

V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

La perdurante ampia flessione del dollaro USA è stata la caratteristica di maggior rilievo dei mercati valutari nel 2003 e nei primi mesi del 2004. La divisa statunitense si è deprezzata in misura notevole nei confronti dell'euro e di una serie di altre monete fluttuanti. Particolarmente pronunciato rispetto alla sterlina britannica e ai dollari australiano, canadese e neozelandese, l'indebolimento del dollaro è stato invece contenuto in rapporto allo yen e alle valute dei paesi asiatici emergenti. Tra il febbraio e la metà di maggio 2004 tale andamento calante si è parzialmente invertito.

Tre fattori principali sembrano avere orientato i movimenti dei cambi nel periodo sotto rassegna. Primo, gli operatori hanno rinvenuto nell'ampliamento del disavanzo corrente USA e nella mutata composizione delle sue fonti di finanziamento le determinanti fondamentali della caduta del dollaro. Secondo, i differenziali di tasso di interesse hanno mantenuto un ruolo primario in un contesto caratterizzato da abbondante liquidità mondiale e da incerte tendenze sui mercati azionari; la corsa ai rendimenti si è spesso tradotta in operazioni di "carry trade". Terzo, l'entità eccezionale degli interventi attuati dal Ministero delle Finanze giapponese e l'ampio accumulo di riserve da parte di varie banche centrali in altri paesi dell'Asia hanno limitato il deprezzamento del dollaro rispetto alle valute asiatiche. Come negli anni precedenti, gli operatori si sono focalizzati sulla politica di cambio delle autorità monetarie cinesi.

Il ruolo dello squilibrio esterno statunitense e quello dell'accumulazione di riserve ufficiali in Asia verranno trattati in maggior dettaglio nella seconda parte del capitolo. Un'analisi empirica dei flussi finanziari associati alle correzioni delle partite correnti dalla metà degli anni settanta rivela che, durante tali episodi, varie categorie di flussi hanno registrato sensibili oscillazioni. Da un esame dell'esperienza degli Stati Uniti attorno al 1987 e alla luce delle mutate condizioni odierne emerge tuttavia l'impossibilità di prevedere con certezza le modalità di aggiustamento dell'attuale squilibrio USA. Ciò è ascrivibile in particolare al ruolo oggi svolto dai flussi di capitali del settore pubblico. Benché parte dell'ingente accumulo di riserve ufficiali in Asia possa senz'altro essere ricondotta a determinanti tradizionali, esistono anche alcuni riscontri di un cambiamento delle motivazioni sottostanti a tale fenomeno negli ultimi due anni.

Durante il periodo sotto rassegna i mercati valutari sono stati caratterizzati da un aumento insolitamente forte dell'attività complessiva, dovuto in larga misura a operatori speculativi. Un'eccezione di rilievo è rappresentata dal segmento yen/dollaro, dove la liquidità sembra diminuita.

Movimenti di cambio: dinamiche

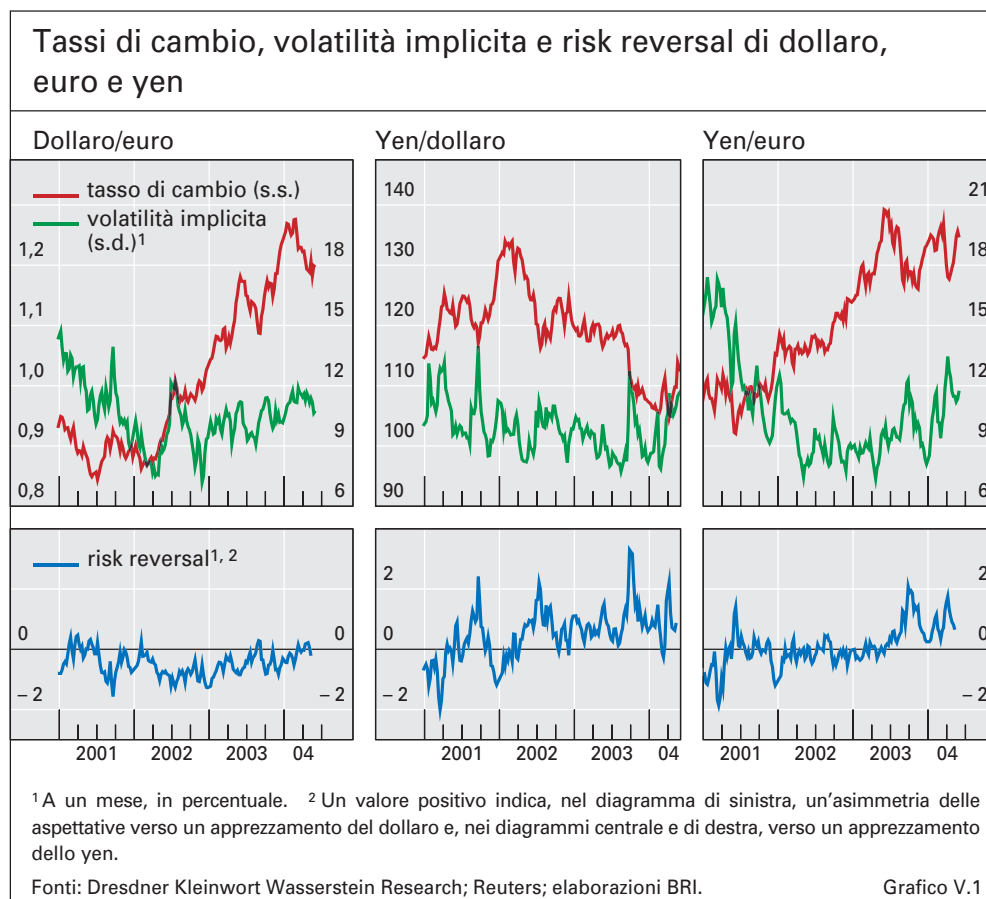
Avviatasi nel gennaio 2002, la fase di ampio deprezzamento del dollaro è terminata agli inizi del 2004, quando la moneta ha iniziato a recuperare parte del terreno perduto (grafico V.1). Fra il massimo del gennaio 2002 e il minimo del febbraio 2004 il calo in termini effettivi nominali è stato pari al 22%. Nello stesso periodo l'euro ha guadagnato il 12% e lo yen circa il 6%. Tra la metà di febbraio e la metà di maggio la valuta USA è risalita del 6%, mentre euro e yen sono scesi rispettivamente del 2 e del 4% in termini effettivi nominali.

Cospicuo deprezzamento del dollaro ...

Fra gennaio 2002 e febbraio 2004 il dollaro ha perso il 43% sull'euro, che il 17 febbraio ha raggiunto il massimo storico di \$1,29; in tale periodo la moneta USA si è inoltre deprezzata nei confronti di altre valute fluttuanti, in particolare la sterlina britannica (30%) e il dollaro australiano (51%), canadese (20%) e neozelandese (64%) (grafico V.2). Anche varie divise emergenti – specie real, rand e peso cileno – si sono notevolmente rafforzate sul dollaro USA (grafico V.3). L'ascesa di tutte queste monete è divenuta meno uniforme attorno a luglio-agosto 2003, allorché gli operatori hanno reagito a vari mutamenti dei tassi ufficiali correnti e attesi.

Tra la metà di febbraio e la metà di maggio 2004 la tendenza calante del dollaro statunitense si è parzialmente invertita. Il punto di svolta inferiore è coinciso con dichiarazioni ufficiali in cui veniva giudicata eccessiva la volatilità dei recenti movimenti di cambio. Successivamente, il dollaro ha guadagnato

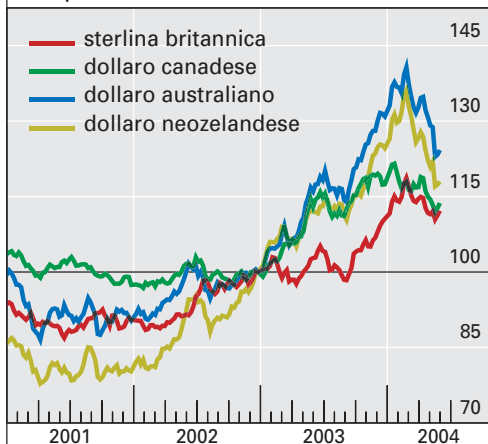
... in parte riassorbito dal febbraio 2004



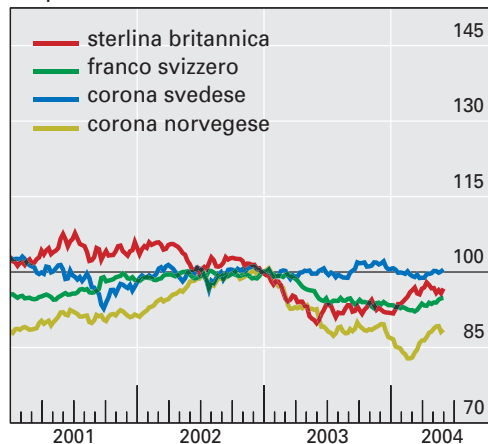
Tassi di cambio in altri paesi industriali

medie settimanali, fine 2002 = 100

Rispetto al dollaro USA



Rispetto all'euro



Nota: un aumento indica un apprezzamento.

