

V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

Nel 2002 e agli inizi del 2003 i principali mercati valutari sono stati caratterizzati dalla flessione del dollaro USA. La moneta statunitense si è deprezzata soprattutto nei confronti dell'euro e – in minor misura – dello yen, ma con l'andare del tempo ha perso terreno anche rispetto a un numero sempre maggiore di altre valute. I differenziali di tasso d'interesse sembrano essere stati ancora una volta importanti fattori all'origine dei movimenti del cambio, in un contesto di deludenti prospettive economiche e di persistente caduta dei corsi azionari. A dominare la scena sono stati anche il crescente disavanzo corrente negli USA e la diversa composizione del suo finanziamento, segnalando un maggior premio di rischio sulle attività statunitensi.

Da un esame empirico delle principali correzioni del conto corrente intervenute in numerosi paesi industriali dal 1973, si evince che esse si sono accompagnate a una più lenta crescita interna, ma a deprezzamenti del cambio solo relativamente modesti. Per contro, nel particolare episodio che ha interessato gli Stati Uniti nella seconda metà degli anni ottanta, l'indebolimento del dollaro ha svolto un ruolo di riequilibrio molto più rilevante. Rispetto agli anni ottanta, tuttavia, le condizioni dell'economia mondiale sono ora notevolmente diverse. Ciò implicherebbe che, mentre sembra essere ancora probabile un sensibile aggiustamento degli squilibri di parte corrente, un'analoga correzione del dollaro non appare prevedibile con la stessa certezza.

Alcune divise europee non appartenenti alla UEM e i dollari australiano, canadese e neozelandese hanno tratto vigore dai differenziali d'interesse sulle attività denominate in dollari USA o in euro. Il loro apprezzamento, tuttavia, è riconducibile anche ai risultati relativamente favorevoli delle rispettive economie. Un'eccezione di rilievo a questo nesso tra forza della moneta e vantaggio di rendimento è costituita dal franco svizzero, i cui progressi tra il gennaio 2002 e il marzo 2003 hanno rispecchiato soprattutto il ruolo di approdo sicuro offerto dalla valuta elvetica.

Nel periodo in esame la "caccia al rendimento" da parte di investitori internazionali ha sostenuto altresì alcune valute di mercati emergenti, sulle quali tuttavia hanno influito in misura considerevole anche le prospettive economiche mondiali e vari fattori interni.

Dollaro, euro e yen

Nel periodo sotto rassegna il dollaro ha subito un calo pronunciato rispetto sia all'euro sia, in misura minore, allo yen. La moneta USA si è deprezzata notevolmente anche in termini effettivi. Tale debolezza sembra principalmente

dovuta alla ricomposizione dei flussi di capitale verso attività a reddito fisso più sicure e al conseguente riproporsi dei differenziali d'interesse come determinante dei movimenti finanziari internazionali. Sul dollaro hanno inoltre pesato i timori per il sempre maggior deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti americana. A differenza dei passati episodi di accresciuta incertezza, ma analogamente a quanto avvenuto in occasione della precedente guerra del Golfo, la valuta statunitense non ha svolto il ruolo di moneta rifugio.

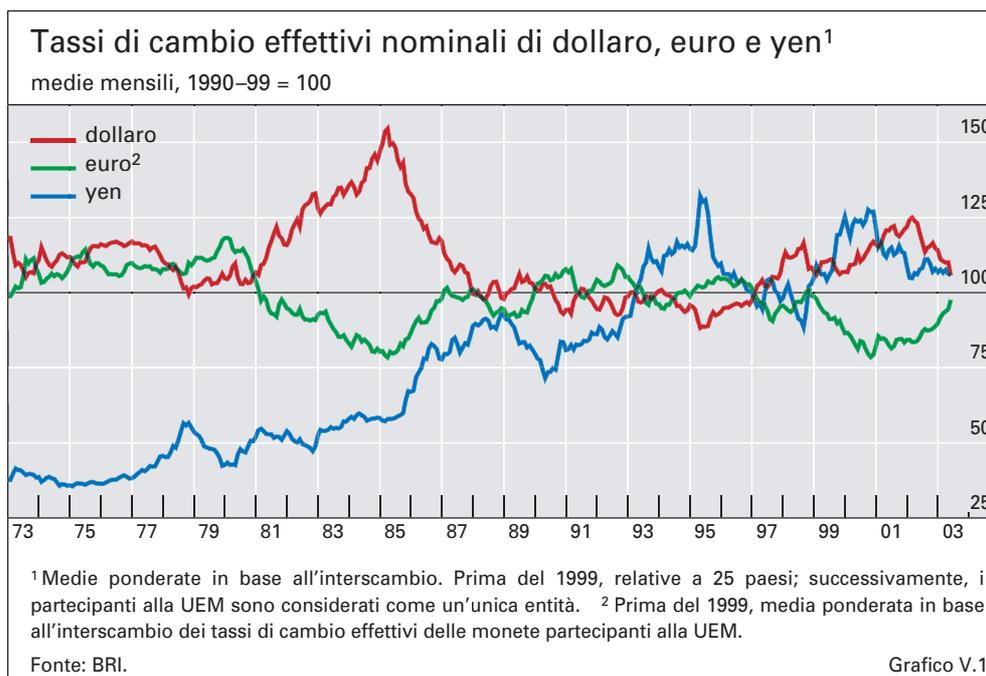
Andamenti principali

Calo generalizzato del dollaro

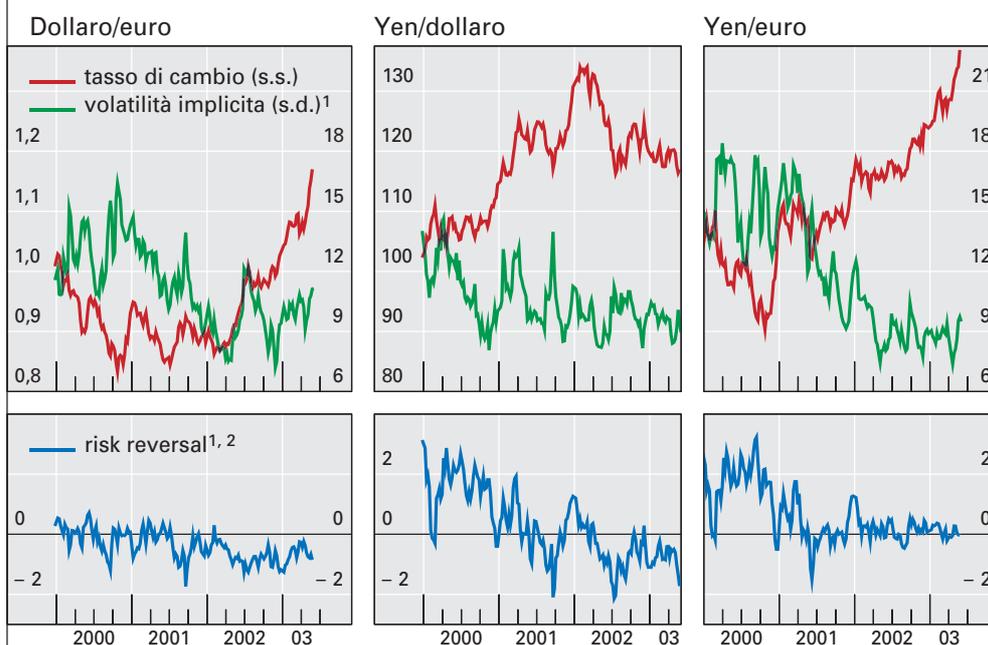
Dopo una lunga fase di crescita generalizzata, il dollaro ha toccato un massimo alla fine di gennaio 2002, e da aprile ha iniziato a perdere terreno nei confronti di numerose monete in coincidenza con il diffuso peggioramento del clima di fiducia sui mercati finanziari USA (Capitolo VI). Tra gennaio 2002 e metà maggio 2003, quando ha toccato i minimi, la valuta statunitense si è deprezzata di circa il 16% in termini effettivi nominali (grafico V.1).

La correzione del dollaro è stata particolarmente significativa rispetto all'euro, che ha guadagnato il 30%, da \$0,86–0,89 agli inizi del 2002 a oltre \$1,15 a metà maggio 2003, il livello massimo degli ultimi quattro anni (grafico V.2). Nel periodo sotto rassegna la moneta europea è salita di circa il 15% in termini effettivi nominali, evidenziando una chiara ripresa rispetto alla tendenza flettente del periodo 1999–2000.

