

## V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

### Aspetti salienti

Il generale indebolimento del dollaro USA per gran parte del 2004 è l'aspetto che ha contraddistinto i mercati valutari durante il periodo in esame. Come nei due anni precedenti, il dollaro si è deprezzato in misura pronunciata nei confronti dell'euro, dello yen e di una serie di altre valute fluttuanti. Diversamente da tale periodo, invece, esso ha perso terreno anche nei confronti delle divise di vari paesi asiatici emergenti. Fra gennaio e metà aprile 2005, tuttavia, la tendenza calante della moneta americana si è parzialmente invertita.

Sui movimenti dei cambi paiono aver agito tre fattori principali, che hanno sospinto il dollaro in direzioni diverse. In primo luogo, l'attenzione degli operatori per l'ampliarsi del disavanzo corrente statunitense e per quello che veniva percepito come un eccesso latente di dollari nei portafogli delle banche centrali asiatiche sembra aver agito nel senso di deprimere la valuta USA. In secondo luogo, nei primi mesi del 2005, le mutate aspettative circa gli andamenti relativi della crescita del prodotto e dei tassi di interesse – manifestatesi fra l'altro nella diffusione delle strategie di *carry trade* – hanno invece favorito il dollaro. Infine, l'accumulo di riserve ufficiali in Asia ha limitato il deprezzamento della moneta statunitense rispetto a una serie di valute emergenti della regione. Nondimeno, rispetto agli anni precedenti un numero maggiore di monete ha segnato significativi apprezzamenti nei confronti del dollaro.

Le condizioni sui mercati valutari sono state caratterizzate da un basso livello di volatilità a breve termine e da ingenti volumi di scambi, apparentemente riconducibili all'intensa attività degli investitori istituzionali e degli operatori ad alta leva finanziaria.

Una questione discussa nel corso del capitolo è la possibilità che la configurazione degli squilibri di parte corrente e la composizione valutaria dei portafogli globali – due aspetti interconnessi ma distinti – rappresentino entrambi o singolarmente un problema per il sistema monetario internazionale. Benché senza dubbio insostenibile nel tempo, l'accumulo degli squilibri correnti potrebbe trovarsi in una fase meno avanzata di quanto spesso si ritenga, ed è possibile che siano i vincoli politici a intervenire prima ancora di quelli economici. I potenziali squilibri di portafoglio, dal canto loro, sono meno evidenti di quanto frequentemente si presume. Un ulteriore consistente restringimento della zona del dollaro nell'economia mondiale potrebbe infine determinare uno squilibrio nella composizione per valute dei portafogli internazionali.

## Movimenti dei tassi di cambio: i fatti

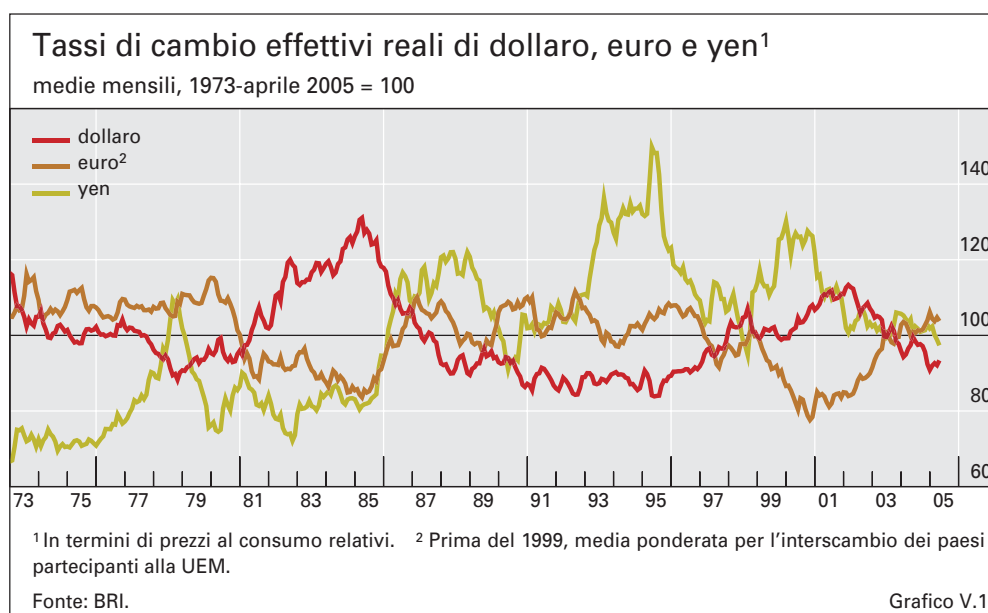
Il periodo sotto rassegna può essere suddiviso in due fasi principali. Durante la prima, da metà maggio a fine dicembre 2004, è proseguita la generale flessione del dollaro cominciata agli inizi del 2002. Il calo della moneta americana è stato particolarmente pronunciato nell'ultimo trimestre 2004: a fine anno essa aveva perso circa il 22% in termini effettivi reali rispetto al massimo del gennaio 2002 (grafico V.1). L'euro ha invece concluso il 2004 su un valore superiore del 23% al minimo del gennaio 2002, mentre lo yen è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al livello di tre anni prima.

L'apprezzamento delle altre valute sul dollaro nel 2004 non è stato uniforme. Tra maggio e dicembre la moneta statunitense ha perso il 13% nei confronti dell'euro, che il 30 dicembre ha raggiunto il massimo storico a \$1,36 (grafico V.2). Il dollaro si è altresì indebolito, benché in misura minore (7%), sullo yen. A differenza degli anni precedenti, il Ministero delle Finanze giapponese non è intervenuto per frenare l'apprezzamento della moneta nazionale a partire da metà marzo 2004. Fra le valute che si sono rafforzate in misura significativa rispetto al dollaro USA figurano anche i dollari neozelandese e canadese (saliti rispettivamente del 14 e 13%), la sterlina britannica (8%) e il dollaro australiano (7%) (grafico V.3). Il dollaro USA è inoltre arretrato nei confronti di gran parte delle monete europee esterne all'area dell'euro.

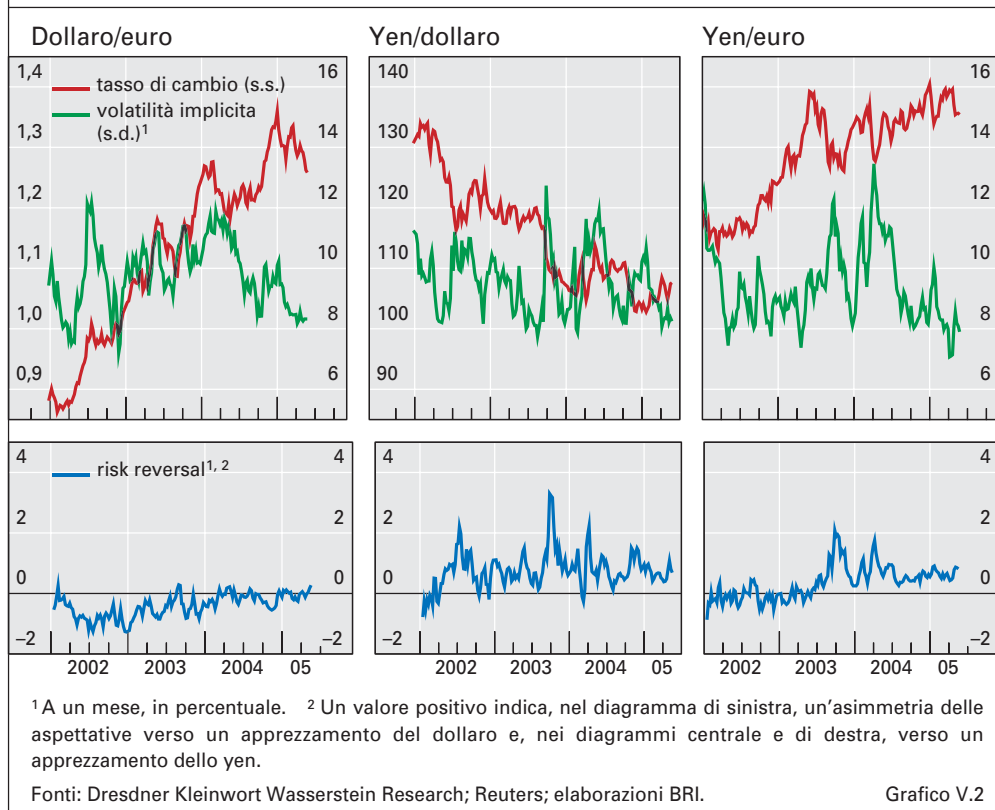
Durante questo periodo l'euro si è apprezzato del 6% sullo yen che, come in precedenza, si è pertanto collocato in posizione intermedia fra la moneta europea e quella statunitense. L'euro si è altresì rafforzato nei confronti del dollaro australiano (5%) e della sterlina britannica (4%), mentre è rimasto sostanzialmente stabile sul franco svizzero, la corona svedese, la corona norvegese e i dollari canadese e neozelandese.

Analogamente a quanto era avvenuto negli anni scorsi, anche varie divise di paesi emergenti si sono notevolmente apprezzate sul dollaro (grafico V.4). Rispetto al passato, tuttavia, all'elenco si sono aggiunte diverse

Generale  
deprezzamento del  
dollaro nel 2004 ...