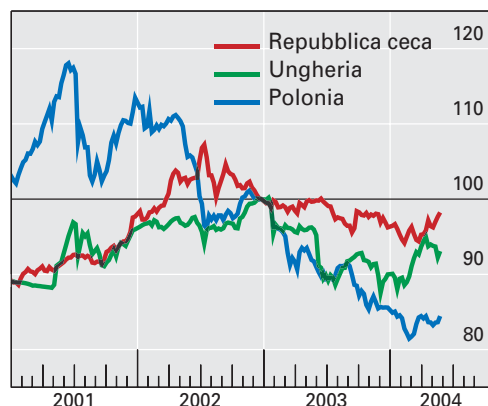
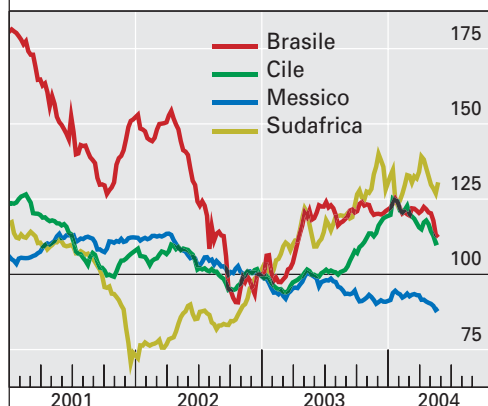
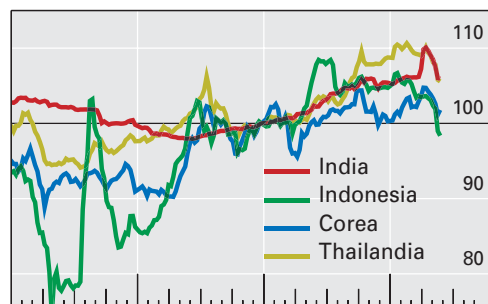
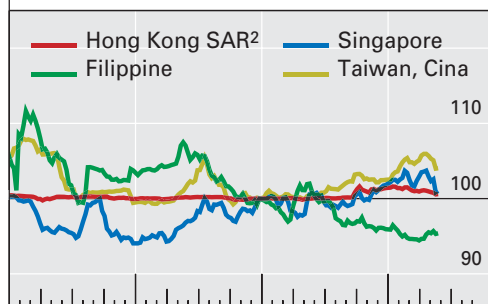
Fonte: statistiche nazionali.

Grafico V.2

circa il 6% sull'euro. Analoghi movimenti al ribasso hanno interessato la sterlina (-8%) e il dollaro canadese (-6%), mentre le monete di Australia e Nuova Zelanda hanno perso rispettivamente il 14 e il 15%.

Tassi di cambio nei mercati emergenti¹

medie settimanali, fine 2002 = 100



¹ Rispetto al dollaro USA (rispetto all'euro nel diagramma in basso a destra); un aumento indica un apprezzamento nei confronti del dollaro (dell'euro). Per il diagramma in basso a sinistra, scale comprese.

² Tasso a termine a dodici mesi.

Fonti: BCE; Bloomberg; Datastream.

Grafico V.3

Le principali eccezioni al profilo generale di forte apprezzamento sulla divisa statunitense osservato fino al febbraio 2004 sono costituite dallo yen e dalle valute di gran parte dei paesi asiatici emergenti. In Asia varie monete – fra cui spiccano il renminbi e il dollaro di Hong Kong – sono agganciate al dollaro USA, ma anche per alcune delle valute non ancorate l'apprezzamento durante tale periodo è stato notevolmente inferiore rispetto, ad esempio, a quello dell'euro o della sterlina.

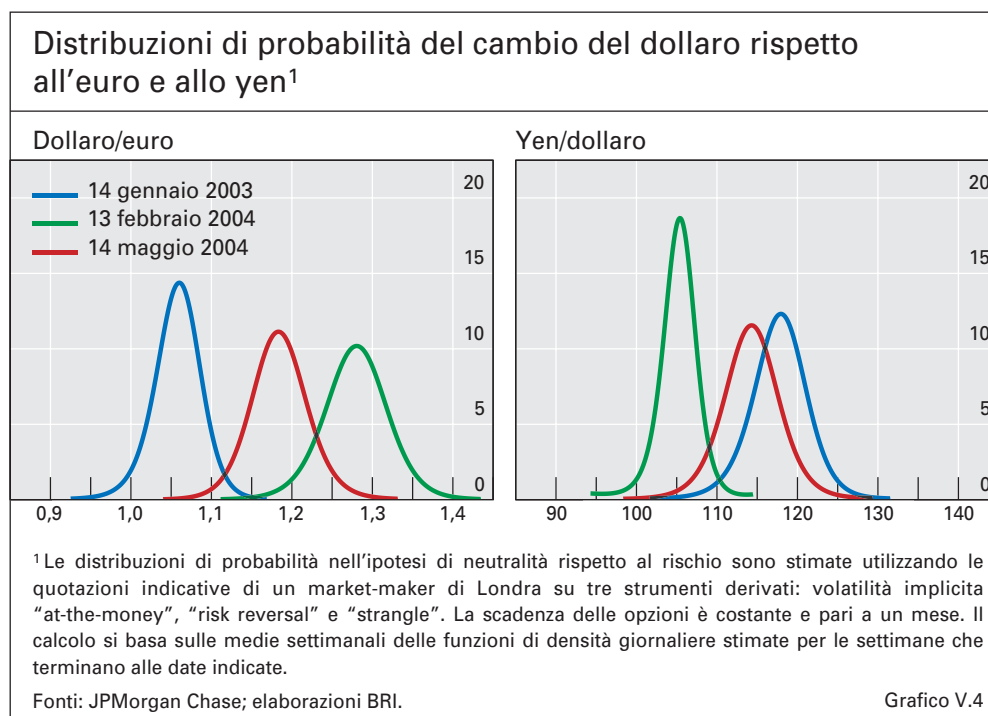
Limitato rafforzamento delle valute asiatiche rispetto al dollaro

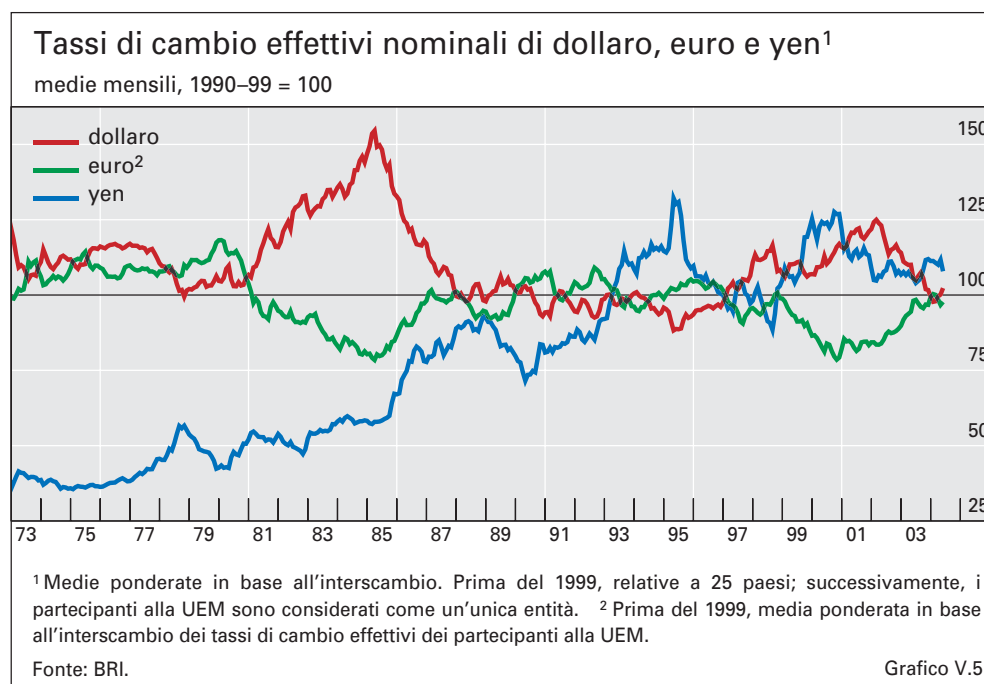
All'inversione di tendenza del dollaro si è accompagnato un visibile mutamento del clima di mercato. Per gran parte del 2003 le aspettative degli operatori sul tasso di cambio futuro della valuta, misurate dalla media delle distribuzioni di probabilità stimate in ipotesi di neutralità rispetto al rischio, hanno continuato a peggiorare. Inoltre, la valutazione del mercato circa la bilancia dei rischi fra un dollaro molto più forte o uno molto più debole – descritta dal grado di asimmetria di tali distribuzioni – propendeva notevolmente verso la seconda possibilità (grafico V.4). Ciò è stato particolarmente evidente nel segmento dollaro/euro. Le attese hanno iniziato a cambiare con il nuovo anno. Tra febbraio e metà maggio i prezzi delle opzioni hanno segnalato un atteggiamento meno negativo nei confronti del dollaro. La precedente asimmetria è per lo più scomparsa; il mercato ha attribuito un peso pressoché uguale alle probabilità di un sensibile rafforzamento e di un indebolimento del dollaro.