Il dollaro si è indebolito – benché in misura inferiore – anche sullo yen, scendendo da oltre ¥134 agli inizi del 2002 a meno di ¥117 nel maggio 2003. L'ascesa dello yen ha spinto le autorità monetarie giapponesi a intervenire in più occasioni. Per contro, la moneta nipponica ha continuato ad arretrare nei confronti dell'euro per attestarsi, a metà maggio, a quota ¥135, dal livello iniziale di ¥115–119. In termini effettivi nominali, il tasso di cambio dello yen è



Tassi di cambio, volatilità implicita e risk reversal di dollaro, euro e yen



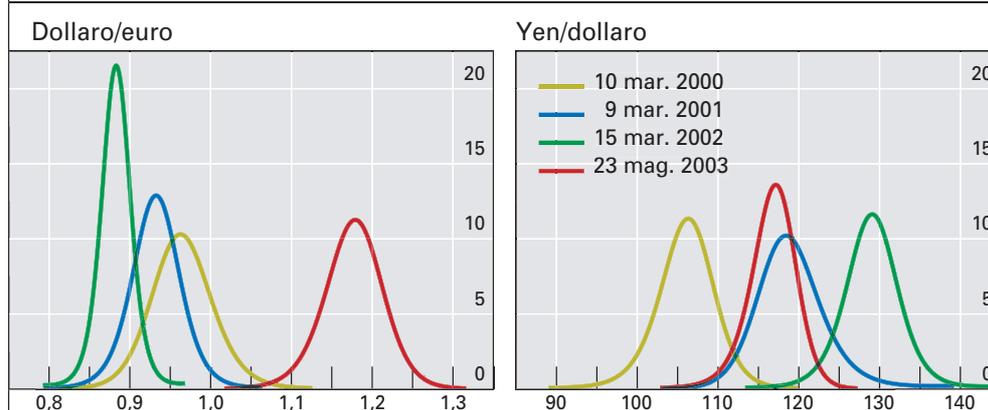
¹ A un mese, in percentuale. ² Un valore positivo indica, nei diagrammi di sinistra e centrale, un'asimmetria delle aspettative verso un rafforzamento del dollaro e, nel diagramma di destra, verso un apprezzamento dell'euro.

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

Grafico V.2

rimasto complessivamente invariato nell'anno in esame. Benché ancora forte se rapportata ai valori storici, la divisa giapponese aveva tuttavia perso alla fine del periodo il 19% rispetto al recente picco dell'ultima parte del 2000.

Distribuzioni di probabilità del cambio del dollaro rispetto all'euro e allo yen¹



¹ Le distribuzioni di probabilità nell'ipotesi di neutralità al rischio sono stimate utilizzando le quotazioni indicative di un market-maker di Londra su tre strumenti derivati: volatilità implicita at the money, risk reversal e strangle. La scadenza delle opzioni è costante e pari a un mese. Per ulteriori dettagli, si veda G. Galati e W. Melick: "Central bank intervention and market expectations", *BIS Papers*, n. 10, aprile 2002. Il calcolo si basa sulle medie settimanali delle funzioni di densità giornaliere stimate per le settimane che terminano alle date indicate.

Fonti: J.P. Morgan; elaborazioni BRI.

Grafico V.3

Notevole mutamento del clima di fiducia

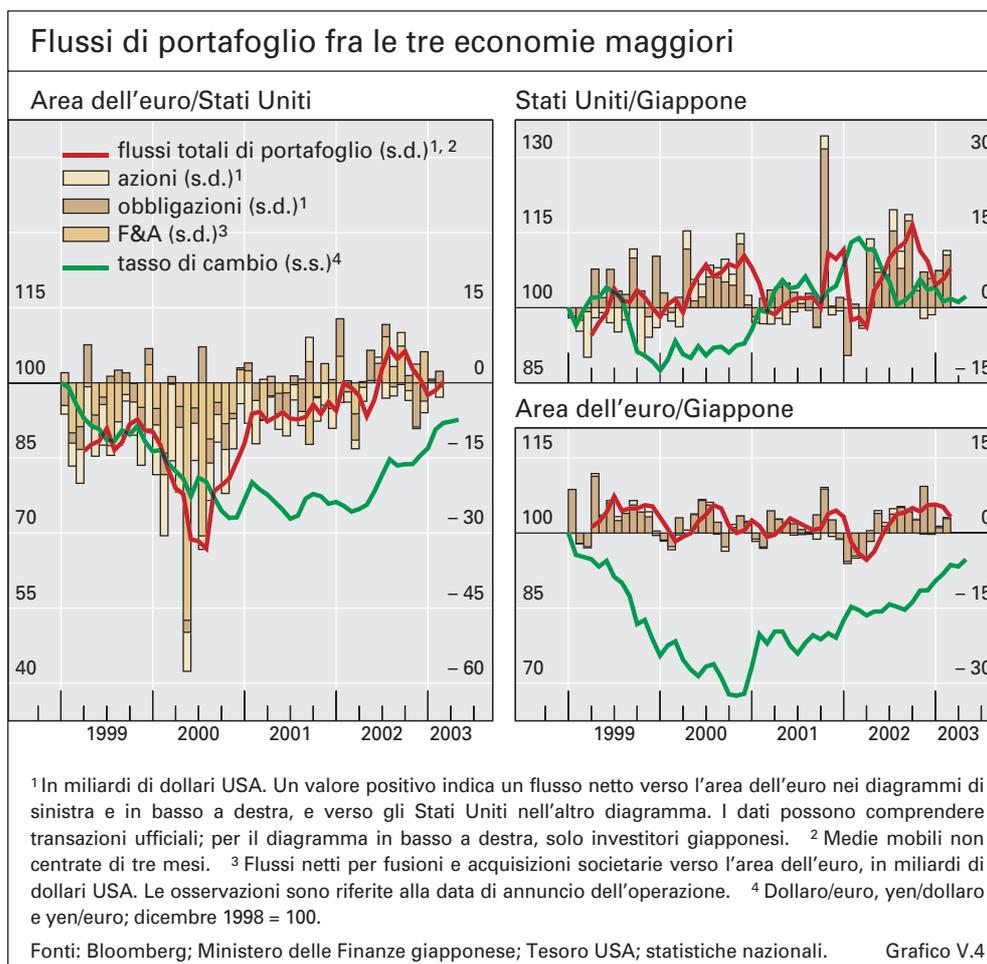
Il deprezzamento del dollaro è coinciso con alcuni mutamenti significativi del clima di fiducia (grafico V.3). Dagli inizi del 2002 la valutazione degli operatori circa la bilancia dei rischi fra un dollaro molto più forte o molto più debole, misurata dal grado di asimmetria delle distribuzioni di probabilità stimate in ipotesi di neutralità al rischio, si è spostata verso un indebolimento della valuta USA. Secondo alcuni test econometrici, negli ultimi due anni al deterioramento delle aspettative sul dollaro ha fatto generalmente seguito – dopo quattro settimane – una perdita del valore effettivo del tasso di cambio, tenuto anche conto dell’effetto delle passate oscillazioni.

Un’importante caratteristica dei principali mercati valutari nel periodo sotto rassegna risiede nel fatto che le divise del G3, pur registrando sensibili movimenti, hanno evidenziato una volatilità a breve termine relativamente bassa in confronto agli anni precedenti. Ciò contrasta con l’incertezza su altri mercati finanziari (Capitolo VI).

Determinanti

Fattori trainanti sostanzialmente diversi

Nel periodo in esame le forze all’origine della dinamica dei cambi principali sono notevolmente mutate rispetto agli anni precedenti. Per meglio comprendere le determinanti della flessione del dollaro nel 2002, può essere utile ricordare i fattori che avevano contribuito alla forza della moneta statunitense fra la metà degli anni novanta e il 2001.

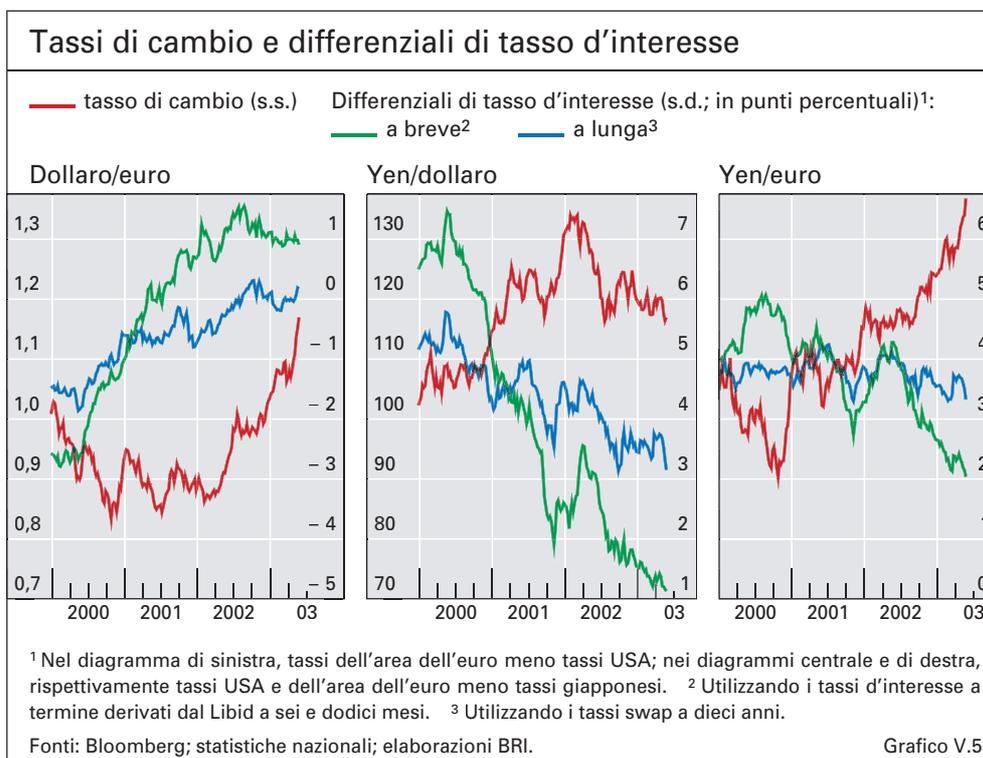


In quegli anni, l'elevata crescita effettiva e attesa della produttività negli Stati Uniti aveva sorretto una rapida espansione degli investimenti e un rialzo eccezionale dei corsi azionari USA. La prospettiva di maggiori rendimenti negli Stati Uniti aveva contribuito ad attrarre ingenti flussi per investimenti di portafoglio, soprattutto in azioni e obbligazioni societarie, nonché investimenti diretti esteri (IDE), alimentando un consistente apprezzamento del dollaro (grafico V.4) che, a sua volta, aveva indebolito il saldo delle partite correnti. Di fatto, nel 2001 il boom degli investimenti si era progressivamente esaurito, in concomitanza con il netto calo degli utili e la decelerazione dell'attività economica negli Stati Uniti. Anche i corsi delle azioni e delle obbligazioni societarie ad alto rischio avevano iniziato a flettere, sullo sfondo di una ricomposizione dei portafogli dal comparto azionario verso strumenti più sicuri quali obbligazioni societarie con maggior merito di credito e titoli di Stato e di agenzie governative (Capitolo VI). I flussi finanziari lordi verso gli Stati Uniti erano rallentati. Nondimeno, gli afflussi netti di capitali privati per investimenti di portafoglio e diretti esteri provenienti dall'area dell'euro erano rimasti di segno positivo, in quanto i tassi attesi di crescita degli USA continuavano a superare quelli dell'area dell'euro. Di conseguenza, il dollaro aveva seguito ad apprezzarsi.

