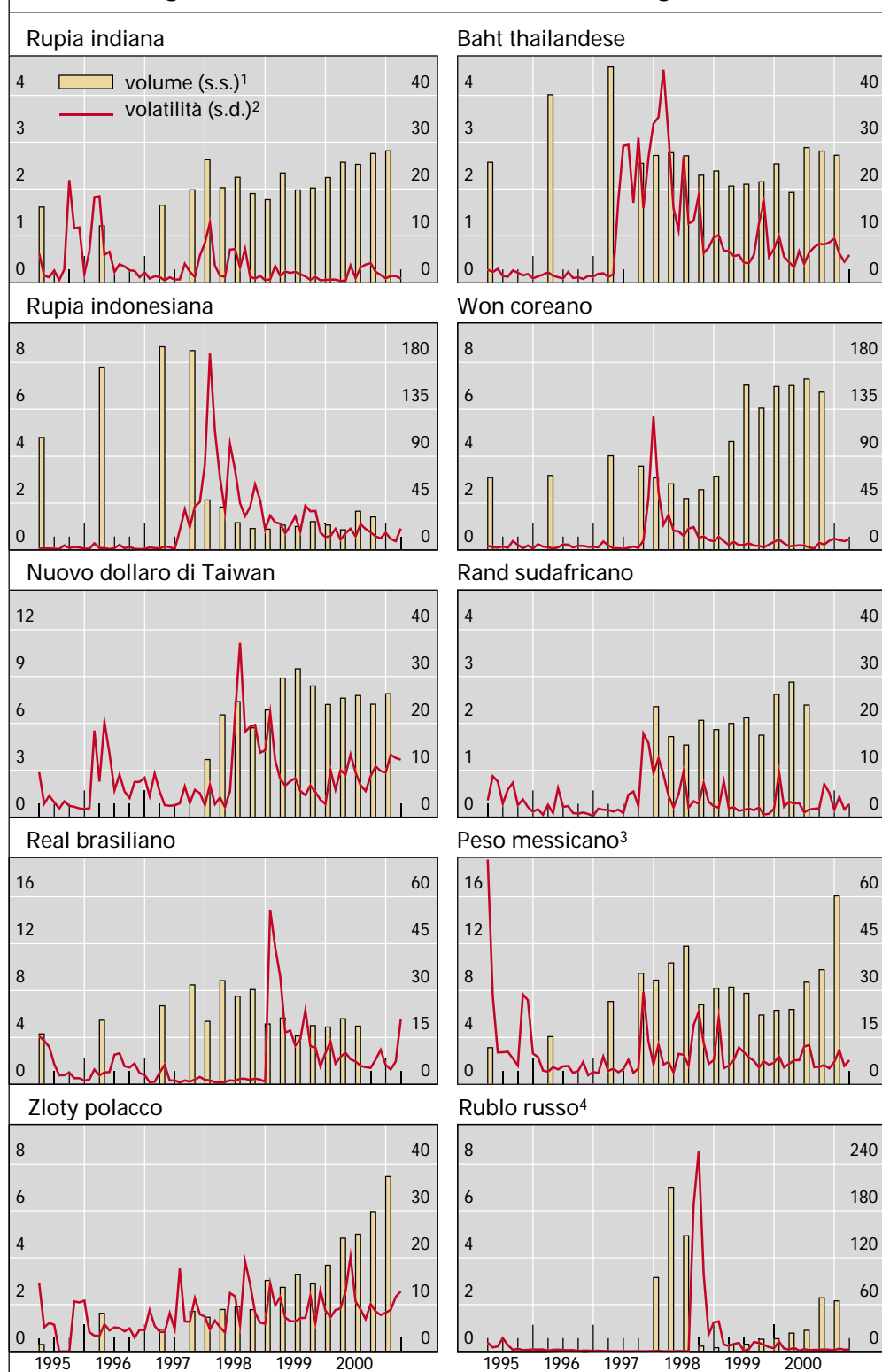
Nonostante l'indebolimento di varie divise, nel periodo in rassegna – come in gran parte del 1999 – i mercati valutari sono rimasti sostanzialmente calmi. In generale la volatilità a breve termine si è mantenuta bassa e le contrattazioni hanno registrato un leggero aumento (grafico V.14). È ripresa l'attività nei mercati, come quello russo, in cui si era arrestata dopo la crisi del 1998. Un'improvvisa grave crisi ha tuttavia colpito la Turchia nel febbraio 2001. Quando il regime di parità mobili si è rivelato insostenibile, la lira turca ha perso oltre il 40% rispetto al dollaro e all'euro (Capitolo III). Nel momento in cui il presente Capitolo è stato dato alle stampe questo episodio era comunque rimasto localizzato.