Significativo mutamento del clima di mercato

Secondo gli operatori, questi ampi movimenti sono intervenuti sullo sfondo di due sviluppi rimarchevoli nelle condizioni dei mercati valutari. Il primo è la generale impennata nel volume delle negoziazioni, innestata su una tendenza iniziata nella prima parte del 2001. Vi avrebbe concorso in larga misura la maggiore attività degli investitori con forte grado di leva. Particolarmente rilevante è stato l'incremento di operatività dei "macro hedge fund"

Due cambiamenti rilevanti nelle condizioni di mercato





– le cui strategie si basano sulla valutazione di grandezze fondamentali quali i differenziali di tasso di interesse – e dei “momentum player”, che sono soliti seguire le tendenze di prezzo delle attività. Una notevole espansione degli scambi avrebbe interessato anche investitori istituzionali e tesorieri delle società. L'aumento maggiore sembra riferibile al segmento dollaro/euro. Le condizioni di liquidità su gran parte dei mercati valutari non sono parse variare sensibilmente nel periodo e, in generale, la liquidità è rimasta molto elevata. Il secondo sviluppo è rappresentato dal fatto che nel 2003 il segmento yen/dollaro – a differenza degli altri comparti principali – avrebbe subito un calo in termini sia di attività sia di liquidità, come indicano i ridotti volumi di contrattazioni e i più ristretti intervalli di oscillazione infragiornaliera dei prezzi. Questi cambiamenti sono stati fatti risalire al rischio bidirezionale introdotto nel segmento dai sistematici interventi ufficiali.

Una prospettiva di più lungo periodo

Nonostante gli ampi movimenti dei tassi di cambio osservati nel periodo, due aspetti meritano particolare attenzione in una prospettiva a più lungo termine. Innanzitutto, le tre principali valute sono oggi molto vicine alle loro medie degli anni novanta in termini effettivi nominali (grafico V.5). In secondo luogo, il deprezzamento del dollaro fra il gennaio 2002 e il febbraio 2004 è stato assai inferiore alla pronunciata correzione della metà degli anni ottanta, allorché la moneta USA aveva perso circa il 50% sia sullo yen che sul marco tedesco, dopo i livelli eccessivi toccati nella prima parte di quel decennio.

Movimenti di cambio: determinanti

Tre determinanti principali dei movimenti di cambio

Gli ampi movimenti valutari del periodo sotto rassegna sembrano riconducibili a tre fattori principali: lo squilibrio esterno degli Stati Uniti, i differenziali di tasso di interesse e le politiche di cambio in Asia.

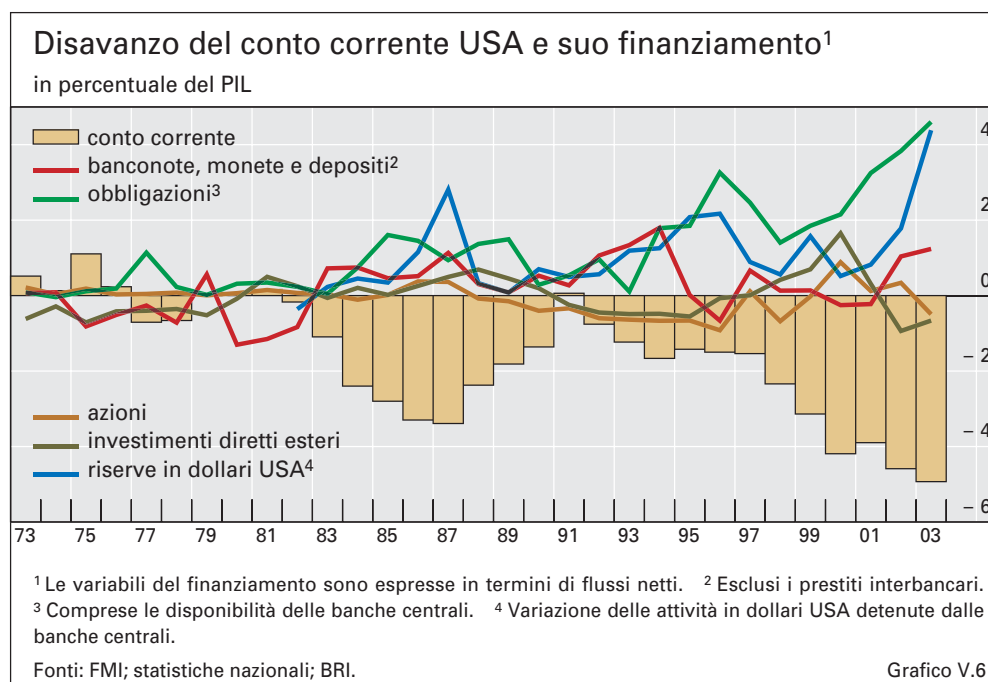
Disavanzo corrente degli Stati Uniti

Analogamente al 2002, l'attenzione degli operatori per il crescente disavanzo corrente USA è stata la principale determinante dell'ampia flessione del dollaro fino al febbraio 2004. Nel 2003 il deficit e le passività nette sull'estero sono saliti rispettivamente al 5% (grafico V.6) e al 25% del PIL statunitense. Nondimeno, l'aumento di queste ultime non ha rappresentato un onere significativo per gli Stati Uniti, in quanto i rendimenti corrisposti su tali passività sono stati inferiori a quelli ricevuti sulle attività internazionali. Pertanto, i flussi netti di reddito sono rimasti positivi.

Presumibilmente, lo squilibrio esterno statunitense ha influito sul dollaro soprattutto mediante i suoi effetti sul clima generale di mercato, in particolare suscitando diffuse aspettative di un necessario deprezzamento della moneta. A indurre tali aspettative hanno concorso due considerazioni correlate. Anzitutto, con l'ulteriore ampliarsi del deficit di bilancio si è ritenuto che l'esigenza di finanziare l'ampio disavanzo corrente fosse destinata a persistere più a lungo del previsto. Inoltre, è andata rafforzandosi la convinzione che lo squilibrio esterno fosse da ricondurre non tanto a livelli elevati di investimenti produttivi, quanto a un risparmio nazionale inadeguato. In secondo luogo, la mutata composizione dei flussi di capitali verso gli Stati Uniti – con una minore incidenza della componente privata e, al suo interno, di quella ascrivibile agli investimenti diretti esteri e di portafoglio azionari – attestava un incipiente calo di disponibilità del settore privato a finanziare il passivo corrente statunitense (grafico V.6).

Una questione fondamentale riguarda le possibili modalità di correzione dello squilibrio esterno degli Stati Uniti. Negli ultimi due anni sia i cambi sia i flussi di capitali hanno già evidenziato alcuni mutamenti, intervenuti peraltro in maniera ordinata. Se un andamento siffatto sia destinato a durare, o se non vi sia invece la probabilità di correzioni disordinate dei flussi tali da destabilizzare i mercati finanziari, è un problema importante che rimane aperto. Un modo

Fino al febbraio 2004 il mercato si concentra sul disavanzo corrente USA



per affrontarlo consiste nell'analizzare la natura dei flussi di capitali durante i passati episodi di aggiustamento delle partite correnti (si veda oltre).