Elevata crescita della produttività USA, ingenti flussi di capitale e apprezzamento del dollaro fino al 2001

Nel primo semestre del 2002 la direzione e la composizione dei flussi di capitale sono notevolmente cambiate in presenza di un ulteriore peggioramento del clima di fiducia sui mercati finanziari USA. Tale deterioramento si inserisce soprattutto nel contesto di una ripresa economica meno vigorosa del previsto e del manifestarsi di una serie di irregolarità contabili compiute da alcune società, che ha destato timori sull'attendibilità dei bilanci delle imprese

Riorientamento dei flussi verso attività più sicure nel 2002, in presenza di un ulteriore peggioramento del clima di fiducia



e sull'entità della loro esposizione al rischio. Per giunta, modifiche in senso restrittivo della politica commerciale statunitense sono state interpretate come segnali di una crescente preoccupazione delle autorità per la dimensione del disavanzo corrente del paese. I flussi di capitale privato per investimenti di portafoglio e diretti esteri dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti sono divenuti negativi su base netta. Inoltre, nei portafogli internazionali è aumentata ulteriormente l'incidenza di attività più sicure, a scapito degli investimenti azionari e degli IDE.

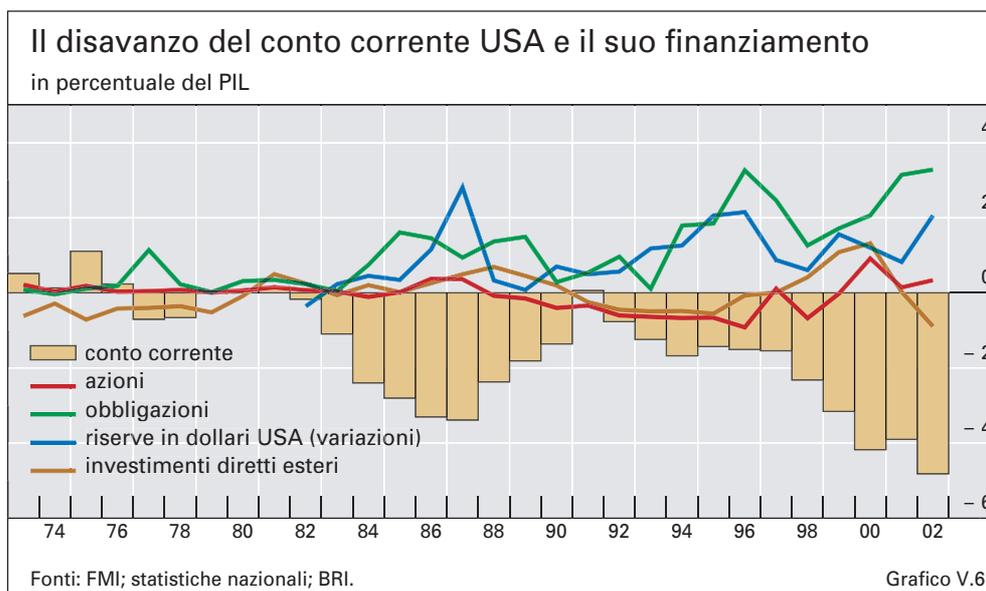
Accresciuta importanza dei differenziali di tasso

Nel momento in cui i rendimenti prospettici delle azioni USA ad alto rischio hanno cessato di guidare le scelte degli investitori, anche i differenziali di crescita attesi – che avevano per lungo tempo sostenuto sia gli afflussi di capitale verso gli Stati Uniti sia la forza del dollaro – hanno perso rilevanza. Al contrario, i differenziali d'interesse sarebbero nuovamente divenuti una determinante centrale dei movimenti di capitale e, di conseguenza, delle variazioni del cambio. Numerosi rapporti bilaterali di cambio sembrano evidenziare una correlazione significativamente positiva tra spread di tasso a breve termine e connesse variazioni del cambio. Ciò rappresenta una sostanziale differenza rispetto alla situazione degli anni precedenti.

Grazie a tassi d'interesse più elevati rispetto alle altre due grandi economie, l'area dell'euro è stata la destinazione prescelta dagli investitori in cerca di maggiori rendimenti, e ciò ha sostenuto l'apprezzamento della valuta europea (grafico V.5). Nel 2002 la correlazione positiva tra il cambio dollaro/euro e il corrispondente differenziale d'interesse a breve ha raggiunto il suo livello massimo dall'introduzione della moneta unica. Anche la forza relativa dello yen nei confronti del dollaro è in linea con la riduzione dei differenziali negativi di tasso fra Giappone e Stati Uniti.

Rinnovato interesse per il disavanzo corrente statunitense

La richiamata contrazione dei flussi di capitali privati verso gli USA e la loro diversa composizione hanno gravato più pesantemente sul dollaro a causa del persistente ampliamento del disavanzo corrente USA. Nel 2002 quest'ultimo ha raggiunto il 5% del PIL (grafico V.6), mentre le passività nette



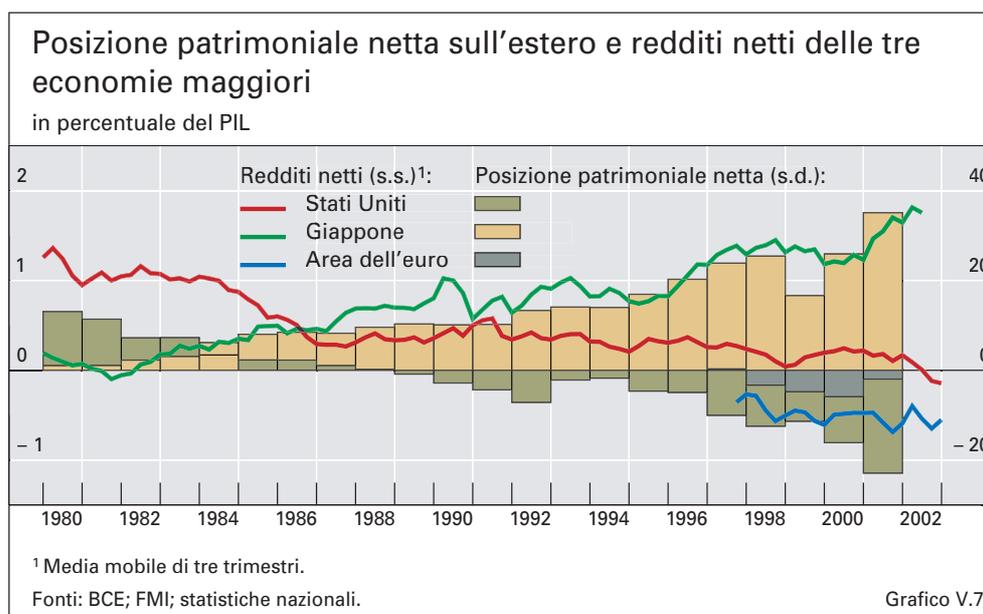
sull'estero hanno superato per la prima volta il 20% del prodotto (grafico V.7). A tali andamenti è stato attribuito un peso maggiore per vari motivi. In primo luogo, tra le fonti di finanziamento del deficit è diminuita in misura significativa l'incidenza degli IDE, mentre è aumentata quella delle riserve ufficiali in dollari, concentrate per lo più nei paesi asiatici (tabella V.1). Ciò sta a indicare la crescente riluttanza del settore privato a finanziare il passivo corrente degli Stati Uniti, rendendo così il dollaro più vulnerabile ai cambiamenti del clima di mercato. In secondo luogo, il disavanzo sembrava in prospettiva destinato ad ampliarsi, poiché agli inizi del 2003 il paese stava ancora crescendo a ritmi più sostenuti rispetto alla maggioranza dei suoi partner commerciali. In

