

V. I mercati dei cambi

Aspetti salienti

A caratterizzare i mercati valutari per gran parte del 2005 sono stati il generale apprezzamento del dollaro USA, la stabilità dell'euro e una tendenza perlopiù calante dello yen. Fino a dicembre il dollaro si è apprezzato in misura pronunciata nei confronti di euro, yen e una serie di altre valute fluttuanti, in particolare la sterlina e i dollari australiano e neozelandese. Rispetto alle monete dei paesi emergenti il suo andamento è stato meno uniforme. Le valute asiatiche sono rimaste piuttosto stabili o si sono deprezzate, mentre alcune divise latinoamericane hanno guadagnato terreno. A partire da dicembre la tendenza ascendente del dollaro USA si è parzialmente invertita.

Come negli anni precedenti, tre fattori principali sono stati all'origine dei movimenti dei cambi nel periodo in rassegna. In primo luogo, sullo sfondo di un'ulteriore normalizzazione dei tassi ufficiali nelle principali economie, ma di una liquidità mondiale ancora abbondante, i differenziali di interesse hanno continuato a svolgere un ruolo primario nelle dinamiche valutarie. La "corsa" al rendimento si è spesso tradotta in operazioni di *carry trade*. In secondo luogo, il disavanzo corrente e le passività nette sull'estero degli Stati Uniti sono aumentati ulteriormente, destando però minore interesse rispetto al periodo fra il 2002 e il 2004. Nonostante il crescente onere debitorio, i redditi netti sono rimasti positivi per gran parte del 2005, e ciò ha attenuato le pressioni per un'immediata correzione. Nel capitolo verranno esplorate le dinamiche e le determinanti del conto dei redditi negli Stati Uniti e in altri paesi industriali, e analizzate le possibili implicazioni per la sostenibilità degli squilibri esterni. In terzo luogo, la perdurante accumulazione di riserve in Cina ha limitato il deprezzamento del dollaro sul renminbi. Per contro, in altre economie asiatiche emergenti le riserve sono cresciute più lentamente. Pur avendo riscosso grande attenzione, a metà maggio la modifica della politica valutaria cinese introdotta nel luglio 2005 aveva prodotto influssi solo modesti sui mercati dei cambi.

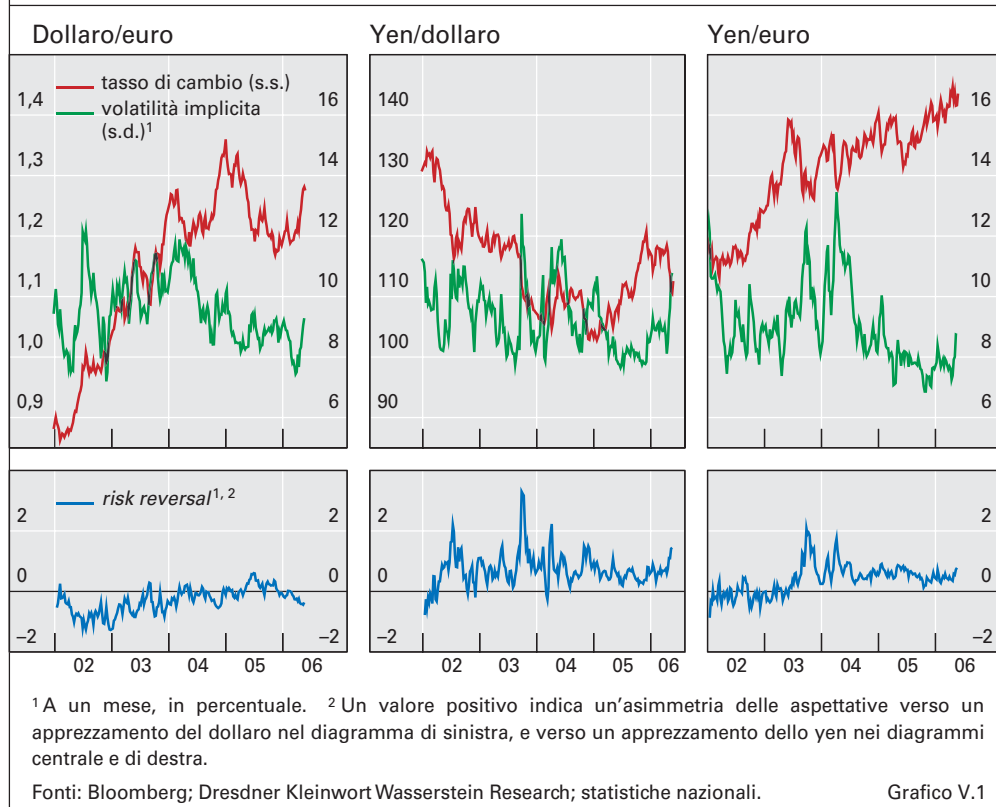
I mercati valutari sono stati caratterizzati da ingenti volumi di scambi e da bassi livelli di volatilità; su alcune piazze minori, tuttavia, quest'ultima ha fatto registrare un netto aumento, specie nel 2006.