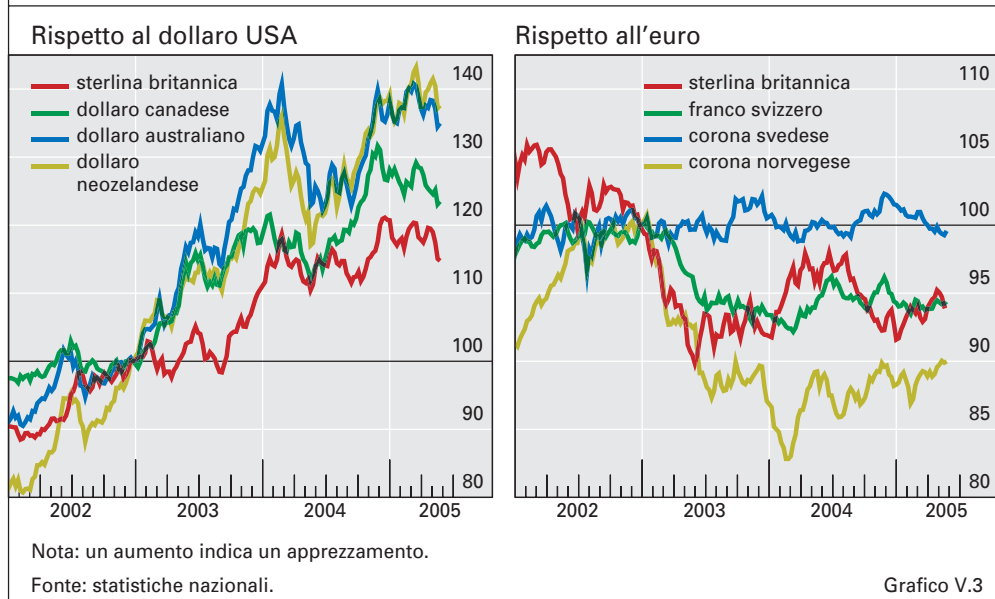
## Tassi di cambio, volatilità implicita e risk reversal di dollaro, euro e yen



monete asiatiche (soprattutto il won coreano e, in misura minore, il baht thailandese, la rupia indiana e il nuovo dollaro di Taiwan). Se si eccettua il won, le valute dei mercati asiatici emergenti hanno subito un generale

## Tassi di cambio di altri paesi industriali

medie settimanali, fine 2002 = 100





indebolimento nei confronti dello yen. In America latina l'apprezzamento del real brasiliano e del peso cileno sul dollaro fra metà maggio 2004 e gli inizi del 2005 è stato notevole. Il rand sudafricano ha proseguito la sua tendenza fortemente ascendente sulla moneta USA, mentre le valute di diversi paesi dell'Europa orientale – e in particolare la corona ceca, lo zloty polacco e il fiorino ungherese – hanno messo a segno guadagni sensibili nei confronti non solo del dollaro ma anche dell'euro.

Nella seconda fase, compresa tra gli inizi di gennaio e la metà di aprile 2005, il dollaro ha recuperato parte del terreno perduto rispetto alla maggior parte delle valute. Il recupero, che ha coinciso con la diffusione di dati macroeconomici più favorevoli negli Stati Uniti, ha fatto guadagnare al dollaro circa il 6% sull'euro e sullo yen e il 3-4% sulla sterlina britannica e sui dollari canadese, australiano e neozelandese. Le principali eccezioni a questo andamento sono rappresentate dalle divise dei mercati asiatici emergenti, che hanno continuato a rafforzarsi sia sul dollaro sia sullo yen.

Tali sviluppi si sono accompagnati a mutamenti nel clima di mercato, come indicano i prezzi delle opzioni. Per gran parte del 2004 la valutazione degli operatori circa le probabilità di un forte apprezzamento ovvero di un forte deprezzamento del dollaro – rispecchiata dai *risk reversal* – propendeva sensibilmente verso la seconda possibilità (grafico V.2). Ciò è risultato particolarmente evidente sul mercato yen/dollaro. Le condizioni hanno tuttavia cominciato a cambiare agli inizi del 2005, in un contesto in cui i prezzi delle opzioni segnalavano maggiore ottimismo verso la moneta americana. La

... in parte riassorbito agli inizi del 2005

Mutamento del clima di mercato ...

## Volume segnalato degli scambi sui mercati valutari, per controparte<sup>1</sup>

medie giornaliere in aprile, in miliardi di dollari USA

	1992	1995	1998	2001	2004
Operatori dichiaranti	540	729	908	689	936
Altre istituzioni finanziarie	97	230	279	329	585
Clientela non finanziaria	137	178	242	156	252
Lacuna stimata nelle segnalazioni	44	53	60	26	107
<b>Totale: operazioni "tradizionali"</b>	<b>818</b>	<b>1 190</b>	<b>1 490</b>	<b>1 200</b>	<b>1 880</b>

<sup>1</sup> Depurato delle duplicazioni a livello locale e internazionale.

Fonte: BRI, *Triennial Central Bank Survey*, marzo 2005.

Tabella V.1

precedente asimmetria è quasi scomparsa; il mercato ha attribuito un peso pressoché uguale alle due probabilità.

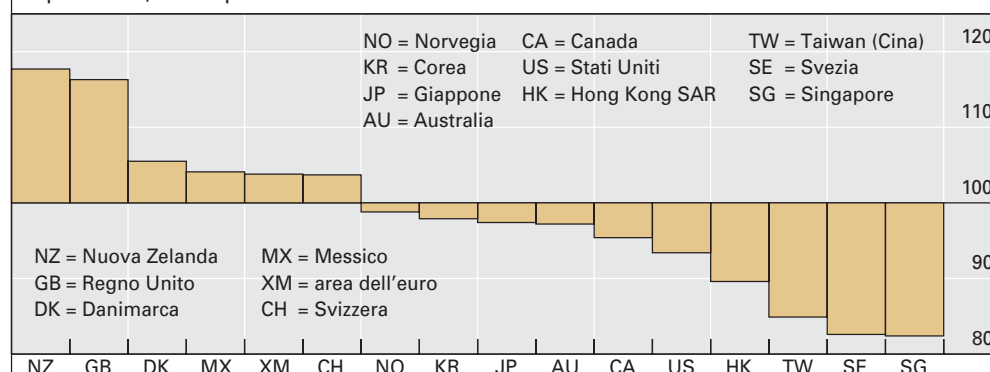
... sullo sfondo di elevati volumi di contrattazione ...

Questi andamenti generali sono intervenuti sullo sfondo di due importanti sviluppi nelle condizioni dei mercati dei cambi. In primo luogo, come risulta dall'Indagine triennale delle banche centrali per il 2004 e da fonti di mercato, fra il 2001 e il 2004 vi è stata un'espansione generalizzata delle contrattazioni (tabella V.1). Nell'aprile 2004 il *turnover* medio giornaliero ammontava a \$1,9 trilioni, con un incremento del 36% a tassi di cambio costanti sullo stesso mese del 2001, che ha più che compensato la contrazione registrata fra il 1998 e il 2001. La crescita è stata particolarmente pronunciata nel segmento delle contrattazioni fra banche e clientela finanziaria, la cui quota sul totale è salita dal 28 al 33% grazie soprattutto alla maggiore attività che avrebbe caratterizzato gli investitori istituzionali, gli operatori con forte grado di leva e i tesoriere di società. In secondo luogo, analogamente a quanto è avvenuto in altri mercati finanziari (Capitolo VI), sia la volatilità storica sia quella implicita hanno avuto la tendenza a scendere o a mantenersi su livelli relativamente bassi. Nell'insieme, pertanto, i mercati valutari sono

... e di una bassa volatilità

## Tassi di cambio effettivi reali in una prospettiva di lungo periodo<sup>1</sup>

aprile 2005, 1973-aprile 2005 = 100



<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni, si veda il grafico V.1.

Fonte: BRI.

Grafico V.5

stati ancora contraddistinti da condizioni ordinate e da un grado elevato di liquidità.

Nel misurare l'ampiezza dei movimenti dei principali cambi, due aspetti meritano particolare attenzione. Anzitutto, la variazione delle monete del G3 fra gennaio 2002 e dicembre 2004 risultava ancora inferiore alla correzione intervenuta alla metà degli anni ottanta, allorché la valuta USA perse circa il 50% sulle altre divise principali dopo la sua fortissima ascesa nella prima parte di quel decennio (grafico V.1). In secondo luogo, oggi le valute maggiori non si discostano molto dalle medie post-Bretton Woods in termini effettivi reali (grafico V.5). Nell'aprile 2005 il tasso di cambio effettivo reale del dollaro era inferiore di appena il 6% al proprio valore medio dal 1973, mentre quelli dell'euro e dello yen si collocavano su livelli prossimi alle rispettive medie di lungo periodo. Soltanto il dollaro neozelandese, la sterlina britannica, il nuovo dollaro di Taiwan, la corona svedese e il dollaro di Singapore presentavano uno scarto superiore al 15% rispetto alle loro medie.