Variazioni annuali delle riserve valutarie ufficiali							
in miliardi di dollari USA							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Per memoria: consistenze a fine 2002
	a tassi di cambio correnti						
Totale	49,8	27,0	138,6	154,7	111,7	351,4	2 392,3
Paesi industriali	-18,6	-32,8	52,1	54,7	2,9	108,1	887,8
Stati Uniti	-7,5	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	33,8
Area dell'euro	10,6	-32,9	-39,2	-9,4	-10,8	8,0	215,8
Giappone	0,5	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	451,5
Asia	22,6	62,8	79,0	52,5	76,0	173,3	943,8
Cina	34,9	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	286,4
Corea	-13,5	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	120,8
Filippine	-2,8	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	13,0
Hong Kong SAR	29,0	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	111,9
India	4,6	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	67,0
Indonesia	-1,7	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,2	30,3
Malaysia	-6,1	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	33,3
Singapore	-5,6	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	81,4
Taiwan, Cina	-4,5	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	161,7
Thailandia	-11,5	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	38,0
America latina ¹	11,4	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	140,1
Argentina	4,4	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	10,4
Brasile	-7,5	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	37,4
Cile	2,3	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	14,8
Messico	9,0	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	49,9
ECO ²	5,5	6,6	1,7	19,1	12,7	36,4	146,1
Altri paesi	29,0	0,0	14,7	26,2	20,5	29,4	274,5
	a tassi di cambio costanti ³						
Totale	109,4	24,6	178,7	190,7	141,0	268,4	2 395,2
in dollari	74,0	49,0	145,8	115,5	82,9	219,8	1 751,4
non in dollari	35,4	-24,4	32,9	75,2	58,1	48,6	643,8

¹ I paesi elencati più Colombia, Perù e Venezuela. ² Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria. ³ Dati parzialmente stimati e valutati a tassi di cambio di fine periodo.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella V.1



terzo luogo, la diversa composizione della spesa statunitense non è stata interpretata in senso positivo dagli operatori. Mentre i consumi delle famiglie sono rimasti elevati, gli investimenti hanno subito un calo. Pertanto, nella misura in cui la domanda interna aggregata è scesa, il divario è stato colmato dal crescente disavanzo fiscale. A sua volta, ciò ha destato preoccupazioni riguardo alla concomitanza di un passivo nel saldo sia commerciale sia di bilancio ("deficit gemelli", si veda il Capitolo II), che richiamava la situazione degli anni ottanta.

La maggiore attenzione prestata al deficit corrente statunitense è dimostrata dal tempestivo cambiamento di umore nei confronti del dollaro agli inizi del 2002, coinciso con l'introduzione da parte degli Stati Uniti di nuove barriere all'acquisto di prodotti siderurgici e agricoli dall'estero. Tale evento è stato interpretato dai mercati come indicativo della preoccupazione delle autorità per le tensioni nei settori statunitensi dei beni "tradable". La sostenibilità del disavanzo corrente USA sarà discussa nell'ultima sezione del presente capitolo che, sulla base di un'analisi storica degli episodi di aggiustamento delle partite correnti in una serie di paesi industriali, traccia alcune conclusioni preliminari.

Andamenti in altri mercati valutari

Valute dei paesi industriali

La ricerca di rendimenti a basso rischio da parte degli investitori internazionali si è riflessa anche nella dinamica delle valute di alcuni altri paesi industriali. Nel 2002 la correlazione fra i tassi di cambio di questi paesi e i corrispondenti differenziali d'interesse è divenuta chiaramente positiva, anche se in misura diversa. Il vantaggio di tasso d'interesse goduto da queste monete è stato sostenuto dalla performance delle rispettive economie. Il più stretto legame fra rapporti di cambio e differenziali di rendimento è riconducibile inoltre al ritorno

I differenziali di rendimento e i risultati economici hanno influito anche su ...

sui mercati valutari di operatori speculativi con strategie di leva finanziaria fra cui, in particolare, i "macro hedge fund", sulla spinta dei mediocri risultati del mercato azionario.

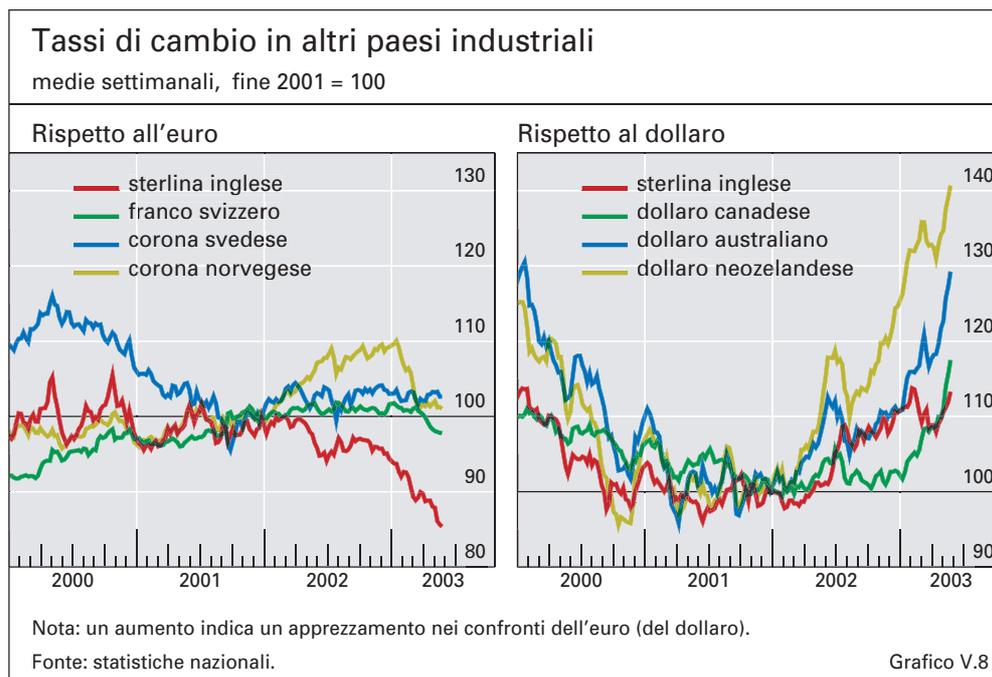
Al di fuori della UEM, la sterlina inglese e la corona svedese costituiscono due esempi di monete europee sensibili all'evoluzione dei differenziali di rendimento. Favorita da tassi d'interesse relativamente elevati e dalla crescita sostenuta dell'economia, la sterlina ha guadagnato il 15% sul dollaro, passando da \$1,43 a gennaio 2002 a oltre \$1,65 agli inizi di febbraio 2003 (grafico V.8). Rispetto all'euro, invece, essa è lievemente arretrata a causa del minor vantaggio di tasso e della dinamica al rialzo della moneta unica. La divisa britannica si è poi generalmente indebolita dopo la riduzione dei tassi, per lo più inattesa, decisa dalla Banca d'Inghilterra nello stesso mese di febbraio, che ha compresso lo scarto di rendimento e indotto gli operatori a rivedere la loro valutazione delle condizioni economiche interne. In aprile e maggio la sterlina è balzata a \$1,62, ma si è deprezzata ulteriormente nei confronti dell'euro. Per quanto concerne la Svezia, l'andamento vivace del prodotto e l'inasprimento delle condizioni monetarie del primo semestre 2002 hanno sospinto i tassi a breve termine verso livelli superiori persino a quelli britannici. In tale contesto, la valuta svedese ha recuperato in media l'8% dal minimo di circa 10 corone per euro toccato nel 2001, stabilizzandosi entro un intervallo di 9,0-9,4. Sull'andamento della corona nel periodo in esame ha influito inoltre l'evolversi delle prospettive di adesione alla UEM.

Il sorprendente recupero dei dollari australiano, canadese e neozelandese costituisce un'analogia conferma dell'accresciuta importanza dei differenziali di rendimento nominale tra i fattori all'origine dei movimenti del cambio. Grazie al dinamismo dell'attività economica e al considerevole e crescente vantaggio di tasso d'interesse rispetto alla moneta statunitense, fra gennaio

... sterlina
inglese ...

... corona
svedese ...

... e dollari
australiano,
canadese
e neozelandese



2002 e la metà di maggio 2003 il dollaro australiano ha guadagnato oltre il 25%, superando il massimo di \$0,65 raggiunto agli inizi del 2000. Nello stesso periodo la valuta neozelandese – caratterizzata da rendimenti comunque superiori – ha messo a segno una ripresa ancor più consistente, salendo del 35% a oltre \$0,57, un livello non più osservato dagli inizi del 1998. L’ascesa del dollaro canadese sembra essere cominciata in un momento successivo, ed è stata più modesta in termini assoluti, di riflesso all’entità relativamente contenuta – seppur anch’essa crescente – del vantaggio di rendimento. Nondimeno, nel marzo 2003 la valuta canadese aveva recuperato interamente le perdite subite dalla fine del 2000. La rapida progressione dei prezzi delle materie prime potrebbe aver fornito un ulteriore contributo; per la prima volta da diversi anni si è ristabilita la tradizionale correlazione positiva delle tre monete con i rispettivi corsi dei prodotti di base.