Differenziali di tasso di interesse

Influsso dei differenziali sui movimenti dei capitali e sui cambi

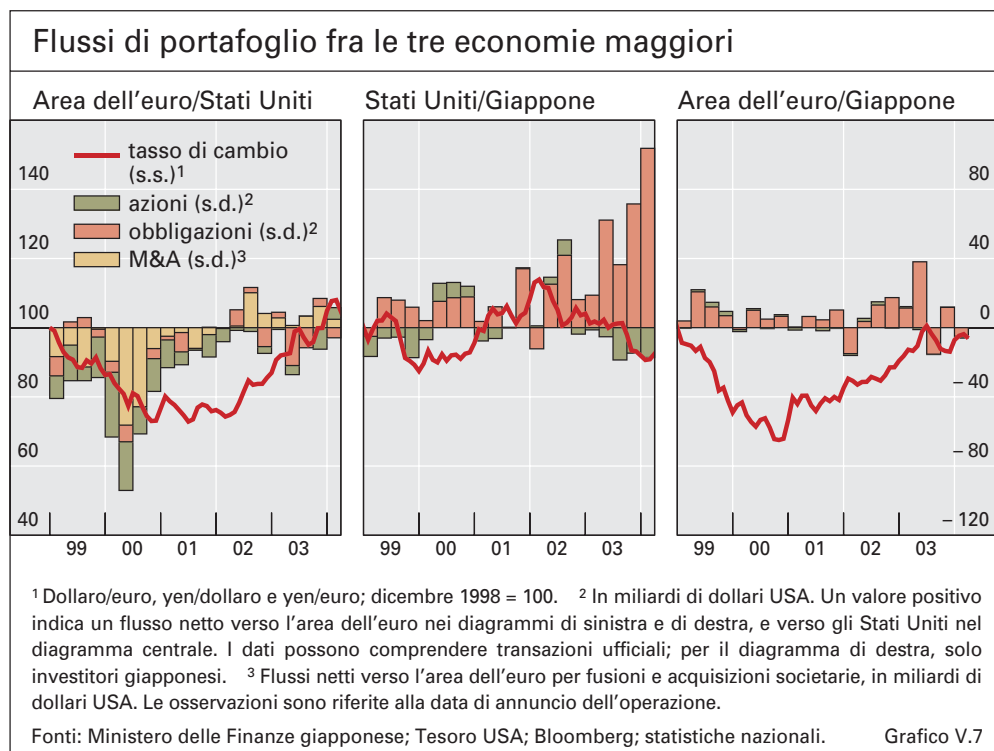
La seconda determinante dei movimenti valutari è rappresentata dai differenziali di tasso di interesse. La correlazione fra tassi di cambio e scarti di rendimento correnti e attesi è stata evidente per numerose economie (tabella V.1). Nel G3 l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro e allo yen tra il gennaio 2002 e il febbraio 2004 è stato sostenuto dal fatto che l'area dell'euro presentava i tassi più elevati, richiamando così i capitali in cerca di rendimenti (grafico V.7). Tassi relativamente alti e in crescita nel Regno Unito hanno concorso all'apprezzamento della sterlina sul dollaro e sullo yen.

L'impatto dei differenziali di interesse è stato avvertito soprattutto nei mercati del dollaro australiano, neozelandese e – in misura minore – canadese (grafico V.2), su cui tradizionalmente influiscono anche i prezzi delle materie prime. Fino agli inizi del 2004 le tre monete si sono notevolmente apprezzate sul dollaro statunitense. Nei confronti dell'euro, invece, quella australiana e quella neozelandese si sono rafforzate moderatamente, nonostante gli spread favorevoli e rincari del 39% nei prezzi delle materie prime, mentre il dollaro canadese si è addirittura indebolito malgrado rendimenti analoghi e l'influsso positivo dei corsi dei prodotti primari.

La ricerca globale di rendimenti e i differenziali di interesse hanno svolto un ruolo di primo piano anche per una serie di valute emergenti. In presenza di esigui costi di finanziamento, come suggerito dai bassi tassi a breve (Capitolo IV), e di un'elevata tolleranza al rischio, come indicato dai ridotti spread creditizi e dagli elevati volumi di emissioni obbligazionarie (Capitolo VI), nelle economie emergenti con differenziali di interesse positivi le monete hanno teso ad apprezzarsi sul dollaro. Esempi degni di nota sono il peso cileno (che tra gli inizi del 2002 e i primi mesi del 2004 si è apprezzato

Tassi di cambio e differenziali di tasso di interesse								
	Dollaro ¹		Euro ¹		Differenziale di tasso di interesse rispetto agli USA ²		Differenziale di tasso di interesse rispetto all'area dell'euro ²	
	Gen. 02 –metà feb. 04	Metà feb. 04–metà mag. 04	Gen. 02 –metà feb. 04	Metà feb. 04–metà mag. 04	Gen. 02 –metà feb. 04	Metà feb. 04–metà mag. 04	Gen. 02 –metà feb. 04	Metà feb. 04–metà mag. 04
Nuova Zelanda	-51,9	15,9	-14,4	8,9	4,2	4,6	2,8	3,6
Australia	-43,6	14,4	-5,9	7,5	3,5	4,5	2,1	3,5
Svezia	-37,8	6,9	-0,8	0,0	2,3	1,3	0,9	0,3
Area dell'euro	-36,7	6,9	.	.	1,4	1,0	.	.
Svizzera	-30,5	4,4	6,1	-2,5	-0,7	-0,8	-2,1	-1,8
Regno Unito	-26,8	7,6	10,8	0,8	2,5	3,2	1,1	2,2
Norvegia	-26,6	1,0	10,4	-5,9	3,9	0,9	2,5	-0,1
Giappone	-20,6	7,6	17,2	0,9	-1,4	-1,0	-2,8	-2,0
Canada	-19,0	5,4	19,1	-1,3	1,4	1,1	-0,0	0,1

¹ Variazioni percentuali cumulative; un valore positivo indica un deprezzamento rispetto al dollaro (all'euro). ² Tassi a tre mesi.
Fonte: statistiche nazionali. Tabella V.1



di circa il 9%), il rand (che ha guadagnato attorno al 44%) e il real (rafforzatosi nonostante alcuni andamenti interni negativi).

Come nell'anno precedente, i "carry trade" – con cui si mutuano fondi in valute a basso rendimento per investirli in altre meglio remunerate – sono stati diffusamente utilizzati dagli investitori in cerca di profitti. Nel periodo vi hanno fatto ricorso non soltanto i "macro hedge fund" e i CTA ("commodity trading adviser"), ma anche investitori istituzionali e imprese non finanziarie. Le tre principali valute di finanziamento sarebbero state il dollaro USA, lo yen e il franco svizzero, mentre fra quelle di investimento maggiormente utilizzate figurano la sterlina, i dollari australiano, canadese e neozelandese, nonché una serie di valute dei paesi emergenti.

Quando agli inizi del 2004 la generalizzata tendenza al rialzo sul dollaro USA si è moderata e poi parzialmente invertita, l'effetto dei differenziali di interesse è divenuto più complesso. Mentre gli operatori riconsideravano la probabilità di una variazione dei tassi ufficiali in diversi paesi, nella determinazione dei movimenti di cambio è diminuito il peso dei differenziali di interesse correnti a vantaggio di quelli futuri attesi (Capitolo IV). Dopo il massimo di febbraio, l'euro è sceso sensibilmente allorché il mercato ha cominciato a ritenere più vicino un innalzamento dei tassi USA in risposta ai dati positivi su occupazione e inflazione negli Stati Uniti, e più probabile un allentamento nell'area dell'euro. Inoltre, aumentando i costi di finanziamento attesi in dollari USA, le mutate aspettative circa il profilo temporale della politica monetaria statunitense hanno notevolmente ridotto l'attrattiva dei "carry trade" con contropartita in dollari australiani e neozelandesi. Ciò ha contribuito a un notevole deprezzamento di tali monete nei confronti di quella USA. Anche il dollaro canadese, la corona norvegese e la corona svedese hanno subito una flessione quando i rispettivi tassi di interesse

I "carry trade" sono una strategia di investimento diffusa

Cambia la tendenza nei primi mesi del 2004 al mutare delle attese di politica monetaria

ufficiali sono stati abbassati e gli operatori hanno cominciato a scontare un allentamento monetario ancor più incisivo. Questo andamento ha reso meno remunerativo il rinnovo dei "carry trade". Il franco svizzero si è apprezzato sull'euro nel momento in cui le aspettative del mercato si sono rivolte verso un aumento dei tassi interni e gli operatori hanno iniziato a liquidare le transazioni in cui il franco era la moneta di finanziamento. I movimenti del dollaro USA rispetto allo yen sono stati invece meno pronunciati, per effetto dei persistenti segnali di ripresa dell'economia nipponica (Capitolo II).