Minore flessione del dollaro rispetto a metà degli anni ottanta

### Movimenti dei tassi di cambio: le determinanti

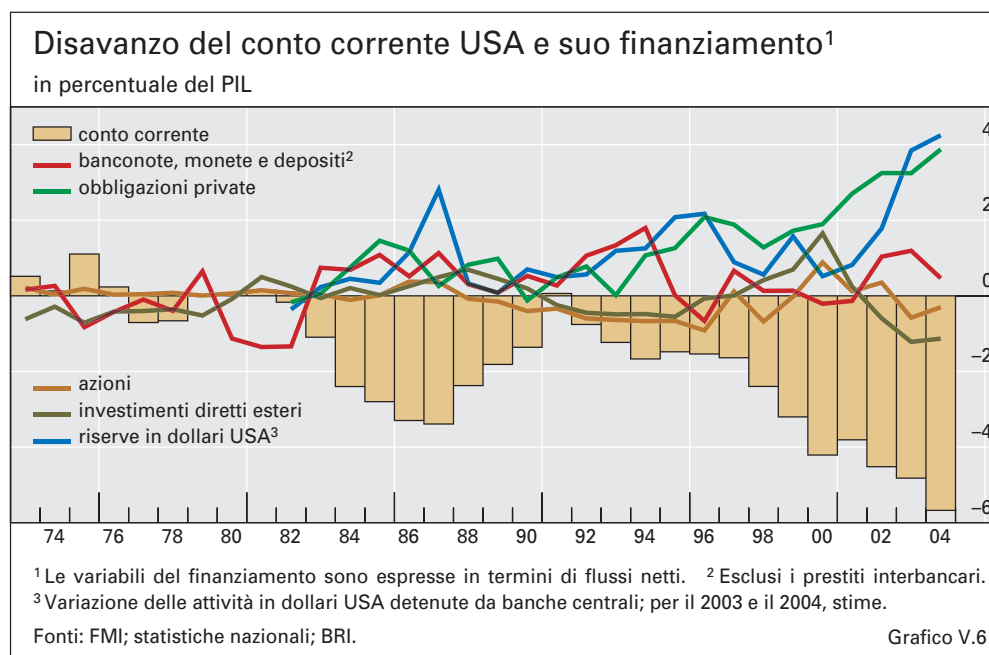
Nel periodo sotto rassegna tre fattori principali paiono aver influito sugli andamenti generali dei cambi. In primo luogo, sembra aver pesato in misura significativa sul dollaro l'attenzione dei mercati per lo squilibrio dei conti con l'estero degli Stati Uniti e per il ruolo della valuta statunitense nei portafogli internazionali. In secondo luogo, un contributo alla spiegazione degli andamenti delle divise principali – e in parte di quelli delle valute emergenti – sia agli inizi del 2004 sia nei primi mesi del 2005 è giunto anche dalle prospettive di crescita interna e dai differenziali di tasso di interesse. Infine, hanno agito in misura determinante sulle valute dei paesi emergenti, soprattutto in Asia, le politiche di cambio e gli interventi ufficiali.

#### *Disavanzo corrente statunitense e percezione di un potenziale eccesso di dollari*

Come nei due anni precedenti, anche nel 2004 l'attenzione degli operatori per il crescente squilibrio esterno degli Stati Uniti e per quello che alcuni hanno avvertito come un potenziale eccesso di dollari (*dollar overhang*) nei portafogli internazionali ha costituito la determinante principale del generale deprezzamento del dollaro. Particolare rilevanza è stata data al fatto che, in rapporto al PIL, il disavanzo di parte corrente avesse raggiunto il 5,7% (grafico V.6) e che le passività internazionali nette degli Stati Uniti avessero superato il 25%. Sembra invece che gli operatori abbiano badato meno al fatto che, nonostante la posizione debitoria netta, gli Stati Uniti continuassero a registrare afflussi netti per redditi da investimenti all'estero.

I mercati si focalizzano sul disavanzo corrente USA e sull'eccesso latente di dollari

Durante gran parte del 2004 le attese di un ulteriore deprezzamento del dollaro avrebbero trovato riscontro nella minore disponibilità del settore privato a finanziare il disavanzo corrente statunitense. Ne è un'indicazione l'ulteriore riduzione dei flussi privati – in particolare per investimenti azionari e diretti esteri – a vantaggio di quelli ufficiali nel totale degli afflussi di capitali verso gli Stati Uniti (grafico V.6). Di conseguenza, in corso d'anno



l'atteggiamento verso le attività in dollari delle banche centrali che avevano accumulato un volume senza precedenti di riserve ufficiali ha richiamato crescente attenzione. In vari paesi le perdite sulle riserve in dollari sono state oggetto di pubblico dibattito, e i mercati sono diventati estremamente sensibili ai segnali di una possibile intenzione delle banche centrali di ridurre il peso della componente in dollari nei propri portafogli.

Un'analisi di regressione offre varie indicazioni che sia lo squilibrio esterno statunitense sia la percezione di un eccesso latente di dollari ufficiali possono avere pesato sull'andamento della moneta americana. Anzitutto quest'ultima si è in media indebolita sull'euro dopo le notizie di disavanzi commerciali sorprendentemente ampi negli Stati Uniti, a riprova che il disavanzo corrente USA ha avuto un qualche ruolo (tabella V.2). In secondo luogo, essa ha

Impatto delle notizie sul tasso di cambio dollaro/euro <sup>1</sup>			
	Coefficiente	t di Student	Significatività
Occupazione settori non agricoli <sup>2</sup>	-0,0011	-2,95	0,00
Bilancia commerciale <sup>2</sup>	-0,0005	-2,62	0,00
Dati TIC <sup>3</sup> : totali	-0,0000	-2,84	0,00
ufficiali	0,0000	8,30	0,00
Notizie positive sulle riserve <sup>4</sup>	-0,0009	-0,50	0,61
Notizie negative sulle riserve <sup>5</sup>	0,0038	2,50	0,01

<sup>1</sup> Regressione stimata per il periodo gennaio 2002-aprile 2005 delle variazioni percentuali giornaliere nel tasso di cambio dollaro/euro sulle notizie riguardanti: dati macroeconomici, flussi di capitale verso gli Stati Uniti, intenzioni di banche centrali di modificare la composizione valutaria delle riserve. <sup>2</sup> Differenza tra i valori effettivi e i valori delle indagini di mercato, divisa per la rispettiva deviazione standard. <sup>3</sup> Variazioni sul mese precedente (in percentuale) degli acquisti esteri netti di titoli statunitensi. <sup>4</sup> Notizie, anche non confermate, nel senso di una non diversificazione a scapito del dollaro. <sup>5</sup> Notizie, anche non confermate, nel senso di una diversificazione a scapito del dollaro.

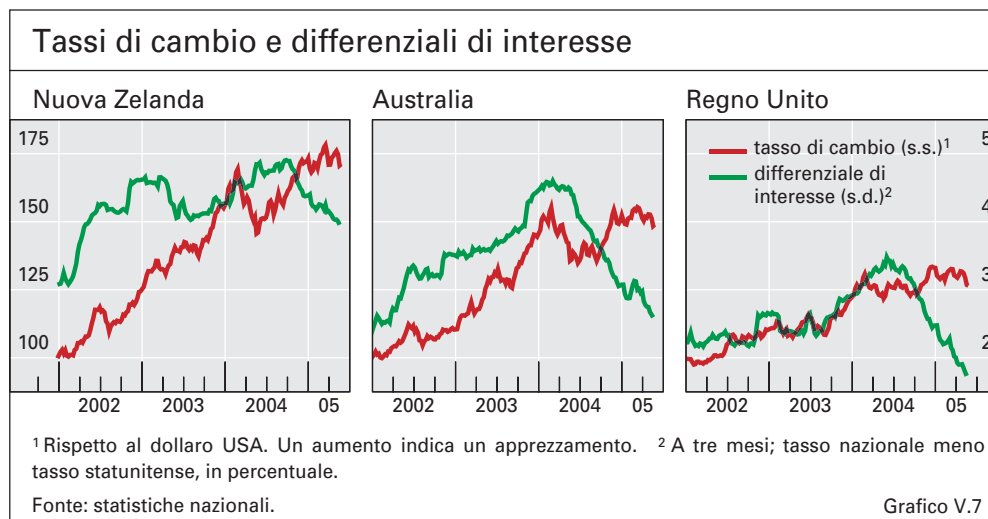
Fonti: Bloomberg; Treasury International Capital System (TIC); stime BRI. Tabella V.2

mediamente reagito anche alla pubblicazione di dati sugli acquisti esteri di titoli del Tesoro statunitense, tendendo ad apprezzarsi dopo un aumento degli acquisti totali sul mese precedente e a deprezzarsi dopo un incremento di quelli ufficiali. Ciò è in linea con la tesi che i mercati avrebbero interpretato i cambiamenti nella composizione del finanziamento del deficit esterno statunitense – con il calo della componente privata a vantaggio di quella pubblica – come un segnale della sua insostenibilità. In terzo luogo, il dollaro ha avuto tendenza a deprezzarsi a seguito di notizie, anche non confermate, riguardanti l'intenzione delle banche centrali di diversificare la composizione per valute delle proprie riserve. L'effetto di tali notizie è stato asimmetrico, risultando maggiore quando esse erano indicative di una debolezza del dollaro. L'impatto delle notizie riguardo alla bilancia commerciale degli Stati Uniti o alle riserve ufficiali ha cominciato ad avere significatività statistica intorno all'agosto 2004, allorché la flessione del dollaro era particolarmente pronunciata.

#### *Differenziali di tasso di interesse*

La seconda determinante principale dei movimenti di cambio va ricercata nel mutare delle aspettative circa i differenziali di crescita e di interesse. Una robusta correlazione fra i movimenti dei cambi e i differenziali di interesse correnti o attesi è notoriamente difficile da individuare. Negli ultimi anni sono tuttavia emersi riscontri di una correlazione positiva per determinate economie durante sottoperiodi specifici (grafico V.7). In particolare, una serie di valute – e soprattutto la sterlina britannica e i dollari canadese, australiano e neozelandese – si è apprezzata sul dollaro fra gennaio 2002 e febbraio 2004, in un contesto in cui i capitali in cerca di rendimenti si sono orientati verso valute con tassi di interesse superiori a quelli statunitensi. Questo fattore si è aggiunto all'influsso esercitato dai prezzi delle materie prime e da ragioni di scambio favorevoli. Analogamente, l'apprezzamento del dollaro nei confronti delle suddette valute tra febbraio e maggio 2004, e di nuovo tra gennaio e metà aprile 2005, ha rispecchiato la riduzione – e, in alcuni casi, l'inversione – dei differenziali di tasso di interesse con gli Stati Uniti.