I tassi d’interesse hanno incentivato il ricorso a “carry trade”

Una variazione sul tema del vantaggio di rendimento è rappresentata dal ricorso a strategie di “carry trade”, divenute attraenti in virtù dei modesti tassi d’interesse osservati nelle tre economie principali e in Svizzera durante il periodo in esame. La corona norvegese, con rendimenti a breve termine elevati rispetto a quelli degli altri paesi industriali e persino di talune economie emergenti, potrebbe costituire un esempio particolarmente calzante dell’utilizzo di tali strategie. Secondo gli osservatori, hedge fund e altri investitori internazionali hanno mutuato fondi in euro per investirli in titoli norvegesi a breve scadenza. In tale contesto, per tutto lo scorso anno la corona si è rafforzata sensibilmente rispetto all’euro (11%), e in misura ancora maggiore nei confronti del dollaro (29%). Dopo aver raggiunto un massimo nel gennaio 2003, a marzo ha perso gran parte dei guadagni precedenti in concomitanza con la rapida liquidazione dei “carry trade” innescata dalla decisione della banca centrale norvegese di ridurre i tassi. Secondo alcuni osservatori, i “carry trade” avrebbero inoltre catalizzato la rapida ripresa segnata dalle valute australiana, neozelandese e, più recentemente, anche da quella canadese.

L’eccezione del franco svizzero, soprattutto per effetto di flussi in cerca di un approdo sicuro

Fino al marzo 2003 il franco svizzero ha costituito un’eccezione di rilievo a questo nesso tra forza della moneta e vantaggio in termini di tasso d’interesse. Nonostante i rendimenti bassi e decrescenti, e la relativa debolezza dell’economia, la divisa elvetica si è mantenuta robusta in rapporto all’euro e ha riportato consistenti guadagni sul dollaro. Gli apprezzamenti del franco nei confronti dell’euro per tutto il 2002 sono avvenuti in coincidenza di eventi economici e geopolitici che hanno determinato un calo nella fiducia degli operatori nei confronti del dollaro e dei mercati finanziari in generale. Anche la più stretta correlazione della moneta elvetica con il prezzo dell’oro sta a indicare il ruolo di approdo sicuro svolto nel 2002 dal franco che, in termini effettivi nominali, ha superato di circa il 15% il recente minimo del 2000, ponendo sfide alla conduzione della politica monetaria in una fase di ristagno dell’economia (Capitolo IV). Tale situazione contrasta nettamente con quella di tre anni fa, quando il franco debole e le sue implicazioni inflazionistiche avevano rappresentato la principale preoccupazione delle autorità. Nondimeno, si ritiene che la pressione al rialzo sulla valuta sia stata bilanciata all’orientamento monetario della Banca Nazionale Svizzera. Nei due mesi successivi

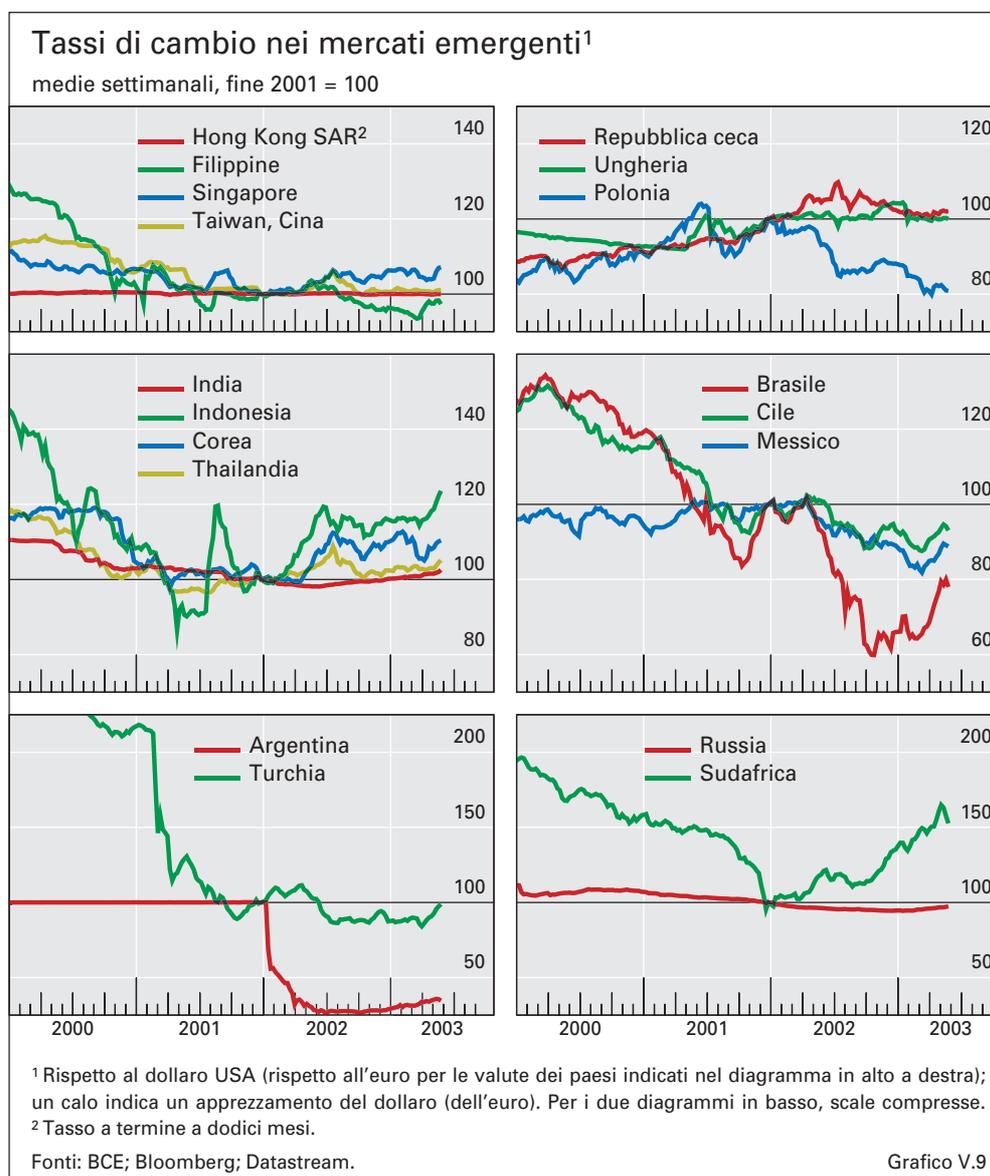
alla riduzione dei tassi ufficiali decisa dalle autorità monetarie elvetiche nel marzo 2003, il franco ha perso il 3% rispetto all'euro.

Valute dei paesi emergenti

Durante il periodo sotto rassegna sulle valute dei paesi emergenti hanno influito in misura considerevole le prospettive dell'economia mondiale e vari fattori interni specifici. In determinati casi, anche la ricerca di rendimenti da parte degli investitori internazionali ha rivestito un ruolo importante.

I fattori interni sono stati predominanti in America latina, dove diverse monete si sono notevolmente indebolite sullo sfondo di turbolenze di natura economica e/o politica (grafico V.9). Il deprezzamento del real brasiliano si è accentuato nei mesi precedenti le elezioni presidenziali dell'ottobre 2002, di riflesso ai dubbi sul futuro corso delle politiche economiche. In Venezuela il bolivar, lasciato libero di fluttuare agli inizi del 2002, ha subito ulteriori contraccolpi durante l'anno – a causa dell'intensificarsi delle agitazioni

Notevole flessione delle valute latino-americane nel 2002



politiche e dello sciopero nel settore petrolifero – che hanno determinato l'introduzione di controlli valutari. All'indomani della svalutazione argentina, tensioni finanziarie hanno indotto le autorità uruguaiane a consentire il deprezzamento della moneta. Oltre ai fattori regionali, anche l'incertezza sulle prospettive economiche statunitensi e mondiali ha esercitato un certo impatto. Il peso messicano, ad esempio, è arretrato dai massimi dei primi mesi del 2002 ai minimi storici del marzo 2003 sulla spinta di timori per gli effetti di una ritardata ripresa statunitense sulle esportazioni e sull'economia del paese. I dubbi in merito alle prospettive globali hanno gravato anche sul peso cileno.

In generale le valute asiatiche si rafforzano o restano stabili

Per contro, le valute asiatiche si sono in genere rafforzate o mantenute sostanzialmente stabili rispetto al dollaro USA, in parte grazie ai risultati economici relativamente positivi della regione. A tale andamento ha inoltre concorso l'evoluzione del cambio yen/dollaro. Talune monete – in particolare il renminbi e, in misura lievemente inferiore, la rupia indiana – hanno seguito molto da vicino la valuta statunitense (tabella V.2). Il notevole accumulo di riserve ufficiali in Cina e in India è parso in linea con un orientamento monetario tendente a contrastare apprezzamenti ampi. In tale contesto, il calo effettivo del renminbi in parallelo con quello del dollaro ha destato alcune preoccupazioni tra le economie esportatrici in concorrenza con la Cina. Altre valute, specie il won coreano, hanno ricalcato meno strettamente che in passato la dinamica della valuta americana. Nel complesso, durante il periodo sotto rassegna le monete asiatiche sono parse leggermente meno volatili in termini effettivi nominali. Il fatto che alcune di queste abbiano assorbito la flessione del dollaro in misura minore rispetto allo yen potrebbe senz'altro avere implicazioni per l'andamento prospettico del conto corrente USA (si veda oltre). In aggiunta ai fattori economici, anche i timori per la sicurezza nella regione hanno avuto una certa influenza su monete quali il won coreano, la rupia indonesiana e il peso filippino.