Politiche di cambio in Asia

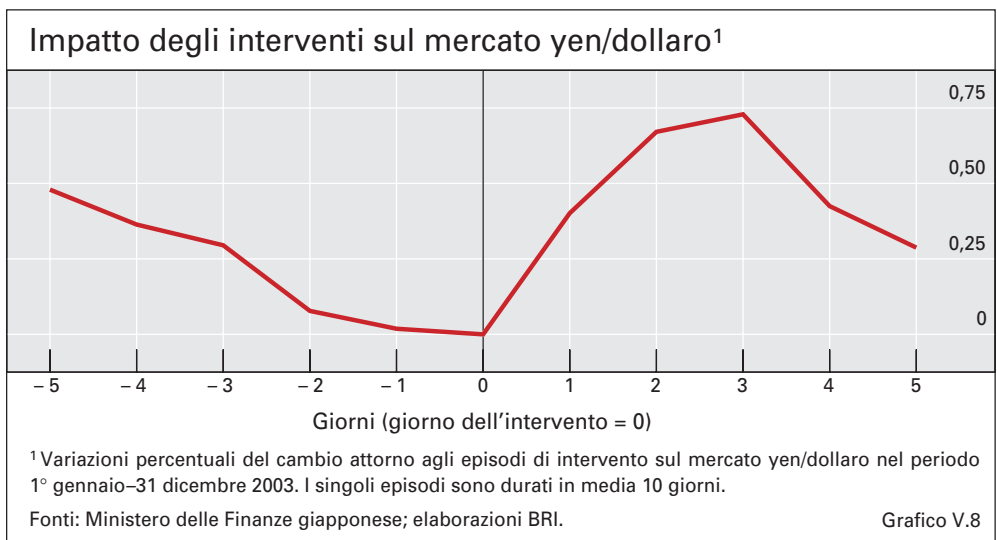
Un terzo fattore significativo alla base degli andamenti valutari è stato l'elevato volume di interventi rispetto ai parametri storici, soprattutto in Asia

Variazioni annuali delle riserve valutarie ufficiali							
in miliardi di dollari USA							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	<i>Per memoria: consistenze a fine 2003</i>
	a tassi di cambio correnti						
Totale	27,2	138,0	155,0	112,3	351,9	616,6	3 010,9
Paesi industriali	-32,8	52,1	54,7	3,0	108,0	215,8	1 103,6
Stati Uniti	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	39,7
Area dell'euro	-32,9	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	188,0
Giappone	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	652,8
Asia	62,8	79,0	52,5	76,0	173,8	263,9	1 208,1
Cina	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	403,3
Corea	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	154,5
Filippine	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	0,3	13,3
Hong Kong SAR	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	118,6
India	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	97,6
Indonesia	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	34,7
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	43,5
Singapore	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	95,0
Taiwan, Cina	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	206,6
Thailandia	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	41,0
America latina ¹	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	170,7
Argentina	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	13,1
Brasile	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	49,1
Cile	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	15,2
Messico	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	57,7
ECO ²	6,6	1,7	19,1	12,7	36,3	51,3	197,4
	a tassi di cambio costanti ³						
Totale	24,6	178,7	191,4	146,7	258,3	502,8	3 029,8
in dollari	49,0	145,8	50,9	82,9	184,5	441,3	2 092,7
non in dollari	-24,4	32,9	140,5	63,8	73,8	61,5	937,1

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

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella V.2



(tabella V.2). Ciò ha concorso ad attenuare le pressioni verso l'alto sulle monete della regione, sollevando interrogativi più ampi quanto alle ricadute sulla correzione degli squilibri correnti a livello mondiale (si veda oltre). Per la loro entità in termini assoluti, gli interventi delle autorità giapponesi e cinesi hanno richiamato considerevole attenzione.

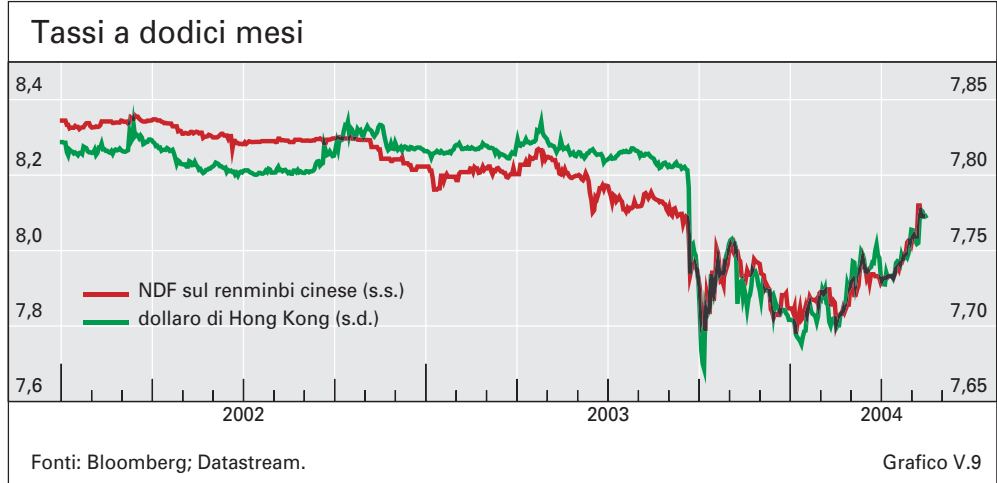
Ruolo fondamentale delle politiche valutarie in Asia

In Giappone fra il gennaio 2003 e il marzo 2004 il Ministero delle Finanze ha acquistato attività USA per \$316 miliardi, una cifra di molte volte superiore a quella destinata agli impieghi sull'estero negli anni precedenti. Dati del Ministero rivelano inoltre che le autorità sono intervenute sul mercato più frequentemente e per periodi più lunghi rispetto al passato. La sensibile reazione dello yen ai singoli interventi sui mercati valutari sembra attestare l'efficacia degli stessi, almeno nel breve periodo (grafico V.8). Tale risultato potrebbe essere riconducibile al fatto che gli operatori hanno visto nei massicci interventi ufficiali giapponesi una nuova strategia volta a introdurre la percezione di un rischio bidirezionale sul mercato.

Interventi massicci sui mercati dei cambi in Giappone

In Cina le autorità monetarie hanno accumulato considerevoli riserve in dollari nell'intento di preservare la parità fissa con la moneta USA. Benché tale obiettivo sia stato di fatto raggiunto, sul mercato degli NDF ("non-deliverable

Autorità monetarie cinesi in primo piano



forward”) si sono osservati episodi di spinte al rialzo (grafico V.9), a indicare che gli operatori hanno ritenuto probabile una modifica della politica valutaria cinese. Il dollaro di Hong Kong è stato occasionalmente sottoposto a pressioni analoghe e ha attraversato un breve periodo di insolita volatilità sul mercato a pronti nel dicembre 2003.

Anche le autorità di Corea, India e Taiwan, Cina hanno accresciuto notevolmente le riserve in dollari in seguito a massicci interventi volti a contenere l’apprezzamento delle valute nei confronti del dollaro USA e, di conseguenza, del renminbi.

Finanziamento degli squilibri esterni e ruolo delle riserve valutarie

Nel periodo sotto rassegna la mutata composizione dei flussi di capitali privati verso gli Stati Uniti e l’ulteriore aumento della quota di quelli ufficiali hanno messo in luce una minore disponibilità degli investitori privati a finanziare il disavanzo corrente statunitense. Ciò solleva due quesiti. In primo luogo, le variazioni dei flussi privati in termini di composizione e di incidenza relativa rispetto a quelli ufficiali forniscono indicazioni utili a prevedere l’inizio di un aggiustamento delle partite correnti? In secondo luogo, come si comportano i flussi di capitali una volta avviata la correzione e – in particolare – qual è la probabilità che essi subiscano variazioni disordinate e potenzialmente destabilizzanti per i mercati finanziari? Per rispondere a questi due interrogativi è stata esaminata sia la configurazione dei flussi privati sia la quota di quelli ufficiali durante 28 episodi storici di correzione significativa di squilibri di parte corrente.

Finanziamento dei disavanzi correnti nei paesi industriali dal 1973

I 28 episodi di correzione sostanziale e duratura delle partite correnti nei paesi industriali verificatisi dal 1973 (tabella V.3) presentano due caratteristiche di rilievo. Anzitutto, i deficit hanno mediamente mostrato la tendenza a invertirsi quando la loro incidenza sul PIL si è portata in prossimità del 4–5%. In secondo luogo, il processo di aggiustamento si è di norma accompagnato sia a un deprezzamento della moneta nazionale sia a una pronunciata decelerazione della crescita. Il meccanismo che ha determinato l’inversione di tendenza del passivo corrente USA nella seconda metà degli anni ottanta ha per lo più ricalcato tale evoluzione.