Il ruolo di ancora
 del cambio

Il fatto che la crisi turca non si sia propagata ad altri mercati riflette presumibilmente due fattori. Innanzitutto, la minore assunzione di posizioni in cambi nel periodo in esame e la capacità apparentemente maggiore dei mercati finanziari internazionali di distinguere tra diverse qualità del credito possono aver attenuato il rischio di contagio (Capitolo VI). In secondo luogo, la resilienza dei mercati dei cambi potrebbe essersi accresciuta negli ultimi anni nella misura in cui le politiche valutarie sono divenute più flessibili, in linea con la tendenza dei paesi emergenti a una fluttuazione più libera e a un maggiore ricorso a nuovi approcci di politica monetaria intesi ad ancorare l'inflazione (Capitolo III).

Esistono due riscontri statistici di un'accentuazione di tale flessibilità dopo la crisi asiatica. In primo luogo, la volatilità dei cambi rispetto alla principale moneta di riferimento è in generale leggermente cresciuta sia in termini assoluti sia in rapporto a quella dei tassi d'interesse interni a breve (tabella V.3). In secondo luogo, la volatilità dei cambi bilaterali con il dollaro è aumentata più rapidamente di quella dei cambi effettivi nominali, pur restando inferiore a quest'ultima. Pertanto, sebbene il dollaro continui ad

Volume degli scambi e volatilità nei mercati emergenti



¹ Stime del volume locale giornaliero di scambi nella moneta nazionale nel mese indicato (in miliardi di dollari USA), fornite dalle rispettive banche centrali, al netto delle duplicazioni, tranne per: Sudafrica, Brasile e Messico, comprese altre valute; Indonesia e Polonia, su base lorda e, per il 1995 e il 1996, medie annue; Thailandia, media relativa al secondo semestre 1995 e media annua per il 1996; Russia, dal 1999 solo operazioni interbancarie. ² Scarto quadratico su un mese delle variazioni percentuali giornaliere annualizzate del tasso di cambio rispetto al dollaro USA. ³ Da ottobre 2000 il volume degli scambi comprende gli swaps di piccolo taglio. ⁴ Discontinuità nella serie, a causa di un aumento del numero di intermediari dichiaranti a partire da ottobre 2000.

Fonti: banche centrali; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico V.14

Volatilità dei tassi di cambio e d'interesse sui mercati emergenti ¹								
	Volatilità dei tassi di cambio				Volatilità dei tassi d'interesse ²		Rapporto ³	
	gen. 1995–dic. 1996		lug. 1999–mar. 2001		gen. 1995–dic. 1996	lug. 1999–mar. 2001	gen. 1995–dic. 1996	lug. 1999–mar. 2001
	bilaterali ⁴	effettivi ⁵	bilaterali ⁴	effettivi ⁵				
Corea	2,4	3,9	4,7	5,4	14,2	5,6	0,17	0,83
Filippine	1,3	3,1	5,9	6,7	42,8	15,4	0,03	0,38
Hong Kong	0,2	3,0	0,1	3,6	10,9	15,8	0,02	0,01
Indonesia	1,4	4,0	13,9	14,4	0,9	3,3	1,55	4,26
Singapore	1,9	2,5	2,7	3,3	46,1	35,7	0,04	0,08
Taiwan	2,0	3,2	2,1	3,4	24,2	6,6	0,08	0,32
Thailandia	1,0	...	4,1	...	27,7	32,3	0,04	0,13
Argentina	0,1	2,1	0,1	3,5	29,9	58,8	0,00	0,00
Brasile	3,0	4,6	6,2	6,6	42,0	4,3	0,07	1,45
Cile	3,4	...	4,7	...	8,6	14,1	0,40	0,33
Messico	9,2	10,3	4,9	5,4	38,9	18,9	0,24	0,26
Polonia	5,1	4,9	7,3	6,8	10,2	9,3	0,50	0,78
Repubblica ceca	3,0	3,0	4,1	3,9	7,9	3,6	0,38	1,12
Ungheria	4,1	4,0	2,2	2,2	4,8	6,9	0,85	0,32
Sudafrica	4,3	...	5,9	...	5,7	3,4	0,77	1,77