I differenziali di interesse esercitano talora un certo influsso



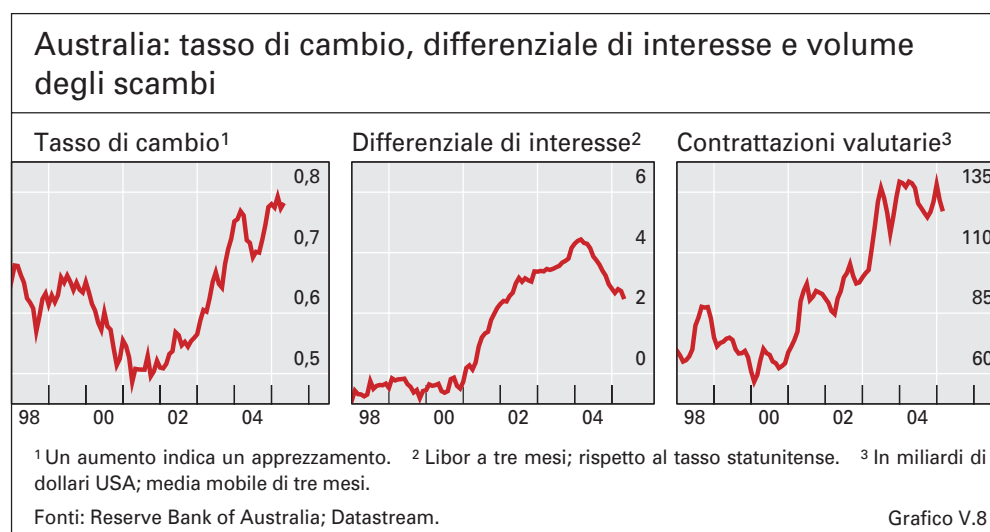


Sullo sfondo della perdurante corsa ai rendimenti a livello mondiale, i differenziali di interesse hanno continuato a essere importanti anche per varie valute di economie emergenti. Fino al 2004, in presenza di bassi costi di finanziamento (dati i modesti tassi di interesse) e di un'elevata tolleranza al rischio (che ha contribuito a ridurre gli *spread* creditizi), le monete dei paesi emergenti con rendimenti più elevati – in particolare il peso cileno, il rand sudafricano e il real brasiliano – hanno avuto la tendenza ad apprezzarsi sul dollaro. Per contro, allorché i costi di finanziamento sono aumentati e la tolleranza al rischio degli investitori è diminuita, le valute dei paesi emergenti con differenziali di interesse positivi ma in calo si sono generalmente deprezzate. Ancora una volta, tale andamento ha contraddistinto divise quali il peso cileno e il rand, che nei primi mesi del 2005 hanno perso rispettivamente circa il 5 e 10%.

I carry trade costituiscono una diffusa strategia di investimento

Un meccanismo mediante il quale i differenziali di tasso di interesse correnti e prospettici hanno influito sui cambi è rappresentato dai *carry trade*, di cui si avvalgono gli investitori internazionali in cerca di maggiori guadagni. Tale strategia, che consiste nel mutuare fondi in valute a basso rendimento per investirli in altre meglio remunerate nell'ipotesi che queste ultime non si deprezzino in misura tale da annullare il differenziale di tasso di interesse, è stata perseguita da diverse categorie di investitori per gran parte del 2004. Vi avrebbero fatto particolarmente ricorso i fondi speculativi e i *commodity trading adviser*. Dal 2002 gli investitori istituzionali hanno assunto crescenti posizioni di questo tipo, spesso nel contesto di strategie di *currency overlay*, in base alle quali le posizioni in cambi sono gestite in modo attivo e indipendente dall'investimento sottostante, nell'intento di realizzare rendimenti addizionali.

Oltre che dalle analisi di mercato, l'importanza dei *carry trade* è confermata da due ulteriori riscontri. Il primo, l'Indagine triennale delle banche centrali, mostra che l'aumento dell'attività sui mercati valutari ha riguardato soprattutto le contrattazioni fra banche e clientela finanziaria (tabella V.1). Essa rivela inoltre un incremento insolitamente elevato negli scambi di due principali valute di investimento – il dollaro australiano (98%) e quello neozelandese



(152%) – fra aprile 2001 e aprile 2004. Dati a più alta frequenza per l’Australia confermano che, all’ampliarsi del differenziale di interesse, il dollaro australiano si è apprezzato e le contrattazioni sono nettamente aumentate (grafico V.8). Il secondo riscontro, un’analisi di regressione su un gruppo di *hedge fund* statunitensi, evidenzia per il 2003 e il 2004 una correlazione statisticamente significativa fra i loro rendimenti e una variabile che coglie i differenziali di interesse e le variazioni di cambio dei dollari canadese e neozelandese.

Alla luce di questi riscontri, i *carry trade* paiono aver favorito l’apprezzamento di una serie di monete sul dollaro e sullo yen nel corso del 2004. Analogamente, la liquidazione di tali posizioni al variare dei tassi ufficiali correnti e attesi negli Stati Uniti agli inizi del 2005 potrebbe avere concorso al generale recupero del dollaro.

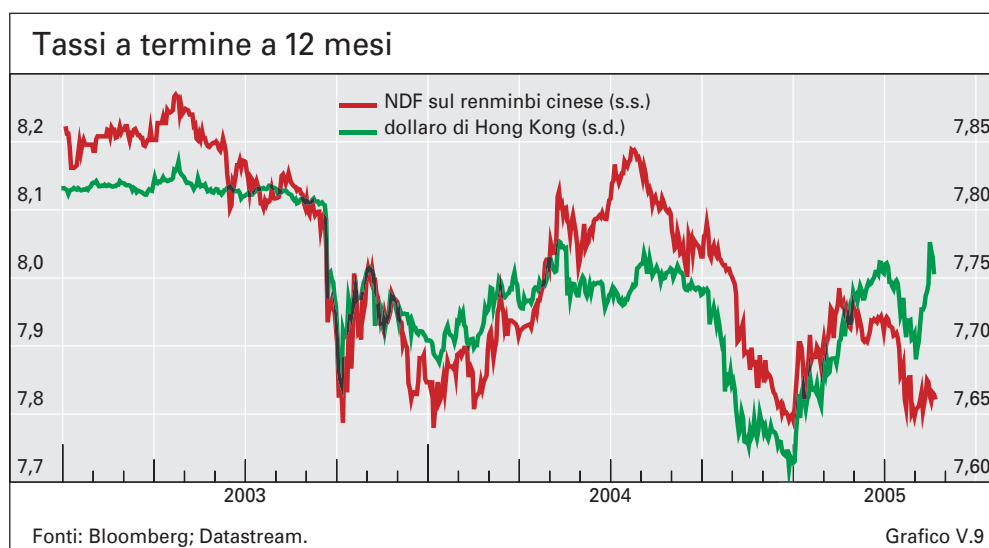
### Politiche di cambio in Asia

Un terzo fattore che ha continuato a influire sui cambi nel periodo sotto rassegna sono stati gli interventi di varie banche centrali, soprattutto asiatiche, in risposta alle pressioni al rialzo sulle loro valute. Rispetto agli anni precedenti, nei quali questo fattore aveva già assunto un ruolo centrale, si rilevano tuttavia due interessanti differenze.

In primo luogo, dal marzo 2004 il Ministero delle Finanze giapponese non è più intervenuto sui mercati valutari. L’attenzione degli operatori si è pertanto rivolta soprattutto verso la Cina, le cui autorità monetarie hanno continuato ad accumulare ingenti riserve in dollari nel tentativo di mantenere invariata la parità con la divisa statunitense (tabella V.3). Con un cambio a pronti fisso, si sono potute osservare ondate speculative sul mercato dei contratti *non-deliverable forward* (NDF) nel terzo trimestre 2004 e, nuovamente, a partire dal dicembre dello stesso anno (grafico V.9). Il comportamento del tasso NDF ha rispecchiato le mutevoli opinioni degli operatori circa la probabilità di una modifica dell’attuale ancoraggio del cambio da parte della banca centrale cinese. Le pressioni speculative sul renminbi hanno pesato anche sul dollaro di Hong Kong, il cui tasso a termine ha spesso seguito molto da vicino quello sugli NDF in renminbi.

Gli interventi ufficiali in Asia restano importanti ...

... benché le autorità giapponesi si astengano ...



## Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali

in miliardi di dollari USA

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	<i>Per memoria: consistenze (feb. 2005)</i>
	a tassi di cambio correnti						
Totale	139,8	157,9	110,7	355,4	619,9	709,0	3 812,2
Paesi industriali	55,0	58,8	3,3	111,6	218,6	193,6	1 306,4
Stati Uniti	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	42,1
Area dell'euro	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-8,7	176,8
Giappone	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	820,5
Asia	79,0	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	1 624,4
Cina	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	206,7	642,6
Corea	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	201,3
Filippine	4,0	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	13,5
Hong Kong SAR	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	123,9
India	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	130,1
Indonesia	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	34,9
Malaysia	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	70,6
Singapore	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	112,6
Taiwan, Cina	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	246,6
Thailandia	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	48,4
America latina <sup>1</sup>	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	198,5
Argentina	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	17,5
Brasile	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	58,8
Cile	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	15,0
Messico	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	62,6
PECO <sup>2</sup>	0,5	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	283,8

<sup>1</sup> Paesi elencati più Colombia, Perù e Venezuela. <sup>2</sup> Paesi dell'Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Russia, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