Un’analisi del profilo dei flussi finanziari mostra che esso non ha un contenuto particolarmente predittivo quanto ai tempi o alle caratteristiche degli aggiustamenti del conto corrente. Ciò appare chiaro se si esaminano i valori medi assunti da ciascuna categoria di flussi durante i cinque anni precedenti il punto di minimo del saldo corrente nei 28 episodi considerati (grafico V.10). Benché in tale intervallo il comportamento di alcune categorie sia mediamente cambiato, vi sono pochi riscontri di una variazione sistematica di tendenza nella fase *immediatamente precedente* l’inizio del periodo in cui ha luogo la correzione, e ciò vale anche per la componente ufficiale. Fanno eccezione soltanto le disponibilità di banconote, monete e depositi dei non residenti, che di solito raggiungevano un massimo un anno prima dell’inizio

Episodi storici di correzione delle partite correnti

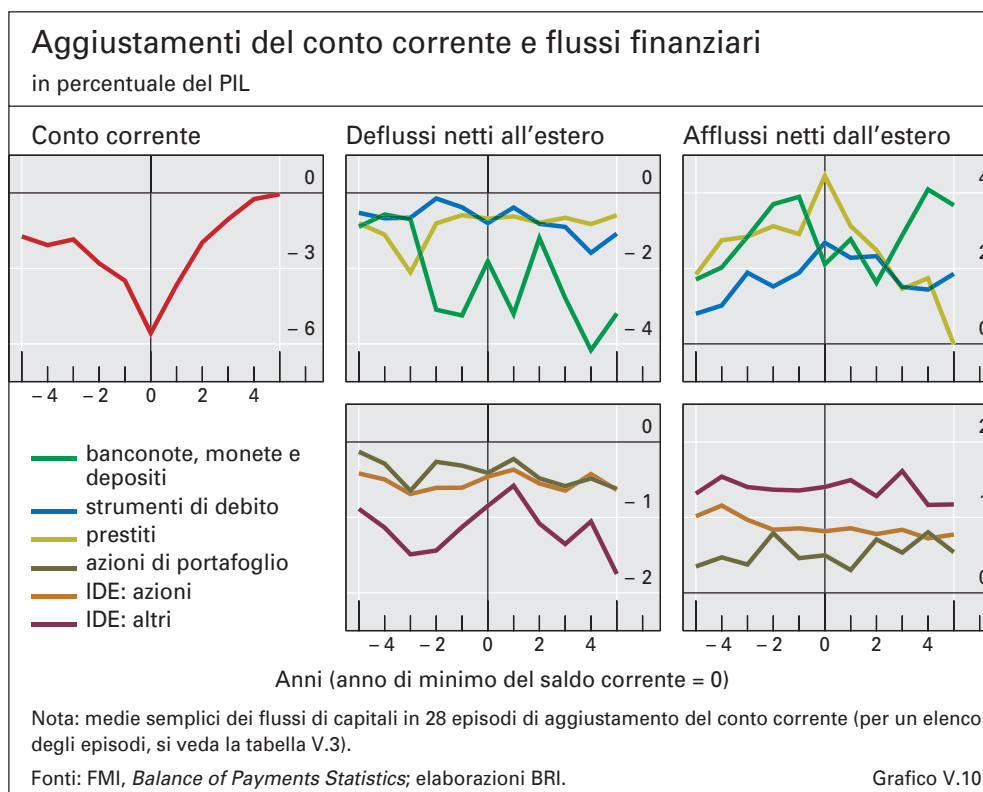
Scarsi riscontri di variazioni sistematiche di tendenza dei flussi finanziari nel periodo precedente ...

Flussi finanziari e aggiustamenti del conto corrente	
	Percentuale di episodi in cui le variazioni dei flussi finanziari risultano in linea con gli aggiustamenti del conto corrente
Disponibilità dei non residenti in strumenti debitori sull'interno	89
Prestiti di non residenti a residenti	78
Disponibilità dei non residenti in valuta e depositi sull'interno	58
Disponibilità dei residenti in valuta e depositi sull'estero	70
IDE dall'estero	36
IDE verso l'estero	35
Attività di riserva	68

Nota: si determina una correzione delle partite correnti 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. La tabella copre 28 episodi di correzione del conto corrente osservati nel periodo 1974–2002 nei seguenti paesi: 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 (1984); Portogallo (1981, 2000); Regno Unito (1974, 1989); Spagna (1976, 1981, 1991); Stati Uniti (1987); Svezia (1980, 1992).

Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics*; stime BRI. Tabella V.3

dell'aggiustamento. Tenuto conto di questi elementi, la diversa composizione degli afflussi di capitali verso gli Stati Uniti osservata durante lo scorso anno potrebbe quindi non avere una particolare valenza informativa circa il profilo temporale della correzione dello squilibrio esterno statunitense.



... ma qualche cambiamento durante gli episodi di correzione

Considerando invece la dinamica dei flussi finanziari *durante* i 28 episodi storici di aggiustamento emergono alcuni interessanti aspetti comuni. In primo luogo, le variazioni maggiori hanno in genere riguardato le categorie più volatili di flussi, che tendono a essere influenzate soprattutto dai differenziali di interesse. In particolare, le disponibilità in banconote, monete, depositi e strumenti di debito sono di norma diminuite sensibilmente durante la correzione, dopo essere aumentate al crescere del disavanzo (tabella V.3). Pur evidenziando un profilo analogo, i più stabili flussi di IDE (in entrata e in uscita) hanno subito modifiche di proporzioni inferiori, mentre quelli azionari di portafoglio – comunemente ritenuti volatili – non hanno in media registrato variazioni apprezzabili.

In secondo luogo, la correzione è stata determinata in misura rilevante dal comportamento dei non residenti. Durante i suddetti episodi, questi hanno modificato in misura notevole le loro disponibilità in depositi e strumenti di debito sull'interno, nonché i prestiti a residenti; tali categorie di flussi sono generalmente cresciute prima del punto di svolta superiore del disavanzo, per poi tendere a calare. Tra i flussi originati da residenti, per converso, solo una categoria è sistematicamente variata (i depositi sull'estero).

In terzo luogo, i cambiamenti nelle fonti di finanziamento del disavanzo hanno interessato soprattutto i flussi privati. Anche le riserve ufficiali nazionali hanno teso a variare, a causa principalmente degli interventi per sostenere la moneta e/o degli effetti di cambio. Nondimeno, è importante rilevare che – se si eccettuano gli Stati Uniti – in tutti i paesi in cui si sono verificate correzioni sostanziali delle partite correnti gli acquisti di attività sull'interno da parte di enti pubblici esteri non sono stati consistenti e non hanno pertanto svolto un ruolo significativo.

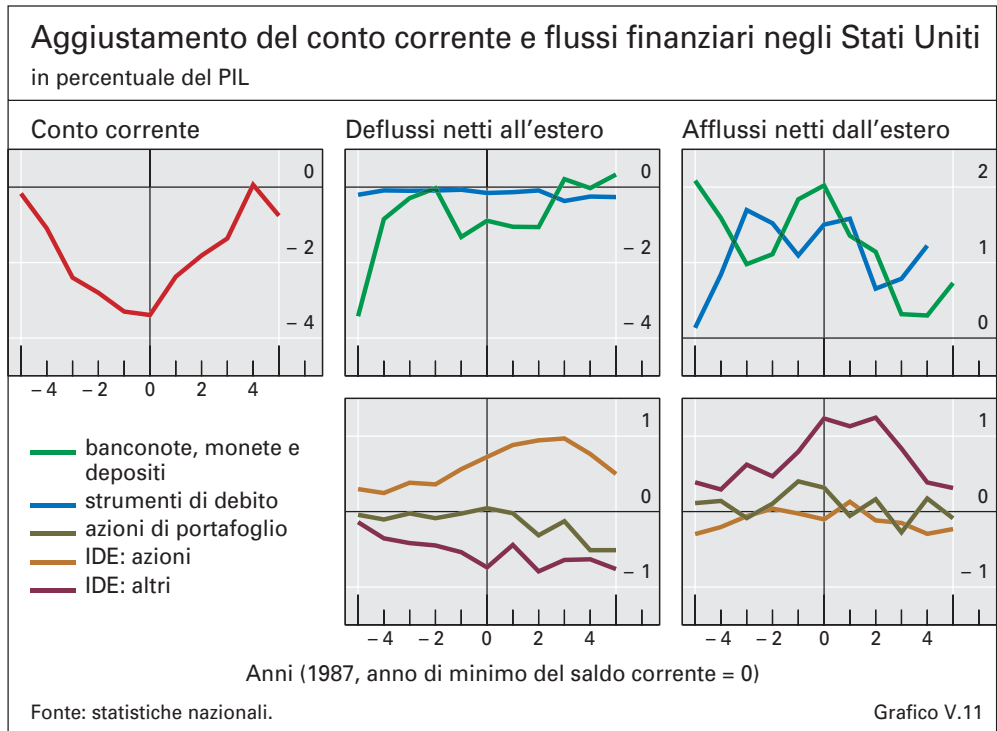
Infine, in gran parte dei casi la ricomposizione dei flussi finanziari sopra richiamata si è svolta in modo ordinato. Costituisce un'eccezione di rilievo l'episodio che ha interessato la Svezia nel 1992, durante il quale sono intervenuti un netto ridimensionamento delle disponibilità in banconote, monete e depositi detenute da residenti esteri (in misura pari al 10% del PIL), nonché un calo altrettanto pronunciato dei prestiti dall'estero.

Analogie fra Stati Uniti e altri paesi ...

La dinamica dei flussi di capitali privati durante la correzione del disavanzo corrente USA a metà degli anni ottanta è stata per diversi aspetti in linea con quella osservata in altri paesi (grafico V.11). Innanzitutto, le due categorie di flussi finanziari che hanno subito le variazioni più evidenti attorno al 1987 sono state i depositi esteri (di residenti e non residenti) e i titoli di debito statunitensi (di non residenti). Esse sono tendenzialmente aumentate prima del 1987, per poi calare nei tre anni successivi. In secondo luogo, all'aggiustamento hanno contribuito anche gli IDE dei non residenti. Infine, le variazioni dei flussi privati sono state ordinate. Il calo degli afflussi è stato regolare, e per ogni categoria di flussi la variazione cumulativa fra il 1987 e il 1990 non ha superato il 2% del PIL statunitense.