Al tempo stesso, i differenziali di rendimento e i "carry trade" hanno agito in qualche misura anche su alcune divise emergenti. Ad esempio, il rand – che

Volatilità dei tassi di cambio ¹						
	bilaterali ²			effettivi ³		
	1995-96	1999-2001	gen. 2002- mag. 2003	1995-96	1999-2001	gen. 2002- mag. 2003
Cina	0,6	0,1	0,2	4,1	3,6	4,1
Corea	3,9	7,2	8,4	5,8	8,1	7,8
Filippine	3,9	10,4	4,6	6,1	10,6	5,0
Hong Kong SAR	0,3	0,2	0,2	4,7	4,8	5,4
India	7,6	3,4	1,5	9,1	6,1	5,4
Indonesia	2,7	22,6	9,7	6,6	23,0	10,4
Singapore	3,8	4,2	4,4	5,2	5,5	4,6
Thailandia	3,6	7,6	5,0	...	...	...

¹ Misurata come scarto quadratico sui periodi indicati delle variazioni percentuali giornaliere rapportate all'anno. ² Rispetto al dollaro. ³ Ponderati in base all'interscambio.
 Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.2

a cavallo tra il 2001 e il 2002 si era notevolmente deprezzato – nel marzo 2003 aveva recuperato completamente, sostenuto dal considerevole vantaggio di tasso d'interesse rispetto alla maggioranza delle principali valute, nonché dal crescente prezzo dell'oro. Dopo i precedenti ribassi, anche il real avrebbe beneficiato della preferenza per gli alti rendimenti mostrata dagli investitori nel 2003 al dissiparsi delle incertezze circa la politica economica della nuova amministrazione. Nel marzo scorso l'apprezzamento della moneta brasiliana ha accelerato notevolmente.

Il ruolo degli elevati rendimenti e dei "carry trade"

Anche le valute di alcuni paesi europei emergenti sono state favorite da tassi d'interesse relativamente elevati e dal generale ottimismo per l'adesione alla UE. Il rapido apprezzamento che ne è conseguito ha tuttavia determinato reazioni ufficiali (Capitolo III). Ad esempio, le autorità ungheresi sono intervenute riducendo i tassi quando il forint ha sfiorato il limite superiore della fascia di oscillazione nel gennaio 2003. La pluriennale tendenza all'apprezzamento della corona ceca si è moderata nel secondo semestre del 2002 sullo sfondo di un calo del tasso d'inflazione al disotto del suo valore obiettivo e di una serie di riduzioni del tasso ufficiale che hanno finito con l'azzerare il differenziale d'interesse rispetto all'euro.

Dinamica del conto corrente e comportamento dei tassi di cambio

Nel periodo in esame la protratta crescita del disavanzo corrente e dell'indebitamento netto con l'estero degli Stati Uniti, unitamente alla mutata composizione del finanziamento del passivo di bilancio, hanno sollevato diversi interrogativi. Il deficit corrente statunitense è sostenibile? In caso negativo, come potrebbero aver luogo i necessari aggiustamenti? Infine, quali valute sarebbero più interessate da un calo effettivo del dollaro?

Correzioni dei disavanzi correnti nei paesi industriali dal 1973

Per tentare di rispondere ai suddetti quesiti può risultare utile esaminare preliminarmente l'esperienza storica relativa ai casi di aggiustamento delle partite correnti nei paesi industriali. Ai fini della presente analisi sono stati considerati soltanto quegli episodi in cui la correzione si è rivelata sostanziale e duratura (per ulteriori dettagli, si veda il grafico V.10); dal 1973, ne sono stati registrati 28 con queste caratteristiche.

Episodi storici di aggiustamento delle partite correnti

Gli episodi analizzati hanno in comune tre elementi principali. Innanzitutto, evidenziano l'esistenza di una soglia per il disavanzo corrente in percentuale del prodotto interno lordo. In media, il deficit ha generalmente raggiunto un punto di svolta superiore quando si è avvicinato a circa il 4-5% del PIL. Per converso, è difficile trovare riscontri incontrovertibili di una soglia definita in termini di rapporto tra posizione patrimoniale netta sull'estero (PPNE) e PIL. Benché le correzioni del disavanzo siano in media intervenute quando questo rapporto si aggirava sul 20%, sussistono notevoli differenze tra i vari episodi.

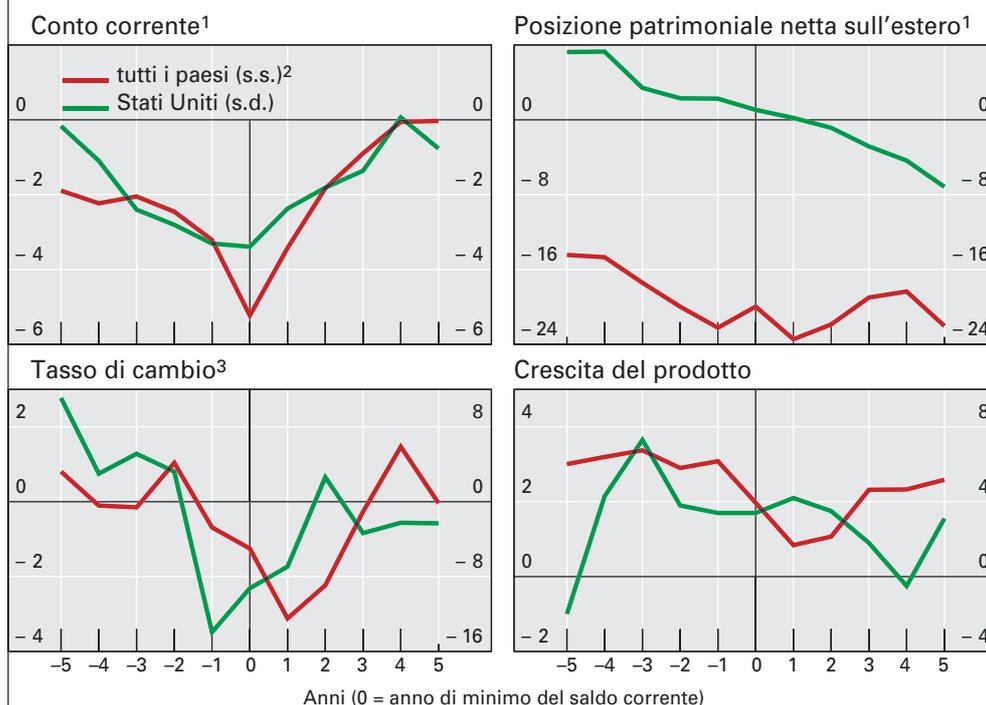
Soglia per il disavanzo corrente e la PPNE

In secondo luogo, il processo di aggiustamento per operare una correzione del deficit si è per lo più basato sia su un deprezzamento della moneta nazionale sia su una decelerazione della crescita interna. Durante tali episodi, il tasso di cambio effettivo reale è sceso in media di circa il 4%, a

Correzione fondata meno sul deprezzamento ...

Aggiustamenti del conto corrente e movimenti di cambio

in percentuale



Nota: si determina un aggiustamento del conto corrente quando il disavanzo (i) supera il 2% del PIL nel periodo precedente la correzione, (ii) si riduce in media di almeno un terzo e in misura quantomeno pari al 2% del PIL su tre anni, (iii) nei cinque anni successivi al picco non è mai superiore al suo minimo dei tre anni precedenti. Il grafico copre 28 episodi di aggiustamento del conto corrente verificatisi in: Australia (1989, 1999); Austria (1977, 1980); Belgio (1981); Canada (1981, 1993); Danimarca (1986); Finlandia (1991); Francia (1982); Grecia (1985); Irlanda (1981); Italia (1974, 1981, 1992); Norvegia (1977, 1986); Nuova Zelanda (1974, 1984); Portogallo (1981); Regno Unito (1974, 1989); Spagna (1976, 1981, 1991); Stati Uniti (1987); Svezia (1980, 1992). Ventuno episodi sono tratti da Caroline L. Freund, "Current account adjustment in industrialized countries", *International Finance Discussion Papers*, n. 692, Board of Governors del Federal Reserve System, dicembre 2000.

¹ In percentuale del PIL. ² Media semplice di tutti gli episodi. ³ Variazione percentuale annua dei tassi di cambio effettivi reali (in termini di prezzi al consumo relativi).

Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico V.10

conferma di un contributo alla correzione tutto sommato modesto. L'entità del deprezzamento ha tuttavia mostrato sostanziali variazioni tra i diversi episodi e in alcuni casi è stata considerevole. La flessione della moneta nazionale è iniziata di norma due anni prima che il disavanzo corrente raggiungesse il suo punto di massima ed è proseguita per un altro anno. Ciò è in linea con il profilo classico di una curva J: il saldo della bilancia commerciale è peggiorato quando la valuta ha cominciato a indebolirsi, per poi migliorare dopo circa tre anni.