¹ Misurata come scarto quadratico sul mese civile di variazioni percentuali settimanali rapportate all'anno. ² A tre mesi (per il Brasile, tasso overnight). ³ Tra la volatilità dei cambi bilaterali e quella dei tassi d'interesse. ⁴ Rispetto al dollaro USA (rispetto all'euro per Polonia, Repubblica ceca e Ungheria). ⁵ Ponderati in base all'interscambio.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.3

avere un ruolo importante per le valute dei paesi asiatici e latino-americani emergenti, il suo influsso pare essere oggi leggermente minore, e quello dei tassi di cambio effettivi maggiore, rispetto al periodo antecedente la crisi asiatica.

Ciò nondimeno, benché più libera che in passato, l'amministrazione del tasso di cambio pare non essere stata del tutto abbandonata. Nel 2000 e agli inizi del 2001 la volatilità dei cambi è rimasta bassa sia in termini assoluti sia in rapporto a quella delle coppie dollaro/yen ed euro/dollaro.

La liquidità sui mercati valutari

Il possibile calo della liquidità sui mercati dei cambi e le sue eventuali implicazioni sono rimaste questioni preminenti nel periodo in esame. In termini generali, un mercato si considera liquido se vi possono aver luogo transazioni di grande ammontare senza effetti significativi sui prezzi. Mancano tuttavia i dati necessari per misurare direttamente la liquidità di un determinato mercato valutario secondo quest'accezione. Tradizionalmente, invece, vengono considerati altri parametri che forniscono indicazioni soltanto indirette: il volume degli scambi, che denota lo spessore del mercato in questione; il differenziale denaro-lettera, che ne misura i margini d'intermediazione; la volatilità, normalmente ritenuta un indicatore di rischio.

In prima analisi queste misure indirette della liquidità forniscono un quadro contrastante. Nel 2000 e nel primo scorcio del 2001 il volume delle contrattazioni

Volume degli scambi sui mercati valutari							
	Volume giornaliero, in miliardi di dollari USA					Variazioni medie annue, in percentuale	
	1989	1992	1995	1998	2000 s	1989-1998	1998-2000
Totale	590	820	1 190	1 500	1 100	11	-14
Pronti	350	400	520	600	450	6	-13
Termine/swaps	240	420	670	900	650	16	-15

Fonti: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (per il 2000); BRI. Tabella V.4

in valuta su scala mondiale è rimasto ben inferiore ai livelli antecedenti la turbolenza finanziaria dell'autunno 1998 (tabella V.4). Un'inversione di tendenza di questo genere non si era mai verificata da quando fu condotta, nel 1989, la prima indagine su vasta scala sull'attività dei mercati dei cambi. Questa evoluzione, assieme all'aumento della volatilità in determinati segmenti, potrebbe significare che i mercati sono divenuti meno liquidi. D'altra parte, la persistenza di differenziali denaro-lettera contenuti sui mercati valutari sembrerebbe indicare che non vi è stata alcuna variazione.