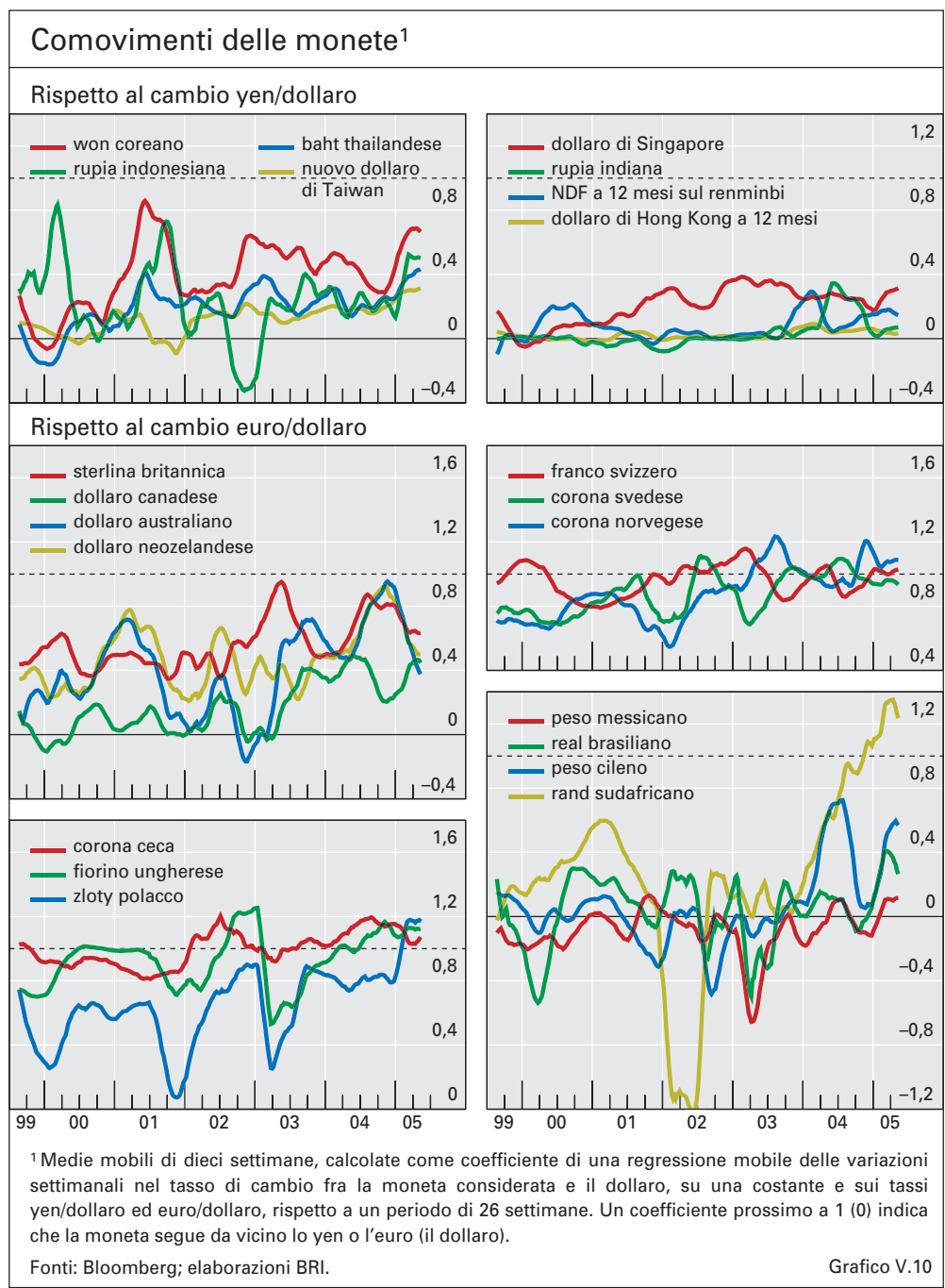
Tabella V.3

... e alcune valute asiatiche si apprezzano in misura più consistente

In secondo luogo, benché nel 2004 varie economie asiatiche – e più in particolare la Corea, Taiwan (Cina) e la Thailandia – abbiano accumulato riserve valutarie più rapidamente che negli anni passati, le rispettive monete si sono mosse meno in sintonia con il dollaro (grafico V.10). Nella seconda metà del 2004 il won ha condiviso in misura superiore al 50%, ossia molto più che negli anni precedenti, i movimenti dello yen sul dollaro. In particolare, per ogni punto percentuale guadagnato dallo yen sul dollaro rispetto alla settimana precedente, il won si è in media apprezzato dello 0,6% sulla moneta statunitense. Alla base di tale evoluzione potrebbe esservi la crescente importanza assunta dalle politiche di cambio in Asia, un processo che pare essere iniziato attorno al 2001. Riscontri indiretti provengono dal fatto che in Corea, a Singapore, a Taiwan (Cina) e in Thailandia la volatilità dei tassi di cambio effettivi nominali ha avuto la tendenza ad aumentare meno o a calare di più di quella dei cambi bilaterali con il dollaro (tabella V.4). Di conseguenza, ferma restando l'importanza del dollaro in Asia, l'enfasi della politica valutaria potrebbe essersi spostata dai tassi bilaterali a quelli effettivi. Un aspetto di questo riorientamento è il ruolo che pare svolgere nei mercati dei cambi

asiatici l'evolversi delle aspettative riguardo al renminbi. Infatti, sebbene l'andamento del cambio yen/dollaro continui a esercitare un importante influsso sulle valute asiatiche, appare in aumento la rilevanza degli NDF nella moneta cinese. Una possibile interpretazione è che gli operatori abbiano negoziato valute di paesi asiatici emergenti non ancorate al dollaro come sostituti del renminbi. Pressioni speculative su quest'ultimo potrebbero pertanto avere concorso all'apprezzamento di tali valute.

Un'evoluzione analoga delle correlazioni con le valute del G3 è osservabile per quelle monete che in passato avevano evidenziato uno stretto comovimento con il dollaro anche in assenza di interventi sui mercati valutari.



Volatilità dei tassi di cambio e variazioni delle riserve						
	Gennaio 1999-dicembre 2001			Gennaio 2002-aprile 2005		
	Volatilità dei cambi <sup>1</sup>		Variazione delle riserve <sup>2</sup>	Volatilità dei cambi <sup>1</sup>		Variazione delle riserve <sup>2, 3</sup>
	bilaterali	effettivi nominali		bilaterali	effettivi nominali	
Cina	0,0	3,3	57,5	0,0	3,8	372,7
Corea	6,5	6,3	28,8	5,7	4,7	83,8
Filippine	7,7	7,6	0,2	3,2	4,1	0,5
Hong Kong SAR	0,1	2,6	14,9	0,4	2,9	10,5
India	1,7	4,2	13,3	2,6	4,3	68,6
Indonesia	20,5	20,1	0,8	6,6	6,3	3,6
Malaysia	0,0	3,0	-0,1	0,0	3,4	37,9
Singapore	3,7	3,1	-1,5	3,5	2,0	30,2
Taiwan, Cina	3,5	3,7	16,0	3,0	2,7	89,5
Thailandia	5,4	5,2	-1,4	4,2	3,1	9,3

<sup>1</sup> Calcolata come deviazione standard delle variazioni settimanali annualizzate (in percentuale) del tasso di cambio nel periodo indicato. <sup>2</sup> Variazione cumulativa nel periodo indicato, in miliardi di dollari USA. <sup>3</sup> Fino al marzo 2005.  
 Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche nazionali; BRI. Tabella V.4

Durante la fase discendente del dollaro statunitense nel corso del 2004, i tassi di cambio dei dollari australiano, canadese e neozelandese con il dollaro USA hanno mostrato una correlazione insolitamente elevata con quello dell'euro.

Resta da vedere se tali andamenti rivestano un carattere puramente transitorio o se siano invece indicativi di un cambiamento più duraturo del ruolo di ancora del dollaro sui mercati valutari.

### Impatto degli squilibri mondiali di parte corrente e di portafoglio

Negli ultimi anni un'attenzione critica è stata rivolta a due tendenze principali che hanno interessato il sistema monetario internazionale. La prima riguarda l'ampliarsi degli squilibri esterni, mentre la seconda – collegata ma distinta – è rappresentata dalla consistente espansione delle passività nette in dollari degli Stati Uniti, che hanno finanziato sia il disavanzo corrente sia l'acquisto di attività in valuta. Come contropartita, i residenti di altri paesi detengono attualmente una cospicua e crescente posizione lunga in dollari, che per un terzo è costituita da riserve valutarie ufficiali.

Tale situazione comporta il rischio che gli squilibri siano corretti in modo disordinato oppure favoriscano il protezionismo. Entrambe le eventualità potrebbero pregiudicare la crescita economica e il commercio, oppure occasionare tensioni finanziarie. Variazioni non ordinate dei rapporti di cambio potrebbero inoltre alterare il ruolo del dollaro USA e dell'euro come valute di riserva, con ulteriori esiti imprevedibili.

Sono emerse due diverse scuole di pensiero riguardo alle origini del problema e alle sue possibili soluzioni. La prima si focalizza sui disavanzi correnti, che accrescono il debito e il suo servizio, e che in definitiva rischiano di violare il vincolo di solvibilità nel lungo periodo. L'eccesso di spesa di una generazione deve prima o poi essere compensato dalla riduzione della spesa

Il problema sono gli squilibri di conto corrente?

da parte di una generazione successiva, il che a sua volta porterebbe a una perdita di valore reale della moneta. Questo approccio induce a chiedersi se la configurazione degli squilibri di parte corrente rappresenti un problema per il sistema monetario internazionale.

Una seconda scuola di pensiero si fonda sul presupposto che le attività in valute diverse siano fra loro dei sostituti imperfetti. Al crescere della quota denominata in una particolare divisa aumenta pertanto anche il corrispondente premio per il rischio, e il valore di tale divisa deve scendere per garantire rendimenti futuri più elevati. Tale approccio solleva il secondo quesito: la composizione per valute dei portafogli internazionali costituisce un problema per il sistema monetario internazionale?

O piuttosto quelli di portafoglio?

Quanti rispondono affermativamente a tali interrogativi suggeriscono altresì che lo stesso sistema monetario internazionale potrebbe avere concorso a determinare la situazione attuale. In passato, sostengono, esisteva un grado di disciplina sufficiente a imporre una correzione prima che i disavanzi o l'eccesso di una particolare valuta nei portafogli internazionali raggiungessero proporzioni pericolose. Il *gold standard* prevedeva un elemento di automatismo, anche se i singoli paesi potevano alterare questo processo, cosa che in effetti fecero, ottenendo o concedendo credito all'estero. Nel sistema di Bretton Woods l'FMI svolgeva una funzione di disciplina, imponendo vincoli in particolare ai paesi debitori. Oggi non sembrano esservi né sistemi basati su regole né mezzi discrezionali per costringere i creditori o i debitori a reagire in presenza di una crescita degli squilibri e delle posizioni nette. Coloro che sono convinti dell'esistenza di un problema sono indotti a proporre modifiche del sistema monetario stesso al fine sia di affrontare le difficoltà esistenti sia di prevenire l'insorgenza di problemi futuri.