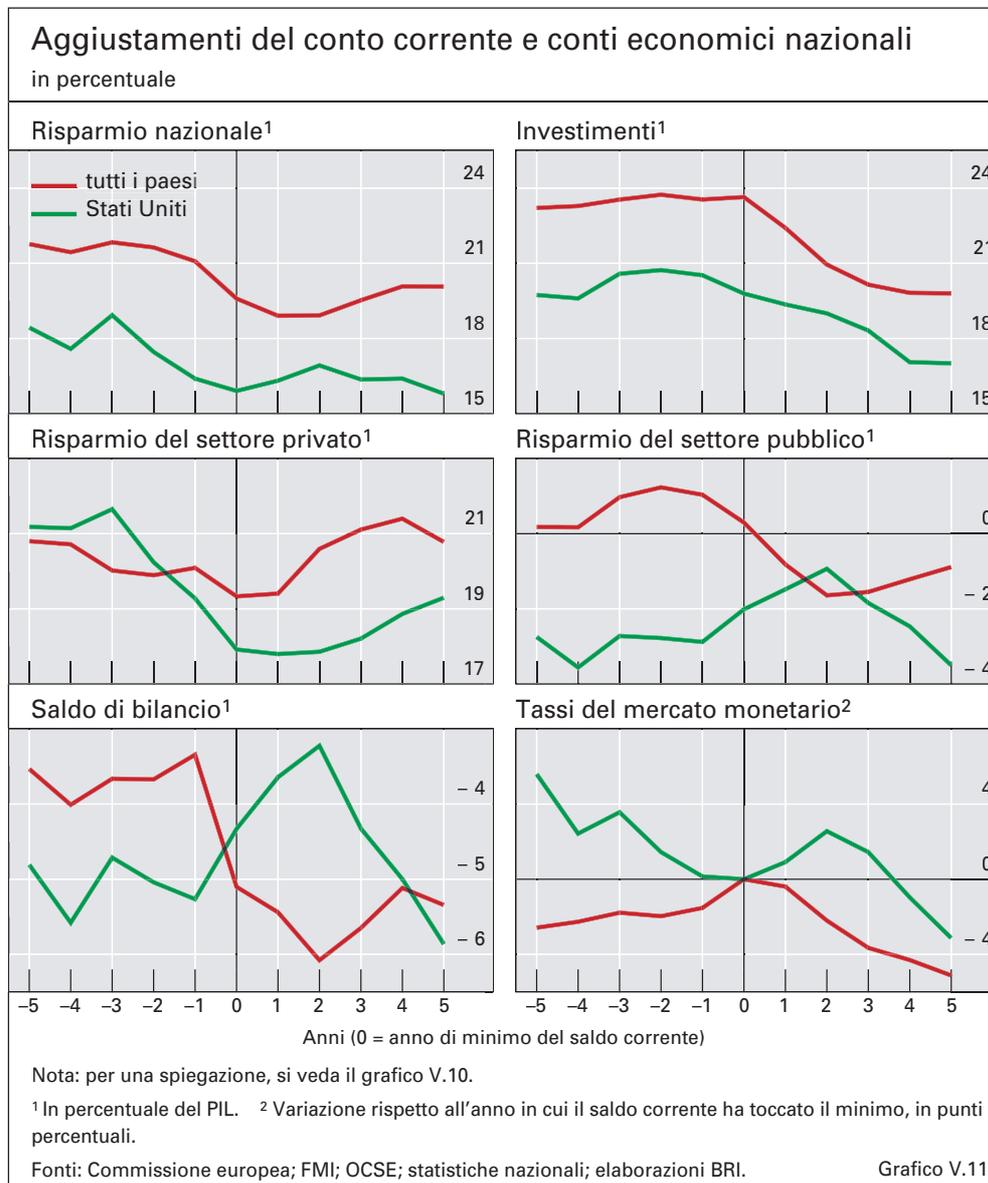
In terzo luogo, nei due anni intorno al picco del disavanzo gli aggiustamenti del conto corrente sono stati in genere contraddistinti da un netto rallentamento della crescita interna, scesa in media di 2 punti percentuali. La decelerazione si è di solito accompagnata a un calo degli investimenti, iniziato intorno al punto di svolta superiore del deficit e protrattosi per i tre anni successivi. Sul comportamento del risparmio interno ha influito soprattutto la

... che sul
rallentamento della
crescita

componente del settore pubblico, in media diminuita come percentuale del PIL (grafico V.11). Non risulta pertanto che il miglioramento del saldo corrente si sia associato a un'evoluzione positiva di quello di bilancio. I tassi d'interesse a breve termine sembrano avere nell'insieme seguito il profilo di una curva "a campana", segnalando un nesso tra decelerazione della crescita e degli investimenti, da un lato, e inasprimento monetario, dall'altro.

Pur essendo di per sé interessante, l'analisi di questi episodi di aggiustamento delle partite correnti nei paesi industriali potrebbe tuttavia presentare alcune limitazioni nel preannunciare la possibile evoluzione degli Stati Uniti. Gli USA si distinguono da altre economie per due principali ordini di motivi. Innanzitutto, va ricordato che il dollaro è la moneta di riserva internazionale predominante e che, di conseguenza, i residenti di paesi che accumulano attività in valuta investono in dollari una quota significativa dei loro portafogli. In secondo luogo, gli Stati Uniti hanno tratto beneficio da un persistente scarto di rendimento tra le attività e le passività sull'estero. Ne consegue che,

Due differenze fondamentali fra Stati Uniti e altri paesi



fino a un'epoca molto recente, essi hanno continuato a ricevere redditi netti positivi nonostante l'ampliarsi della posizione debitoria sull'estero (grafico V.7). Ciò potrebbe comportare una maggiore facilità di finanziamento del passivo corrente statunitense rispetto a quello di altri paesi e un diverso meccanismo di aggiustamento.

Alla luce delle due precedenti considerazioni, può essere utile esaminare separatamente il modo in cui si è prodotto il deficit corrente degli Stati Uniti negli anni ottanta e la sua successiva correzione. A integrazione di tale analisi viene inoltre fornito un approfondimento sulle differenze tra la situazione attuale e quella esistente nel 1987, nonché sull'impatto potenziale di tali differenze sul processo di aggiustamento.

La correzione del disavanzo corrente statunitense nel 1987

Gli Stati Uniti hanno iniziato nel 1983 a registrare crescenti disavanzi di parte corrente, che nel 1987 hanno raggiunto il 3,5% del PIL. La determinante principale del deficit è stata la rapida espansione della domanda interna, stimolata – fra l'altro – dall'accrescersi dello squilibrio di bilancio e dalla pronunciata ascesa del dollaro, che tra il 1980 e il 1985 ha guadagnato oltre il 50% in termini effettivi nominali (grafico V.1). Il notevole vigore della moneta nazionale ha tratto impulso dalle posizioni cicliche correnti e prospettiche, che favorivano gli Stati Uniti rispetto al Giappone e alla Germania. Ciò ha suscitato aspettative di un inasprimento della politica monetaria negli USA e di un orientamento stabile o espansivo negli altri due paesi. Ulteriori pressioni al rialzo sul dollaro e sul passivo esterno statunitense sono anche da ricondurre alla crescita degli investimenti esteri negli Stati Uniti.

Per due importanti aspetti il meccanismo che, tra il 1987 e il 1991, ha determinato il riassorbimento del disavanzo statunitense è ampiamente in linea con quello osservato altrove in episodi simili (grafico V.10). Una prima analogia consiste nel fatto che negli Stati Uniti il deficit ha iniziato a diminuire quando si è avvicinato alla soglia normale del suo rapporto con il PIL. In secondo luogo, alla correzione si è accompagnato sia un deprezzamento della moneta nazionale sia un lieve rallentamento della crescita.

Tra l'episodio statunitense del 1987 e gli altri esistono tuttavia anche alcune differenze significative. La principale riguarda la combinazione dei meccanismi di aggiustamento. Nel caso degli Stati Uniti la correzione ha gravato principalmente sul dollaro, che si è deprezzato in misura molto più drastica rispetto alle valute della maggioranza dei paesi interessati da analoghi aggiustamenti. Tra il 1985 e il 1987 la moneta americana ha subito una netta flessione in termini effettivi sia nominali (-35%) sia reali (-27%). Ne hanno beneficiato soprattutto lo yen – apprezzatosi del 65% sul dollaro – e il marco tedesco, che ha guadagnato quasi il 60%. Il pronunciato rafforzamento dello yen è intervenuto in una fase di crescita estremamente sostenuta in Giappone (tabella V.3). L'espansione dell'economia tedesca nel periodo 1988-90, benché meno vigorosa, è stata comunque superiore a quella statunitense.

Tre fattori hanno concorso a determinare l'entità del deprezzamento del dollaro. Il primo è rappresentato dall'inconsueta dimensione dell'apprezzamento della moneta americana durante la prima metà degli anni ottanta e

L'esperienza
statunitense degli
anni ottanta

Due analogie
rispetto ad altri
episodi ...

... ma con una
diversa
combinazione del
meccanismo di
aggiustamento

Tre fattori alla base
della marcata corre-
zione del dollaro

Crescita reale, deprezzamento del cambio e saldo commerciale degli Stati Uniti								
	Tasso di crescita			Tasso di cambio ¹			Saldo commerciale USA per paese ²	
	1985–87 ³	1988–90 ³	2002	1985–87	1988–90	mar. 2003 ⁴	1987	2002
Cina	12,2	6,4	8,0	-38,3	-22,1	-0,0	1,8	23,7
Area dell'euro	2,4	3,9	0,8	48,3	11,2	22,3	13,6	18,9
Germania	2,0	4,4	0,2	58,1	11,3	22,3	10,1	8,2
Giappone	4,0	5,7	0,3	64,5	0,1	11,8	37,1	16,1
Asia ⁵	4,8	8,0	4,1	-4,2	2,0	2,6	15,1	11,6
Canada	3,8	2,6	3,4	-2,4	13,6	8,5	7,4	11,4
Paesi OPEC	...	...	...	...	...	...	8,5	7,9
Arabia Saudita	0,0	6,3	0,7	-5,9	0,0	-0,1	0,7	1,9
Regno Unito	4,0	2,7	1,8	22,7	8,9	10,5	2,1	1,7
Stati Uniti	3,5	3,2	2,4	.	.	.	.	.