Per avere un'immagine più accurata della liquidità, è necessario situare i suddetti andamenti nel contesto di tre importanti cambiamenti strutturali che hanno interessato i mercati dei cambi negli ultimi anni: la nascita della UEM, la rapida espansione dell'intermediazione elettronica sui mercati interbancari e la tendenza alla concentrazione nel settore bancario.

Cambiamenti strutturali nei mercati valutari

La creazione della UEM sembra aver influito principalmente sul volume delle contrattazioni. Il 1° gennaio 1999 l'aggregazione delle 11 valute nazionali confluite nell'euro ha eliminato da un giorno all'altro circa l'8% dell'attività mondiale in cambi e questo calo non è stato successivamente compensato da un corrispondente aumento delle negoziazioni in euro. Nel 2000 il volume delle contrattazioni euro/dollaro sembra essere stato inferiore a quello nelle

L'impatto della UEM

Composizione per valute delle operazioni in cambi ¹								
	Regno Unito		Giappone		Germania		Svizzera	
	aprile 1998	aprile 2000	aprile 1998	2° trim. 2000	aprile 1998	aprile 2000	aprile 1998	luglio 2000
	Quota percentuale sul volume totale delle contrattazioni locali							
Euro ² /dollaro	22	28	7	13	52	65	21	15
Dollaro/yen	13	15	76	67	6	7	11	6
Dollaro/sterlina	14	33	3	...	4	2	5	11
Euro ² /sterlina	3	2	0	...	3	3	2	0
Euro ² /yen	2	1	4	3	2	4	2	1

Nota: per il 2000, stime non ufficiali.
¹ Operazioni a pronti, a termine e swaps. ² Per aprile 1998, marco tedesco.
 Fonte: BRI. Tabella V.5

valute europee costituenti a Londra e Zurigo, ma superiore a Francoforte e Tokyo (tabella V.5). Il mercato euro/yen è rimasto esiguo, come già lo era quello marco/yen nel 1998. Negli ultimi anni gli scambi di dollari contro sterline sembrano aumentati a scapito di quelli euro/sterline.

Per quanto riguarda l'entità dei margini di contrattazione, non vi sono segnali che l'avvento dell'euro abbia modificato le condizioni di mercato in modo significativo. Nel 2000 i differenziali denaro-lettera per la coppia euro/dollaro hanno generalmente riprodotto quelli sugli scambi dollaro/marco nel 1998. Ciò sembra valere anche per le transazioni aventi come contropartita yen o franchi svizzeri. Le contrattazioni in sterline hanno costituito un'eccezione, in quanto nel periodo in esame i differenziali sono stati sensibilmente superiori sul mercato euro/sterlina rispetto a quello sterlina/marco nel 1998. Neanche la volatilità a breve termine dei cambi dell'euro risulta essere stata significativamente diversa da quella del marco prima del 1999 (tabella V.6).

Il secondo grande cambiamento strutturale è il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica sul mercato interbancario a scapito della negoziazione diretta e per via telefonica. Nel 2000 l'85-95% delle contrattazioni interbancarie nelle principali valute è stato realizzato per via elettronica, contro il 50% circa del 1998 e il 20-30% del 1995. Due sistemi, EBS e Reuters, dominano attualmente questo segmento: mentre il primo gestisce per lo più transazioni in dollari, euro, yen e franchi svizzeri, il secondo viene utilizzato prevalentemente nelle operazioni aventi come contropartita la sterlina. Allorché in passato, con gli strumenti tradizionali, era di norma necessaria una serie di transazioni per acquisire i prezzi di mercato, oggi i brokers elettronici forniscono automaticamente agli operatori il miglior prezzo che questi possono ottenere, tenuto conto dei limiti di credito propri e delle loro controparti. Di conseguenza, gli operatori hanno ridotto il numero di transazioni eseguite e il volume degli scambi è diminuito. Nel contempo, la crescita di questa nuova forma di intermediazione, meno costosa rispetto ai canali tradizionali, ha ridotto sensibilmente i differenziali denaro-lettera sul mercato interbancario.