Gli squilibri cronici hanno cause sistemiche?

Quanti invece rispondono in maniera negativa non ravvisano la necessità di riformare il sistema. Di fatto, alcuni affermano che esiste già un nuovo sistema, da loro chiamato il "nuovo Bretton Woods": i paesi asiatici manterrebbero le rispettive valute stabili rispetto al dollaro per poter vendere le loro merci agli Stati Uniti, prestando al tempo stesso i fondi per pagarle. Secondo tali analisti, questa situazione reciprocamente vantaggiosa potrebbe protrarsi per decenni.

Nelle sezioni seguenti si cercherà di appurare se esista o meno un problema e, in caso affermativo, se esso consista nello squilibrio di conto corrente, piuttosto che in quello di portafoglio. La distinzione è rilevante in quanto la cura dipende dalla diagnosi. Ad esempio, un problema provocato da squilibri di portafoglio potrebbe essere alleviato attraverso l'emissione da parte di residenti statunitensi di titoli denominati in euro, yen oppure oro (come le "obbligazioni Carter" in marchi tedeschi, franchi svizzeri e yen emesse dal Tesoro USA alla fine degli anni settanta). Ciò tuttavia potrebbe aggravare il problema se questo fosse originato dal disavanzo e dal debito, poiché un deprezzamento del dollaro peggiorerebbe la posizione debitoria degli Stati Uniti.

Per una maggiore chiarezza di analisi, i due fattori verranno esaminati separatamente, anche a rischio di sottovalutarne le interconnessioni. Di fatto, essi sono collegati fra loro in vari modi. Qualora la dinamica del saldo di parte

Gli squilibri sono interconnessi

corrente e delle passività nette sull'estero degli Stati Uniti venisse giudicata insostenibile, ciò potrebbe indurre una riconsiderazione delle scelte di portafoglio. Analogamente, la massiccia emissione di passività in dollari da parte degli Stati Uniti – che il ruolo della moneta americana potrebbe aver facilitato – allo scopo di finanziare profittevoli attività sull'estero ha ridotto notevolmente gli oneri per il servizio del debito. Ciò ha attenuato l'attuale percezione di un possibile problema di disavanzo. In effetti, l'espansione delle disponibilità in dollari del resto del mondo ha concorso a limitare la crescita addizionale legata al servizio del debito delle passività internazionali sull'estero degli Stati Uniti risultante dai disavanzi della bilancia commerciale.

### Un problema di squilibrio di parte corrente?

Le argomentazioni svolte in questa sezione si riferiscono ai vincoli di bilancio intertemporali nazionali e quindi all'accumulo di debito estero, non alla moneta. Di conseguenza, esse si applicano anche agli squilibri correnti regionali all'interno di una zona valutaria come l'area dell'euro. In questo caso, l'unica differenza consisterebbe nel fatto che soltanto andamenti divergenti dei prezzi, e non variazioni dei tassi di cambio nominali, potrebbero modificare il tasso di cambio reale (ossia il prezzo relativo dei prodotti a mercato interno e di quelli oggetto di interscambio). Questo tipo di squilibrio rappresenta un problema su scala mondiale? La seguente rassegna di argomentazioni riconosce l'insostenibilità economica dei conti con l'estero degli Stati Uniti, ma indica al tempo stesso che l'accumulo del debito si trova in una fase meno avanzata di quanto ritenga la maggior parte degli analisti, e che esso potrebbe scontrarsi con vincoli politici prima ancora che con limiti strettamente economici.

Il primo punto controverso concerne il grado di insostenibilità economica o politica dei disavanzi correnti statunitensi; il secondo le varie ragioni addotte a spiegazione dell'andamento assunto dai conti esterni USA. Pareri differenti riguardo a questi aspetti portano a conclusioni differenti circa il ruolo del sistema monetario internazionale.

*Si*

La più diffusa opinione critica è che gli squilibri esterni degli Stati Uniti siano insostenibili in quanto il debito sta crescendo senza limiti apparenti in rapporto al prodotto sottostante. Il disavanzo di parte corrente, pari a circa il 6% del PIL del paese e all'1% di quello mondiale, corrisponde già a due terzi degli avanzi correnti e a quasi l'8% del risparmio del resto del mondo. Inoltre, assumendo che le importazioni statunitensi continuino a essere particolarmente sensibili all'andamento dei redditi, una crescita economica più rapida negli Stati Uniti che nei principali partner commerciali amplierebbe il disavanzo in misura corrispondente. Vari studi prevedono un veloce deterioramento: uno di essi stima il disavanzo al 7,8% del PIL entro il 2008, mentre altri prefigurano l'8,5% o addirittura il 13% entro il 2010.

Per effetto di tali crescenti disavanzi, nell'arco di pochi anni raddoppierebbero le passività nette USA sull'estero, passando da un quarto alla metà

Disavanzi USA  
insostenibili  
in termini  
economici ...

del PIL. Per poter ridurre il deficit attraverso un minore assorbimento senza intaccare l'occupazione nel settore dei beni a mercato interno sarebbe necessaria una consistente correzione del tasso di cambio reale.

L'andamento del conto corrente USA potrebbe risultare insostenibile anche sotto il profilo politico. Il primo limite potrebbe essere rappresentato proprio dalla reticenza politica negli Stati Uniti a mantenere disavanzi così elevati, oppure da quella in Europa ad accettare le conseguenze interne di una loro eventuale riduzione. Da questo punto di vista, il pericolo non è tanto quello di una crisi debitoria quanto quello di un ritorno al protezionismo.

Come si è venuto a creare uno squilibrio così ampio? Alcuni reputano che i livelli insostenibilmente elevati del disavanzo corrente statunitense trovino origine nel fatto che il resto del mondo ha puntato su una crescita trainata dalle esportazioni, la quale ha determinato l'accumulo di avanzi correnti. Pertanto, la più grande economia del mondo si limita a fornire un contributo passivo, dal momento che non possono esistere più di  $n-1$  conti correnti indipendenti. Ad esempio, la bilancia corrente statunitense si è deteriorata all'indomani della crisi finanziaria asiatica del 1997-1998, allorché la regione ha iniziato a registrare avanzi correnti. Secondo quest'ottica, gli attuali livelli del debito estero (25% del PIL) e del disavanzo (6% del PIL) degli Stati Uniti consentono l'accumulo di ricchezza internazionale e la persistenza di avanzi in altri paesi. Fra questi, in base all'ammontare in dollari della rispettiva posizione patrimoniale netta sull'estero, figurano: Giappone (attività nette e avanzo rispettivamente pari al 38 e al 3% del PIL nel 2003); Svizzera (149 e 14%); Hong Kong SAR (252 e 11%); Taiwan, Cina (108 e 11%); Germania (7 e 2%); Belgio (42 e 4%); Singapore (83 e 31%); Norvegia (28 e 13%).

Altri asseriscono che l'economia statunitense tende a un eccesso di consumi. Il risparmio privato interno è sceso a un minimo storico e il disavanzo di bilancio è cospicuo, pur in assenza di guerra. Gli investimenti privati netti sono calati nonostante l'ampliarsi del deficit corrente. Inoltre, gli investimenti nel settore dei beni *non-tradable* non generano risorse per il servizio del debito estero e renderanno più difficile una futura correzione.

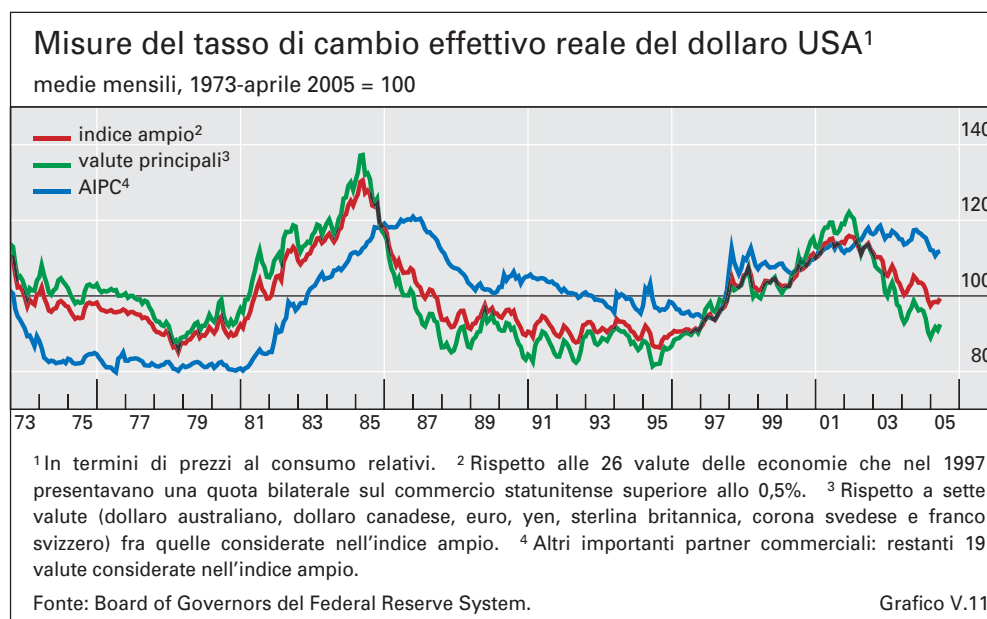
Altri ancora, soprattutto nei paesi con tassi di cambio flessibili in ascesa, vanno al di là di queste cause immediate e guardano alle carenze del sistema monetario internazionale. In particolare, essi sottolineano la mancanza di pressioni sui paesi attualmente in avanzo affinché cessino di opporsi all'apprezzamento delle rispettive valute mediante interventi sterilizzati, a differenza di quanto avveniva nel regime del *gold standard*. A quell'epoca, gli afflussi ufficiali espandevano l'offerta interna di moneta e facevano lievitare i prezzi, spingendo così verso l'alto il tasso di cambio reale. Inoltre, l'opinione diffusa fra gli operatori secondo la quale l'investimento delle riserve valutarie asiatiche avrebbe mantenuto bassi i rendimenti statunitensi a lunga implica che il recente inasprimento monetario negli Stati Uniti ha ridotto l'assorbimento interno meno del previsto. Secondo questa tesi, intervenendo sui mercati dei cambi e sterilizzando all'interno – e quindi investendo all'estero i dollari acquisiti in obbligazioni USA – le economie asiatiche sottraggono se stesse e gli Stati Uniti all'onere di un aggiustamento. Quest'ultimo ricade pertanto sulle valute più flessibili. A questo proposito si rileva che, se il tasso di cambio

... oppure politici?