Andamenti dei mercati valutari

Il periodo in esame può essere suddiviso in due fasi distinte. Durante la prima – tra febbraio e fine novembre 2005 – il dollaro USA si è generalmente apprezzato, guadagnando il 5% in termini effettivi nominali e rispettivamente il 10 e 15% circa sull'euro e sullo yen (grafico V.1). La moneta statunitense si è rafforzata anche nei confronti di altre valute fluttuanti, in particolare i

Generale apprezzamento del dollaro tra febbraio e fine novembre 2005 ...

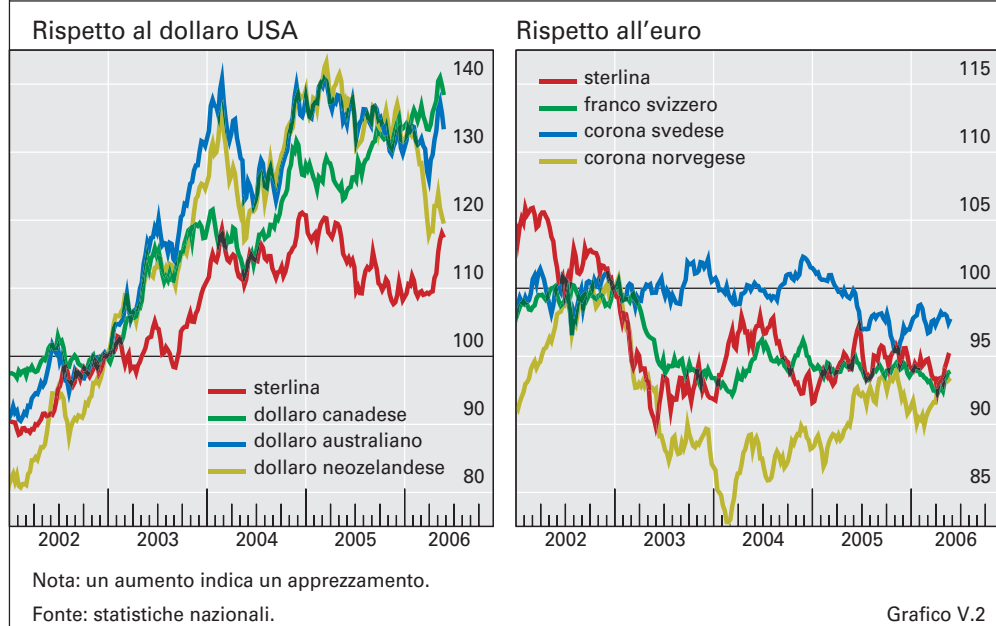
Tassi di cambio, volatilità implicite e *risk reversal* di dollaro, euro e yen



dollari australiano e neozelandese, nonché gran parte delle divise europee diverse dall'euro, specie la sterlina (grafico V.2). Il dollaro canadese si è invece apprezzato del 5% rispetto al dollaro USA, discostandosi così dal profilo