La perdurante tendenza alla concentrazione nel settore bancario ha costituito il terzo mutamento strutturale. Ciò ha avuto un impatto diretto sul volume delle contrattazioni in quanto negli ultimi anni il numero di operatori in cambi ha subito un calo significativo. Inoltre, assieme al diffondersi dell'intermediazione elettronica, la tendenza alla concentrazione ha ridotto

Crescente importanza dell'intermediazione elettronica

Concentrazione nel settore bancario

Volatilità sui principali mercati valutari ¹			
	Dollaro/yen	Euro ² /yen	Euro ² /dollaro
1980-89	10,2	7,3	10,9
1990-99	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000-1° trim. 2001	9,6	16,7	13,4

¹ Scarto quadratico dei rendimenti giornalieri rapportati all'anno calcolato sui mesi civili. ² Prima del 1999, marco tedesco.
 Fonti: BCE; elaborazioni BRI. Tabella V.6

notevolmente il numero di istituti di credito che quotano prezzi in acquisto e in vendita per un'ampia gamma di coppie valutarie. Oggi questo servizio è offerto da meno di 20 operatori globali sui mercati valutari, il che rappresenta un netto calo rispetto alla metà degli anni novanta. Oltre al processo di concentrazione, negli ultimi anni sul volume degli scambi hanno influito sia il già segnalato ridimensionamento del capitale destinato alle attività di market-making e all'assunzione di posizioni aperte sia la riduzione del numero e dell'attività degli operatori, specie nel comparto dei macro hedge funds. È tuttavia difficile individuare l'eventuale effetto di tali sviluppi sui differenziali denaro-lettera o sulla volatilità dei cambi.

Una valutazione dell'impatto complessivo dei suddetti cambiamenti strutturali sulla liquidità dei mercati non è stata finora semplice. I dati sul volume delle contrattazioni, sui differenziali denaro-lettera e sulla volatilità, nonché le opinioni degli stessi operatori, fanno ritenere che l'introduzione dell'euro non abbia prodotto cambiamenti significativi. La quota crescente dell'intermediazione elettronica ha sicuramente ridotto il volume degli scambi e assottigliato i differenziali, ma il suo impatto sulla liquidità appare meno netto. È parimenti difficile ravvisare effetti di rilievo prodotti dal processo di concentrazione sulla liquidità. Nondimeno, queste ultime due tendenze sembrano aver avuto una duplice conseguenza. Se da un lato l'efficienza del mercato interbancario appare oggi maggiore rispetto alla metà degli anni novanta, dall'altro l'assottigliarsi dei differenziali, e pertanto le minori opportunità di profitto, hanno determinato una riduzione delle risorse assegnate all'attività di market-making. Tali andamenti stanno a indicare che le trasformazioni strutturali potrebbero in effetti aver migliorato la liquidità in condizioni normali, come quelle presenti nel periodo sotto rassegna. Resta tuttavia da vedere se non abbiano anche esacerbato l'incapacità o la riluttanza degli operatori a fornire liquidità in situazioni di stress.

In prospettiva, il diffondersi dell'intermediazione elettronica e la concentrazione in atto sul mercato interbancario stanno determinando un riorientamento dell'attività verso le operazioni con la clientela. Lo dimostra tra l'altro il crescente ricorso alle piattaforme automatizzate di negoziazione tra banche e clienti, che può essere visto come un modo per estendere a questo segmento i vantaggi dell'intermediazione elettronica. Si tratta di un ambito in cui sono attualmente presenti due società, Cognotec e Currenex, e sul quale stanno per affacciarsi altri due concorrenti, vale a dire Atriax (sostenuto da Reuters e da tre grandi banche commerciali) e FXall (che ha alle spalle un altro gruppo di importanti banche). Il possibile influsso di tali sviluppi sulla liquidità futura dei mercati costituisce un'ulteriore questione aperta.

Assenza di variazioni evidenti della liquidità dei mercati fino ad oggi

Prospettive