I disavanzi USA rispecchiano un eccessivo risparmio mondiale ...

... o un eccessivo consumo negli Stati Uniti?





reale di "altri importanti partner commerciali" fosse al livello del 1995-1996, alla fine del 2004 l'indice complessivo del dollaro avrebbe già raggiunto i minimi del 1980 o del 1995 (grafico V.11).

No

I disavanzi correnti USA potrebbero protrarsi per qualche tempo ...

Coloro che considerano il disavanzo corrente degli Stati Uniti un problema meno impellente fanno valere due argomentazioni. La prima è che il problema debitorio statunitense, ammesso che esista, si trova in uno stadio iniziale e che la dinamica dei conti esterni del paese resta molto favorevole. Secondo il Dipartimento del Commercio USA, le attività nette sull'estero degli Stati Uniti si sono progressivamente ridotte nel corso degli anni ottanta, trasformandosi in passività nette solo nel 1989. Inoltre, ancora nel 2003 gli Stati Uniti percepivano redditi netti da investimenti per \$38 miliardi (\$30 miliardi nel 2004). Questa incongruenza è dovuta al fatto che il differenziale di rendimento fra le attività (4%) e le passività (2,6%) estere statunitensi ha più che compensato il divario fra le attività lorde (71% del PIL) e le passività lorde (96% del PIL) del paese. La differenza nel tasso di rendimento complessivo riflette due costanti: gli Stati Uniti emettono più passività a breve termine e a basso rischio di quante non ne acquistino, e i tassi di rendimento delle multinazionali statunitensi all'estero sono superiori a quelli delle multinazionali estere negli Stati Uniti. Quali che ne siano le cause, se un paese corrisponde un rendimento sulle proprie passività inferiore al proprio tasso di crescita nominale è in grado di stabilizzare il livello del debito esterno anche in presenza di un disavanzo commerciale. Molte proiezioni della situazione esterna degli Stati Uniti ignorano questo aspetto.

Un ulteriore fattore che limita – benché in misura più contenuta – l'accumulo di debito estero negli Stati Uniti è rappresentato dal fatto che il rischio di cambio è sopportato dal resto del mondo. Quando la moneta nazionale si deprezza, le economie emergenti che si finanziano in dollari subiscono

perdite di cambio. Per contro, all'indebolirsi del dollaro le attività statunitensi sull'estero realizzano guadagni (si veda oltre). Questo effetto, che alcuni hanno definito uno "sgravio di debito" da deprezzamento del dollaro, concorre a limitare l'aumento delle passività nette sull'estero degli Stati Uniti in rapporto al PIL.

Una seconda argomentazione ammette l'idea che il disavanzo corrente USA rispecchi una posizione  $n-1$  passiva, ma considera questa configurazione appropriata e, quantomeno per un certo arco di tempo, sostenibile. Se si ravvisa nel conto capitale il fattore determinante, sono allora i capitali liberi di circolare che ricercano rendimenti superiori o più sicuri negli Stati Uniti. Pertanto il risparmio negativo della maggiore economia del mondo non sarebbe altro che la contropartita di un eccesso di risparmio (se non di una carenza di investimenti) all'estero. Se invece il fattore determinante è il conto corrente, l'argomentazione ricalca l'interpretazione "nuovo Bretton Woods" del rapporto fra gli Stati Uniti e l'Asia. Secondo questo punto di vista, il bisogno di posti di lavoro in Asia è soddisfatto mediante una crescita trainata dalle esportazioni. I beni di consumo fluiscono agli Stati Uniti e titoli in dollari a basso rischio fluiscono all'Asia. Un simile assetto viene considerato durevole a prescindere dagli squilibri che può determinare.

Alcuni rilevano analogie con l'Australia, che da lungo tempo registra disavanzi di parte corrente e presenta passività nette sull'estero pari al 70% del PIL, un livello superiore di quasi tre volte a quello degli Stati Uniti. Si ritiene che il resto del mondo cerchi rendimenti più elevati o sicuri nelle attività societarie, nei titoli azionari e in quelli obbligazionari australiani, e sia disposto ad accettare il rischio connesso a strumenti di debito denominati nella moneta nazionale. Stando a questo precedente, il saldo corrente USA potrebbe non essere sostenibile, ma ciò costituirebbe un problema per le generazioni future.

... a giudicare dall'esempio australiano

Quanti ritengono che lo squilibrio di parte corrente non sia un problema urgente tenderebbero a negare che l'attuale sistema monetario internazionale imponga meno disciplina ai paesi eccedentari rispetto ai sistemi che lo hanno preceduto. Essi farebbero notare il rischio che venga fatto riferimento a una ricostruzione ideale di un regime passato, piuttosto che al modo in cui esso ha funzionato in concreto. La sterilizzazione monetaria era pratica comune sia nel *gold standard* classico sia nel *gold exchange standard* del periodo fra le due guerre. Se i flussi di oro e la crescita della base monetaria seguivano spesso andamenti divergenti in quei periodi, allora l'attuale mancanza di pressioni all'aggiustamento sui paesi eccedentari non è affatto una novità. Inoltre, oggi gli squilibri di parte corrente non sono né più ampi né più persistenti di quanto lo fossero durante il *gold standard*. Semmai, il risparmio e l'investimento nazionali sono ora più strettamente collegati, e ciò implica che non vi è una maggiore mobilità dei capitali su base netta.

In sintesi, è indubbio che i conti con l'estero degli Stati Uniti siano su una traiettoria insostenibile. Se da un lato l'assenza di un onere sostanziale per il servizio del debito può far dubitare dell'urgenza del problema, dall'altro la perdurante assenza di risposte sul piano delle politiche accresce la probabilità di aggiustamenti di mercato disordinati. Inoltre, indipendentemente

dal giudizio sulla sostenibilità, vi è da temere l'adozione di politiche protezionistiche e la pubblica stigmatizzazione dei partner commerciali, quest'ultima anche perché potrebbe destabilizzare i mercati finanziari. Resta infine da vedere se, rispetto ai precedenti, il sistema monetario internazionale (o la combinazione di sistemi) attualmente vigente renda più probabile l'insorgenza di un tale problema.

### Un problema di squilibri di portafoglio?

Eccesso latente di dollari ...

La questione che qui si presenta è se le crescenti passività nette USA *denominate in dollari* – che superano ormai il 50% del PIL degli Stati Uniti – rappresentino in qualche modo un latente eccesso di dollari nei portafogli internazionali. Va notato che storicamente l'ipotesi di un *dollar overhang* è stata avanzata prima dell'emergere di un disavanzo corrente cronico degli Stati Uniti. Già quarant'anni fa, quando il conto corrente statunitense era in avanzo, gli europei si preoccupavano del fatto che le imprese americane acquistassero società europee con dollari raccolti all'estero. Allora come oggi, le passività a basso rischio denominate in dollari finanziavano attività in valuta estera più rischiose. Di fatto, tali preoccupazioni sono riemerse durante la fase discendente di ciascun ciclo del dollaro nel regime di cambi flessibili. Come in passato, anche oggi ci si chiede soprattutto se il dollaro sia sovrarappresentato nei portafogli ufficiali. Tuttavia, più in generale si pone la questione se lo stesso valga per i portafogli privati. Tale questione ha di recente assunto maggiore rilevanza, poiché l'attuale fase discendente del ciclo del dollaro è la prima dall'introduzione dell'euro. Lo spessore, l'ampiezza e la liquidità dei mercati finanziari in euro fanno di quest'ultimo un'alternativa al dollaro più valida rispetto a quella offerta dalle monete preesistenti.

### Si

... nei portafogli privati ...

La tesi secondo cui esiste un problema di squilibrio nei portafogli mondiali prende le mosse dalla composizione per valute della posizione patrimoniale sull'estero degli Stati Uniti. Si stima che nel 2003 la posizione debitoria netta statunitense denominata in dollari (passività meno attività in dollari verso il resto del mondo) fosse pari a \$7,2 trilioni, corrispondenti al 66% del PIL, e notevolmente superiore alla posizione debitoria netta complessiva (passività meno attività totali verso l'estero) del paese, che nello stesso anno era pari al 25% del PIL. La differenza è dovuta alle disponibilità nette USA di attività in valuta estera. Alla posizione corta in dollari degli Stati Uniti corrisponde un'ampissima posizione netta lunga del resto del mondo che supera un quinto del PIL mondiale (escluso quello degli Stati Uniti) a tassi di cambio correnti.