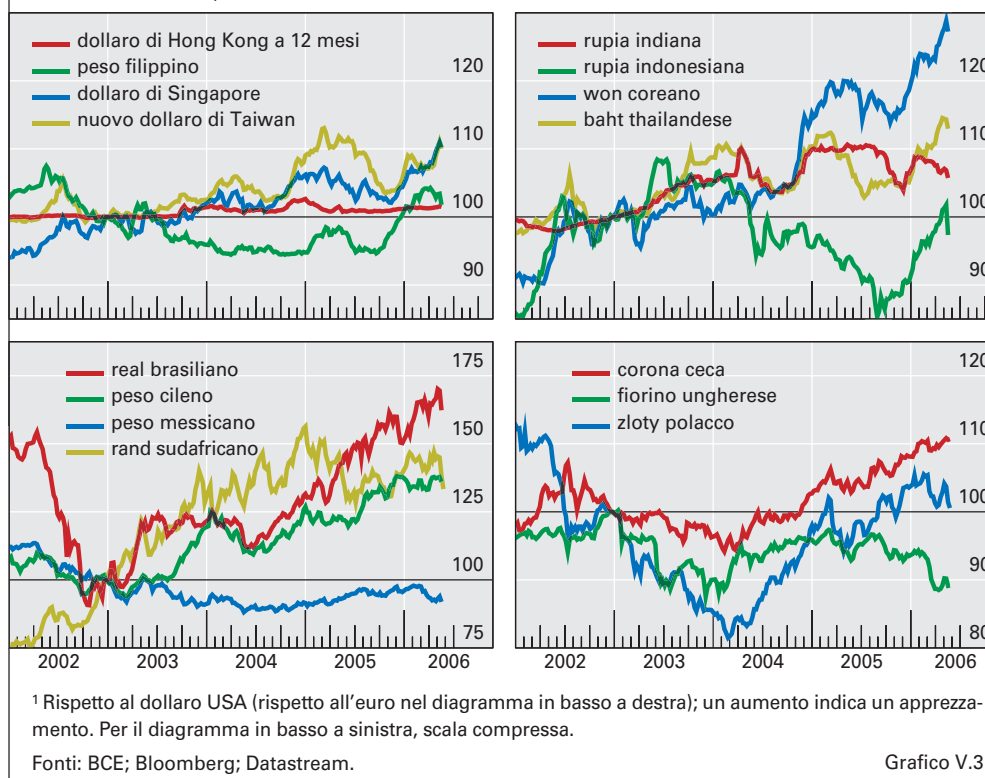
Tassi di cambio di altri paesi industriali

Medie settimanali, fine 2002 = 100



Tassi di cambio nei mercati emergenti¹

Medie settimanali, fine 2002 = 100



evidenziato in passato, grosso modo sincrono con quello delle divise australiana e neozelandese.

Fino al dicembre 2005 l'euro è rimasto sostanzialmente stabile in termini effettivi nominali. Rispetto allo yen ha teso ad apprezzarsi, mentre in rapporto ad altre monete europee ha seguito una dinamica eterogenea, guadagnando terreno sulla corona svedese, evidenziando tendenze incerte nei confronti del franco svizzero e arretrando leggermente su sterlina e corona norvegese. Lo yen ha mostrato una generale tendenza al deprezzamento, particolarmente marcata nei confronti del dollaro, dell'euro e di gran parte delle valute asiatiche emergenti.