¹ Variazioni percentuali cumulative; un aumento indica un apprezzamento sul dollaro. ² In percentuale. ³ Tassi di crescita annui, medie per i periodi indicati. ⁴ Marzo 2003 rispetto a gennaio 2002. ⁵ Media semplice per Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia.

Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali.

Tabella V.3

dalla sua conseguente sopravvalutazione, che lasciava ampio spazio a una correzione successiva. Il secondo è costituito dall'intervento coordinato delle banche centrali nel primo scorcio del 1985 e dall'Accordo del Plaza del settembre di quell'anno, che segnalavano come fosse auspicabile un ulteriore ordinato apprezzamento delle altre valute principali rispetto a quella statunitense. Le autorità del G5 si dichiararono altresì disposte a cooperare più strettamente a questo scopo. In terzo luogo, il crollo borsistico dell'ottobre 1987 e il successivo allentamento della politica monetaria USA hanno contribuito a un ulteriore indebolimento del dollaro.

Parallelamente, rispetto agli altri casi, in quello statunitense del 1987 la crescita del prodotto ha svolto un ruolo meno importante durante le fasi iniziali del processo di aggiustamento. Diminuito drasticamente nel corso del 1985, il tasso di espansione del PIL è rimasto alquanto stabile negli anni successivi. Tra il 1989 e il 1991, tuttavia, esso è sceso dal 3,5 a -0,5%, in concomitanza con un ulteriore restringimento del deficit corrente. Ciò contrasta con gli altri episodi, durante i quali l'inversione è in genere intervenuta in coincidenza con un calo del prodotto.

Un'altra differenza apprezzabile riguarda il rapporto PPNE/PIL, che negli Stati Uniti è rimasto di gran lunga inferiore anche se il dollaro ha continuato a calare nettamente.

La situazione attuale negli Stati Uniti

Tra la situazione attuale e l'aggiustamento degli anni ottanta esistono varie differenze. In generale, queste stanno a indicare che – rispetto al passato – una correzione potrebbe avere oggi conseguenze più significative per la crescita degli Stati Uniti e meno rilevanti per l'evoluzione del dollaro. Nondimeno, qualsiasi ipotesi può in pratica essere formulata in modo diverso, a riprova di quanto sia difficile pervenire a conclusioni univoche.

Minore ruolo della crescita del prodotto nel meccanismo di aggiustamento

Anche il rapporto PPNE/PIL è diverso

Tre differenze fra la situazione attuale e il 1987

Una prima sostanziale differenza rispetto agli inizi degli anni ottanta è che l'attuale disavanzo di parte corrente sembra derivare dalla scarsità di risparmio non tanto del settore pubblico quanto del settore privato, in particolare delle famiglie (Capitolo II). Se tale scarsità fosse ritenuta "insostenibile", una sua correzione potrebbe molto verosimilmente limitare la crescita reale, migliorando nel contempo il saldo corrente. Il processo può tuttavia variare a seconda che l'aggiustamento sia innescato dai debitori o dai creditori. Ove le famiglie statunitensi decidessero di aumentare il saggio di risparmio, la spesa rallenterebbe e i tassi d'interesse tenderebbero a scendere. Di converso, qualora fossero i creditori ad avviare la correzione mostrando una crescente riluttanza a finanziare il deficit corrente, sarebbe il dollaro a scendere per primo e in misura forse più significativa. In entrambi i casi, la flessione della moneta USA risulterebbe forse meno accentuata che negli anni ottanta, data la minore sopravvalutazione iniziale.

L'eventualità che questa dinamica del risparmio possa essere giudicata insostenibile dai debitori o dai creditori dipenderà dal livello complessivo di ricchezza, oggi associato innanzitutto alle aspettative di crescita potenziale. Tale livello, a sua volta, dovrebbe essere determinato dalle attese sui tassi di aumento della produttività. Sia questi ultimi sia il potenziale di sviluppo degli Stati Uniti sembrano oggi superiori rispetto agli anni ottanta, e dovrebbero pertanto contribuire a sostenere la crescita e il dollaro. Per quanto riguarda il risparmio nazionale, una maggiore ricchezza dovrebbe renderne più sostenibili i bassi saggi attuali, contribuendo alla tenuta della domanda interna. Nel contempo, resta da vedere se la crescita potenziale sia aumentata in misura tale da risultare in linea con un prolungato mantenimento dei saggi di risparmio privato sugli esigui livelli attuali. Gli investitori non residenti hanno già cominciato a manifestare preoccupazioni circa i rendimenti futuri attesi delle attività in dollari e i rischi ad essi associati.

La sostenibilità della dinamica del risparmio nazionale dipenderà anche dalla ripartizione della crescita prospettica degli utili fra il settore interno e quello estero. Dalla metà degli anni ottanta l'onere per il servizio del debito estero statunitense è aumentato in misura considerevole, e sembra destinato a salire ancor più rapidamente in futuro. Il fatto che una quota crescente dello stock di capitale statunitense faccia oggi capo a non residenti indica che per ripristinare i livelli di ricchezza nazionale potrebbe rendersi necessario un aumento della propensione al risparmio del settore interno.

Una seconda differenza tra la situazione attuale e quella degli anni ottanta riguarda le condizioni economiche degli altri principali paesi. Mentre alla fine degli anni ottanta Europa e Giappone registravano elevatissimi tassi di crescita e potevano assorbire abbastanza agevolmente l'assottigliarsi del disavanzo corrente statunitense, oggi questo non avviene. Di conseguenza, un'eventuale correzione comporterebbe un aggiustamento maggiore da parte degli Stati Uniti. Una complicazione connessa consiste nel fatto che circa la metà dell'attuale disavanzo corrente USA si concentra in paesi le cui valute hanno seguito da vicino l'andamento del dollaro (tabella V.4). Pertanto, monete che ora fluttuano più liberamente (in particolare, lo yen e l'euro) potrebbero subire notevoli pressioni al rialzo. Inoltre, dal momento che gli investitori

Disavanzo corrente statunitense e co-movimento con il dollaro USA		
	Saldo commerciale USA per paese ¹	Reattività del cambio ²
Cina	23,7	0,00
Area dell'euro	18,9	.
Giappone	16,1	.
Asia	11,6	0,17
Corea	3,0	0,34
Filippine	0,9	0,09
Hong Kong SAR	-0,8	0,00
India	1,8	0,01
Indonesia	1,6	0,14
Malaysia	3,1	0,00
Singapore	-0,3	0,31
Thailandia	2,3	0,30
Canada	11,4	0,14
Messico	8,5	-0,24
Paesi OPEC	7,9	.
Arabia Saudita	1,9	0,00
Regno Unito	1,8	0,30

¹ 2002, in percentuale. ² Calcolata come coefficiente di una regressione delle variazioni del cambio moneta nazionale/dollaro USA su una costante e sul cambio yen/dollaro, da gennaio 2002 a maggio 2003. Un coefficiente prossimo a zero (uno) indica che l'andamento della moneta nazionale segue da vicino quello del dollaro (dello yen).

Fonti: FMI; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.4

europei e giapponesi detengono negli Stati Uniti ingenti quantitativi di attività denominate in dollari, un deprezzamento pronunciato della valuta americana potrebbe esporli a negativi effetti di ricchezza. Ciò potrebbe anche rallentare la crescita, aggravando il problema dell'assorbimento.

Queste complicazioni risulterebbero naturalmente attenuate qualora un maggior numero di paesi fosse disposto a lasciar fluttuare verso l'alto la propria moneta al deprezzarsi del dollaro. Inoltre, politiche intese a stimolare una più rapida crescita della domanda al di fuori degli Stati Uniti sarebbero di particolare ausilio in quanto, oltre ad accrescere l'assorbimento del deficit, mitigherebbero gli effetti di una moneta nazionale in ascesa. In un mondo caratterizzato da più bassi livelli d'inflazione rispetto agli anni ottanta, i creditori dovrebbero in ogni caso sopportare una quota superiore dell'onere dell'aggiustamento. Infine, il problema creato agli investitori dall'apprezzamento del cambio sarebbe parimenti alleviato qualora le esposizioni lorde in dollari dei non residenti fossero di fatto coperte in vari modi.

In terzo luogo, la situazione attuale si discosta da quella degli anni ottanta poiché il dollaro non riveste più il ruolo esclusivo di moneta di riserva. Vista l'elevata liquidità dei mercati finanziari, oggi le riserve possono essere ugualmente detenute in euro. Ciò premesso, l'affermarsi della moneta europea come valuta di riserva potrebbe richiedere molto tempo, poiché esistono preferenze consolidate e la moneta americana continua a essere utilizzata come unità di conto nel commercio internazionale.

... e dell'euro come moneta di riserva

In sintesi, vi sono motivi per ritenere che i rischi di un andamento flettente della crescita statunitense e del dollaro siano oggi maggiori di quelli degli anni ottanta. Tuttavia, esistono anche alcuni fattori più positivi, non da ultimo la possibilità che negli Stati Uniti la produttività cresca molto più rapidamente che altrove. Inoltre, l'esistenza di un considerevole eccesso di capacità nel settore dei beni "tradable" sta a significare che una variazione relativamente contenuta del cambio può bastare, da sola, a indurre un ingente trasferimento di risorse.