Trovandosi esposti al rischio di mercato connesso a un deprezzamento del dollaro, i creditori degli Stati Uniti potrebbero tentare di coprirsi nei periodi di turbolenza. Anche un senso di *moral hazard* potrebbe contribuire a rendere instabili le allocazioni di portafoglio tra le valute principali. Occasionando plusvalenze di cambio nei portafogli statunitensi, tale deprezzamento determina guadagni di ricchezza che sostengono i consumi (nonostante il rincaro dei beni importati). Di conseguenza, le autorità americane potrebbero sentirsi

meno pressate a contrastare la perdita di valore del dollaro, e il resto del mondo potrebbe temere un loro atteggiamento di *benign neglect*.

Benché l'incidenza delle perdite in caso di deprezzamento del dollaro sia diversa in Europa rispetto all'Asia, alcuni osservatori rilevano elementi destabilizzanti in entrambe le regioni. In Europa le minusvalenze di cambio nel settore delle imprese assorbono capitale e prolungano gli sforzi per abbassare la leva finanziaria, frenando gli investimenti e le assunzioni. Ciò ostacola la crescita dell'assorbimento in rapporto al prodotto, il che a sua volta impedisce la correzione dello squilibrio corrente, rafforzando la convinzione che il dollaro debba deprezzarsi ulteriormente. In Asia il fatto che gran parte della posizione lunga in dollari sia detenuta dal settore pubblico tempera le eventuali reazioni. Tuttavia, allorché le autorità sono state chiamate da deputati dell'opposizione a rispondere delle perdite di cambio nei portafogli ufficiali, esse hanno talvolta reagito con dichiarazioni di intenti sulla diversificazione delle riserve che hanno rischiato di destabilizzare i mercati.

Agli occhi di numerosi osservatori il fatto che la posizione lunga in dollari sia concentrata (per circa un terzo del totale) nelle riserve ufficiali, per giunta di un ristretto numero di paesi asiatici, rende particolarmente problematico il mantenimento dello *status quo*. Nel caso delle riserve ufficiali, il numero di gestori di portafogli è relativamente esiguo. Tali osservatori fanno notare come gli altri gestori di riserve e gli investitori privati, compresi quelli con elevato grado di leva, siano estremamente sensibili ai segnali – a volte più apparenti che reali – di ricomposizioni di portafoglio a scapito del dollaro.

... e in quelli ufficiali?

Alcuni sostengono che già esiste un eccesso di dollari nei portafogli ufficiali. La percentuale del 64% delle riserve valutarie investite nella moneta USA non sembra in linea con altre misure del ruolo del dollaro, quali ad esempio la quota di obbligazioni e *note* internazionali (escluse quelle in valuta locale) denominate in dollari, che è pari al 45%. Secondo altri, quand'anche non vi fosse un problema di *dollar overhang* oggi, esso potrebbe insorgere in un futuro prossimo, specie se le politiche valutarie attribuissero maggiore peso ai tassi di cambio effettivi, come pare indicare l'esperienza recente (si veda sopra).

Di fatto, non deve necessariamente esistere un'esatta corrispondenza fra il modo in cui si muove una moneta e la composizione per valute del portafoglio ufficiale del paese. I sostenitori della tesi di un *dollar overhang* farebbero tuttavia notare che la composizione per valute (nota) delle riserve di un paese pare effettivamente rispecchiare in linea generale l'orientamento della moneta dello stesso. Nei portafogli dei paesi europei con monete orientate all'euro l'incidenza nota del dollaro è piuttosto bassa: Slovacchia e Croazia 29-30%, Svizzera e Regno Unito 36%, Lettonia 45%. Fra i paesi con valute meno legate all'euro, Australia e Canada raggiungono quote di riserve in dollari rispettivamente pari al 45 e 53%. Hong Kong SAR, la cui moneta è ancorata a quella statunitense, ha investito in tale valuta il 75-80% delle proprie riserve.

Secondo questa linea di pensiero, vi sarebbe il rischio di una ricomposizione disordinata dei portafogli a scapito del dollaro e a vantaggio dell'euro nel caso di una variazione nell'orientamento delle valute. In passato, il

passaggio dal regime argenteo e bimetallico a quello aureo nel nuovo impero tedesco, negli Stati Uniti e nell'Unione monetaria latina (Belgio, Francia, Grecia, Italia e Svizzera) provocò tensioni sull'offerta di oro contribuendo alla deflazione della fine del XIX secolo. La differenza con la situazione attuale consiste nel fatto che oggi è possibile accrescere sia l'offerta di titoli in euro (mediante la gestione del debito e gli interventi sterilizzati) sia la base monetaria in tale valuta (con un abbassamento dei tassi di interesse). In linea di principio, queste possibilità offrono un maggiore margine di manovra per controbilanciare eventuali ricomposizioni disordinate in favore dell'euro.

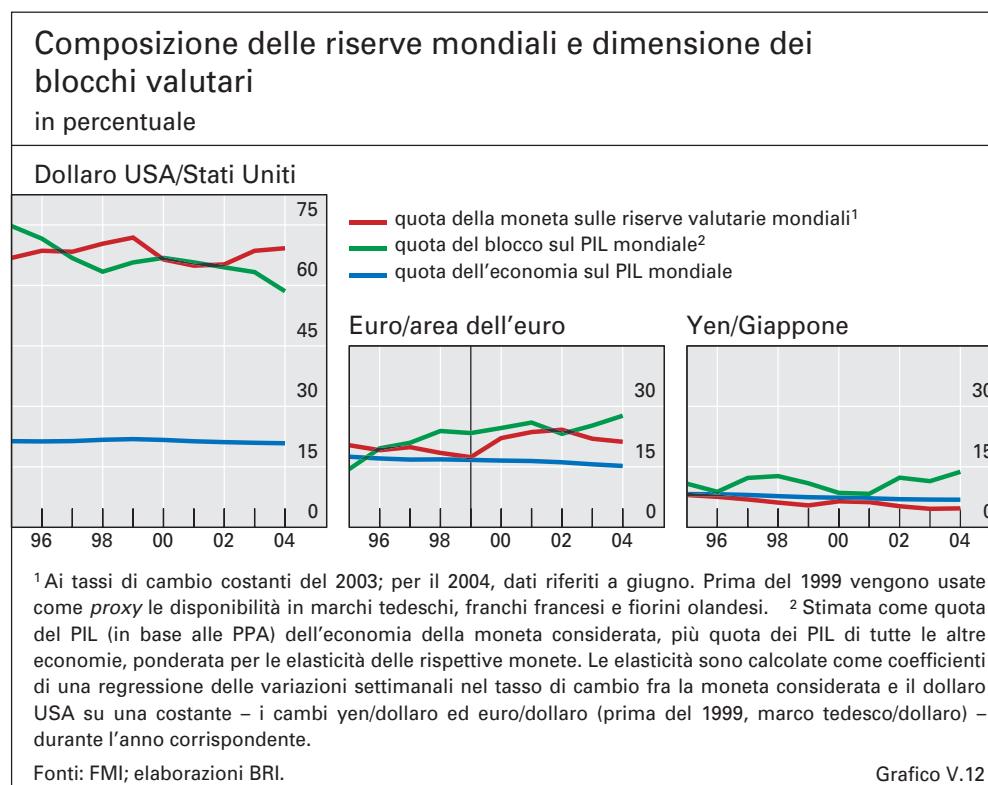
No

Altri negano l'esistenza di un *dollar overhang* ritenendo che la posizione lunga in dollari del resto del mondo non sia così consistente come taluni affermano. Nella gestione dei portafogli sta diminuendo la preferenza per la valuta locale, anche se la posizione sull'estero delle singole economie cresce più rapidamente del prodotto. La prima opzione di diversificazione di un portafoglio rispetto alla moneta nazionale resta spesso rappresentata dalle attività in dollari.

In particolare, può essere contestata l'idea di un eccessivo peso del dollaro nelle riserve ufficiali. Se si esclude il Giappone, a metà 2004 la percentuale di riserve denominata nella moneta USA potrebbe non aver superato il 57% (o forse ancor meno se si tiene conto di vendite a termine di dollari contro euro non segnalate). Tale quota è elevata in rapporto al peso dell'economia statunitense nell'economia mondiale, ma non lo è necessariamente in rapporto alla quota della zona del dollaro. Se le economie, misurate a parità di potere di acquisto, vengono assegnate alla zona del dollaro, dell'euro o dello yen a

È in atto una diversificazione dei portafogli privati ...

... e la quota del dollaro in quelli ufficiali non è necessariamente eccessiva



seconda del comportamento delle rispettive valute (come nel grafico V.10), la zona del dollaro risulta concorrere per il 59% al prodotto mondiale (grafico V.12), una percentuale quasi identica a quella del dollaro sul totale delle riserve ufficiali, escluso il Giappone.

Inoltre, anche le eventuali ricomposizioni dei portafogli ufficiali (o privati) a scapito del dollaro e a vantaggio dell'euro potrebbero influire sui mercati valutari in misura inferiore a quella spesso indicata. Da un punto di vista analitico, una diversificazione dei portafogli che privilegi l'euro a scapito del dollaro agisce sui bilanci privati in modo analogo a interventi sterilizzati. Secondo molti osservatori, tuttavia, il grado di sostituibilità dei titoli di Stato denominati in queste valute è talmente elevato che soltanto ricomposizioni di portafoglio particolarmente consistenti avrebbero effetti avvertibili sui cambi. Per giunta, anche nell'eventualità di tali riallocazioni nei portafogli ufficiali, il fatto che gran parte delle riserve in dollari sia detenuta da un numero relativamente ridotto di paesi potrebbe anzi rappresentare un vantaggio in quanto una cooperazione fra le varie autorità consentirebbe di evitare un'ondata di vendite disordinate in una situazione configurabile come "dilemma del prigioniero".

In conclusione, la tesi che postula l'esistenza di squilibri di portafoglio, compresi quelli ufficiali, appare più debole di quanto molti osservatori sostengano. Esiste in ogni caso un problema aperto: la zona del dollaro si sta restringendo, e un'eventuale accelerazione di tale processo potrebbe originare prima o poi uno squilibrio di portafoglio sia nel settore privato sia in quello ufficiale.