... ma anche una differenza sostanziale nel ruolo delle riserve ufficiali

Ciò premesso, gli Stati Uniti si distinguono dagli altri paesi industriali per un aspetto importante. Poiché il dollaro costituisce la principale moneta internazionale di riserva, una notevole percentuale delle attività in valuta nei portafogli di altre economie è denominata in tale divisa. A differenza di quanto



avvenuto in tutti gli altri paesi interessati da episodi di correzione delle partite correnti, gli acquisti di attività in dollari (soprattutto obbligazioni) da parte di enti esteri del settore pubblico hanno finanziato una quota consistente del disavanzo USA sia nell’aggiustamento del 1987 sia nella situazione attuale (grafico V.6). In entrambi i casi, le riserve ufficiali in dollari sono inizialmente aumentate in misura sensibile al flettere della moneta statunitense sotto il peso del crescente deficit. Nell’episodio del 1987 esse hanno poi subito un’inversione di tendenza allorché ha iniziato a diminuire il saldo corrente e, con esso, l’esigenza di finanziamento esterno. Sulla base di questo precedente storico, il netto aumento delle riserve in dollari osservato negli ultimi due anni potrebbe indurre a chiedersi se il recente passivo corrente statunitense non sia prossimo a una correzione.

Nondimeno, l’esperienza attuale degli Stati Uniti differisce in misura significativa da quella degli anni ottanta per quanto riguarda i flussi ufficiali. Dopo un periodo di apprezzamento eccessivo, alla metà degli anni ottanta il dollaro ha iniziato a calare. Per contrastarne il rapido declino, fra il 1986 e il 1987 le autorità monetarie del G7 hanno concertato i loro sforzi, che hanno trovato la loro massima espressione nella firma dell’Accordo del Louvre nel febbraio 1987. Ciò ha determinato un accumulo di riserve in dollari soprattutto in Giappone, in Germania e in altri paesi industriali con valute non agganciate a quella statunitense; allo stabilizzarsi del dollaro su valori notevolmente più bassi, gli interventi coordinati sono stati sospesi. Negli ultimi due anni l’aumento di riserve è stato invece riconducibile ad azioni unilaterali delle autorità del Giappone e di paesi asiatici emergenti che – ponendo una soglia al deprezzamento del dollaro – hanno limitato la correzione dello squilibrio esterno USA. Tali politiche di cambio non sono il frutto di un coordinamento, ma appaiono interdipendenti.

Le politiche di cambio attuali differiscono molto da quelle di metà anni ottanta

Ruolo delle riserve valutarie

Per comprendere meglio questa tipologia di interventi è utile prestare attenzione al ruolo delle riserve valutarie. Cosa giustifica la detenzione di riserve e come si spiega l'andamento attuale? in che misura il loro accumulo ha rappresentato un obiettivo in sé ovvero una conseguenza indiretta del perseguimento di un equilibrio interno o esterno? e quali sono le implicazioni per la sostenibilità del finanziamento del disavanzo corrente USA? Gli effetti che l'accumulo di abbondanti riserve può avere sul sistema finanziario interno sono stati trattati nel Capitolo III.

In un regime di cambi fissi le riserve svolgono un ruolo centrale

In un regime di cambio fisso, ufficiale o di fatto, le riserve svolgono un ruolo centrale. Le autorità monetarie le utilizzano per proteggere la parità fissa dalle pressioni al ribasso originate, ad esempio, da deflussi di capitali; simmetricamente, le accumulano per arginare le spinte al rialzo sulla moneta. In assenza di controlli sui movimenti di capitali e di aggiustamenti del tasso di interesse, la quantità di riserve accumulata è pertanto determinata dagli interventi delle autorità volti a mantenere l'ancoraggio del cambio. In un contesto di persistenti afflussi o deflussi di capitali si può ricorrere anche allo strumento dei tassi di interesse.

In un regime di cambi flessibili le riserve possono essere un obiettivo in sé ...

Nei regimi di cambio flessibile il ruolo delle riserve è molto più sfumato, ed è quindi opportuno fare una distinzione. In un caso, le autorità monetarie potrebbero stabilire un livello specifico di riserve in valuta per varie finalità. Un'importante finalità consiste nel disporre di riserve tali da permettere interventi volti a preservare la liquidità del mercato valutario; ciò riduce la volatilità indesiderata, consentendo al tempo stesso un'ordinata correzione del cambio. Una seconda finalità potrebbe essere la creazione di un "volano" di riserve che può migliorare il merito di credito del paese sui mercati finanziari internazionali e contribuire così a ridurre il pericolo di flussi destabilizzanti di fondi. Quanto maggiore è il rischio di una fuga di capitali all'estero, ad opera di residenti interni o di non residenti, tanto maggiore è l'esigenza di creare questo margine di sicurezza.

... oppure una conseguenza indiretta di interventi con finalità esterne o interne

Nel secondo caso l'accumulo di riserve costituisce una conseguenza indiretta degli interventi di stabilizzazione della moneta, analogamente a quanto avviene in un regime di cambio fisso. In tale situazione, gli interventi potrebbero essere indirizzati a obiettivi esterni o interni. Quello esterno più comune consiste nel contrastare l'apprezzamento del cambio per preservare la competitività dei settori interni di esportazione e di quelli in concorrenza con le importazioni; in quest'ottica, una tendenza al deprezzamento non verrebbe di norma ostacolata. Con riferimento agli obiettivi interni, le banche centrali potrebbero opporsi alle spinte al rialzo sulla moneta per scongiurare un impatto eccessivamente disinflazionistico, ad esempio nel quadro di un sistema di "inflation targeting". Gli interventi potrebbero anche servire a stabilizzare il cambio al fine di evitare ricadute negative sui bilanci interni.

Criteri per determinare i livelli di riserva

I paesi che fissano obiettivi di riserva hanno utilizzato vari criteri per stabilirne il livello appropriato. Tradizionalmente si è impiegato come benchmark l'indice di copertura delle importazioni, dove le riserve sono poste pari a un multiplo degli acquisti dall'estero. Ciò consentiva in particolare di attenuare i problemi di liquidità in caso di gravi squilibri delle partite correnti.

Dopo la crisi asiatica, tuttavia, si è osservata una propensione ad adottare criteri più incentrati sui movimenti dei capitali. Maggiore importanza è stata attribuita alla copertura di quei flussi finanziari suscettibili di rapidi mutamenti di direzione in caso di crisi. Ne costituiscono un esempio le passività a breve sull'estero, per le quali sussiste il rischio di un mancato rinnovo alla scadenza da parte dei creditori. Un criterio alternativo rilevante per affrontare le vulnerabilità del conto capitale si basa sul rapporto riserve/quantità di moneta in senso ampio, che considera il rischio di spostamenti dai fondi in moneta locale a quelli in valuta estera.

In genere, è difficile individuare empiricamente il livello ottimale di riserve valutarie. Tuttavia, il tasso di accumulo delle disponibilità ufficiali e la volatilità dei cambi negli ultimi cinque anni – unitamente ai criteri di volta in volta utilizzati per stabilire il livello di riserve appropriato – possono far luce sull'importanza relativa delle motivazioni alla base dei protratti interventi in Asia.

Sulla scorta delle recenti tendenze in materia di accumulazione di riserve e volatilità dei cambi, il periodo successivo alla crisi asiatica può essere suddiviso in due fasi con caratteristiche diverse. Nella prima (1998–2001), durante l'apprezzamento del dollaro rispetto alle principali valute fluttuanti, i tassi di cambio di gran parte dei paesi emergenti dell'Asia non sono stati

Alcuni riscontri delle diverse motivazioni alla base dell'accumulo di riserve

Riserve e volatilità dei cambi: mutamento di tendenza nel 2002

Volatilità dei tassi di cambio e variazioni delle riserve						
	Gennaio 1988–dicembre 2001			Gennaio 2002–febbraio 2004		
	Volatilità dei cambi ¹		Variazione delle riserve ²	Volatilità dei cambi ¹		Variazione delle riserve ²
	bilaterali	effettivi nominali		bilaterali	effettivi nominali	
Area dell'euro	8,5	5,8	-85,9	8,0	4,1	-31,7
Australia	9,6	8,2	0,4	7,3	5,7	12,7
Canada	4,3	4,3	12,5	6,1	5,3	1,5
Giappone	10,8	9,9	179,0	7,4	5,3	369,9
Norvegia	6,6	3,2	-8,1	9,8	5,9	8,8
Nuova Zelanda	9,9	7,2	-1,7	8,1	6,2	2,5
Regno Unito	5,5	4,6	4,9	6,5	4,2	5,1
Svezia	7,6	4,4	3,3	7,9	3,5	6,3
Svizzera	8,8	3,4	-2,4	8,3	2,7	17,8
Cina	0,0	2,7	71,7	0,0	2,5	209,2
Corea	11,7	13,3	79,7	6,5	5,2	58,2
Filippine	10,3	10,5	6,3	4,1	4,8	-1,4
Hong Kong SAR	0,1	4,7	13,1	0,5	4,5	12,2
India	2,9	4,9	20,8	1,6	4,7	57,5
Indonesia	47,4	46,3	9,4	7,2	7,2	7,7
Malaysia	11,7	10,7	10,7	0,0	3,6	17,8
Singapore	6,6	5,1	7,1	3,1	2,7	25,4
Taiwan, Cina	5,4	4,9	38,2	3,1	3,3	101,2
Thailandia	14,9	14,0	7,0	4,2	2,8	8,7

¹ Misurata come deviazione standard sul periodo indicato delle variazioni percentuali giornaliere del tasso di cambio rapportate all'anno. ² Variazione cumulativa nel periodo, in miliardi di dollari USA.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche nazionali; BRI.

Tabella V.4

meno volatili – rispetto al dollaro e in termini effettivi nominali – di quelli delle suddette valute fluttuanti (tabella V.4). In tale fase, le banche centrali asiatiche avrebbero approfittato delle favorevoli condizioni di mercato per ripristinare lo stock di riserve dai bassi livelli toccati durante la crisi. Di conseguenza, l'accumulo di disponibilità ufficiali è sembrato in larga misura un obiettivo in sé.

Negli ultimi due anni, invece, con l'invertirsi della tendenza all'apprezzamento del dollaro, la volatilità dei cambi con la moneta americana nei paesi asiatici emergenti è diminuita notevolmente ed è oggi molto inferiore rispetto a quella delle altre valute fluttuanti. Anche i tassi di cambio effettivi nominali sono tendenzialmente calati. In parallelo, l'accumulazione di riserve si è intensificata in misura significativa. Da un esame più attento emerge che tutte e tre le motivazioni sottostanti all'accumulo di disponibilità ufficiali richiamate in precedenza potrebbero attualmente svolgere un ruolo complementare.

I diversi criteri utilizzati per stabilire il livello di riserva più adeguato offrono riscontri contrastanti quanto all'eventualità che il processo di accumulazione abbia cambiato natura negli ultimi due anni. In tale periodo le disponibilità ufficiali di gran parte dei paesi asiatici non sono aumentate in modo particolare rispetto alle importazioni (tabella V.5). In percentuale della liquidità interna esse sono invece cresciute del 40% e più in vari paesi, mentre in rapporto al debito esterno a breve hanno registrato un incremento sensibile nella maggioranza delle economie asiatiche emergenti.

Riscontri
contrastanti circa
l'entità delle riserve
valutarie

Riserve valutarie e misure di adeguatezza									
	Riserve/importazioni ¹			Riserve/moneta ampia ²			Riserve/debito a breve ³		
	1996	1998–2001 ⁴	2003	1996	1998–2001 ⁴	2003	1996	1998–2001 ⁴	2003
Canada	1	1	2	4	6	5	94	40	23
Australia	3	3	4	3	2	3	21	20	25
Norvegia	9	6	7	29	21	18	526	136	30
Nuova Zelanda	5	3	3	5	2	2	61	37	30
Svezia	3	2	3	15	12	13	69	24	15
Svizzera	6	5	6	10	11	11	...	208	14
Regno Unito	2	1	1	7	5	5	41	10	2
Asia ⁵	7	10	12	14	16	22	277	530	877
Giappone	7	11	20	4	6	11	400	299	235
Cina	9	11	12	11	11	15	373	738	1 300
Corea	3	7	10	6	14	21	45	195	289
Filippine	4	5	4	21	27	30	122	141	132
Hong Kong SAR	4	6	6	19	23	24	37	127	170
India	6	9	17	11	14	26	260	420	601
Indonesia	5	10	13	14	34	31	51	129	258
Malaysia	4	5	6	28	34	41	226	326	416
Singapore	7	8	9	80	77	85	44	99	160
Taiwan, Cina	10	11	19	17	19	33	458	747	849
Thailandia	6	7	7	25	26	30	80	215	404

¹ Numero di mesi di importazioni. ² In percentuale. ³ Titoli di debito internazionali e passività verso banche dichiaranti alla BRI, con scadenza inferiore all'anno. ⁴ Media del periodo. ⁵ Media ponderata dei paesi elencati, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000.

Fonti: FMI; statistiche BRI.

Tabella V.5

Il diverso profilo sia della volatilità dei cambi sia delle riserve in rapporto a PIL, liquidità interna e debito a breve osservato attorno al 2002 è coerente anche con un accumulo di riserve quale conseguenza indiretta di interventi finalizzati al perseguimento di obiettivi esterni. Nei paesi limitrofi alla Cina la minore volatilità del cambio potrebbe essere parzialmente riconducibile al desiderio di contrastare le pressioni al rialzo rispetto al renminbi per mantenere la competitività delle esportazioni, che ha comportato una stabilità anche nei confronti del dollaro.

Interventi coerenti con obiettivi di equilibrio esterno e interno

Allo stesso tempo, negli ultimi due anni gli interventi valutari delle autorità monetarie in Asia si sono rivelati per lo più coerenti con gli obiettivi monetari di equilibrio interno. In gran parte dei paesi con "inflation targeting" l'inflazione effettiva si è mantenuta entro la fascia o prossima al livello obiettivo. In Giappone l'incremento delle disponibilità ufficiali discende in larga misura dalla strategia messa in atto per contrastare le spinte deflazionistiche. In Cina l'accumulo di riserve – benché non necessariamente incoerente con gli obiettivi di politica monetaria – ha rispecchiato i timori per la tenuta del sistema finanziario in caso di adozione di un regime di cambio più flessibile.

In prospettiva, le banche centrali asiatiche potrebbero continuare a contrastare le pressioni al rialzo sulle rispettive valute. In tale circostanza, il risultante accumulo di riserve in dollari rappresenterebbe un'importante fonte di finanziamento dello squilibrio esterno USA. Il rischio, tuttavia, è che tale fonte di afflussi possa contrarsi, e ciò potrebbe avvenire sullo sfondo di vari scenari alternativi.

Tre scenari alternativi

In uno di questi il dollaro statunitense potrebbe continuare ad apprezzarsi. In tal caso, crescerebbe l'incentivo ad allentare il legame fra le divise asiatiche e quella americana e diminuirebbe di conseguenza la necessità di accumulare riserve in dollari per mantenere la stabilità valutaria. Una modifica di comportamento in questo senso è stata osservata fra il 1999 e il 2001, quando diverse valute asiatiche hanno mostrato una lieve tendenza a muoversi meno in sintonia con un dollaro in ascesa e più con lo yen. Nondimeno, stante l'apprezzamento della moneta statunitense, l'assenza della componente asiatica tra le fonti di finanziamento del disavanzo corrente USA potrebbe non costituire un problema: il rialzo del dollaro tenderebbe infatti ad accompagnarsi a una maggiore disponibilità del settore privato a investire in attività denominate in tale valuta. In questo scenario, il deficit corrente degli Stati Uniti potrebbe tendere ad ampliarsi in misura ancor maggiore e il processo di aggiustamento risultare ulteriormente ritardato.

Uno scenario alternativo deriverebbe dall'eventuale decisione delle banche centrali asiatiche di ridurre l'esposizione in dollari nel momento in cui la moneta statunitense subisse nuove pressioni al ribasso. È difficile valutare la probabilità di una simile decisione. Da un lato, essa determinerebbe un'ulteriore caduta del dollaro e un potenziale aumento dei rendimenti statunitensi. A questo punto, sarebbero due le forze che amplificherebbero la perdita di capitale sulle attività in dollari nei portafogli delle banche centrali. Dall'altro lato, alcune autorità monetarie potrebbero ritenere possibile liquidare le loro disponibilità prima che deflussi più generalizzati inducano un calo dei prezzi.

In un terzo scenario potrebbero cessare le pressioni al rialzo sulle valute asiatiche. Qualora le economie dell'Asia fossero colpite da uno shock che provocasse deflussi o minori afflussi di capitali nella regione, le spinte al ribasso sulle monete asiatiche – e soprattutto sul renminbi – eliminerebbero la necessità di accumulare ulteriori riserve in dollari e potrebbero addirittura originare un'inversione di tendenza. Si porrebbe allora il problema fondamentale della possibile destinazione di tali flussi. In circostanze analoghe passate, questi si sono in genere diretti principalmente verso gli Stati Uniti. Se lo stesso avvenisse nella situazione attuale, la disponibilità degli investitori privati a finanziare il disavanzo corrente statunitense potrebbe compensare i minori flussi pubblici provenienti dall'Asia.