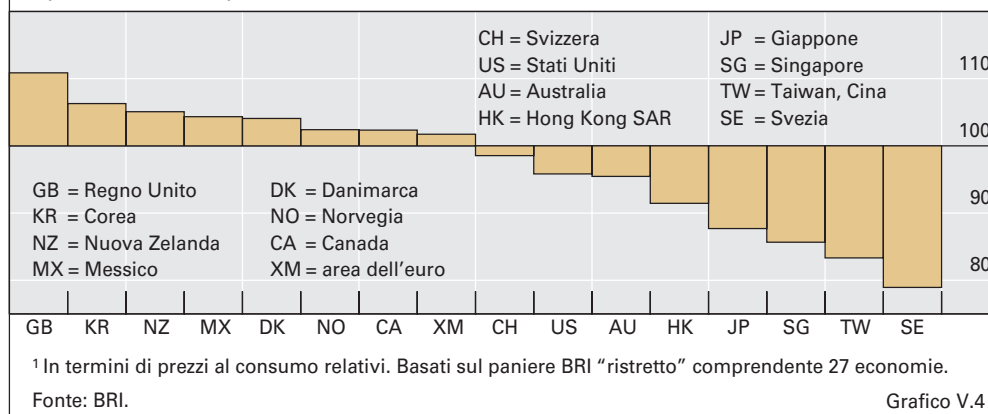
Le monete delle economie emergenti hanno seguito dinamiche meno uniformi. Se alcune di esse – in particolare il baht thailandese, il nuovo dollaro di Taiwan e la rupia indonesiana – si sono deprezzate sostanzialmente rispetto al dollaro USA (grafico V.3), molte divise latinoamericane hanno invece segnato progressi. Il rand sudafricano e le valute dell'Europa orientale hanno mostrato tendenze meno marcate.

Nella seconda fase del periodo in rassegna – tra dicembre 2005 e metà maggio 2006 – il dollaro ha perso terreno rispetto a una serie di valute, deprezzandosi di circa il 9% sullo yen e del 10% su euro e sterlina. L'ampia tendenza al ribasso della moneta giapponese si è arrestata. Come indicato dai *risk reversal*, quest'ultimo sviluppo si è accompagnato a un mutamento delle preferenze degli investitori riguardo al valore futuro del dollaro (grafico V.1). L'euro ha evidenziato una tendenza a rafforzarsi tanto nei confronti di una serie

... parzialmente riassorbito a partire dal dicembre 2005

Tassi di cambio correnti effettivi reali in una prospettiva di lungo periodo¹

Aprile 2006; 1973-aprile 2006 = 100



di valute, quanto in termini effettivi nominali. Il dollaro canadese ha continuato la sua generale ascesa.

Durante questa seconda fase le monete di alcuni paesi industriali si sono sensibilmente indebolite. I dollari australiano e neozelandese hanno continuato a calare fino all'aprile 2006. Degno di nota è stato anche lo sganciamento del franco svizzero dall'euro. Per converso, le valute asiatiche emergenti in generale – e in particolare won coreano, rupia indonesiana, baht thailandese, peso filippino e dollaro di Singapore – hanno teso a rafforzarsi notevolmente sul dollaro e, in misura inferiore, sullo yen.

Valutando i livelli attuali dei principali tassi di cambio in una prospettiva di più lungo respiro, vale la pena rilevare che in termini effettivi reali il dollaro e l'euro sono rimasti prossimi alle loro medie di lungo periodo, mentre la sterlina continua a superare tale parametro del 10% circa (grafico V.4). La corona svedese, lo yen e alcune monete asiatiche emergenti si situano invece di oltre il 10% al disotto della propria media storica.

Le condizioni nei mercati valutari

Durante queste due fasi principali di oscillazioni dei cambi la volatilità e l'attività hanno mostrato andamenti in certa misura analoghi. Tra gennaio e novembre 2005, sullo sfondo di un'abbondante liquidità globale, i mercati valutari sono stati relativamente calmi e i volumi scambiati ingenti. La volatilità implicita dei principali tassi di cambio, inferiore rispetto agli anni precedenti, è tendenzialmente calata (grafico V.1). A partire da dicembre la volatilità si è intensificata in alcuni mercati, specie nei segmenti yen/dollaro e yen/euro, a riprova di un aumento del grado di incertezza. Come si dirà più avanti, la maggiore incertezza nei riguardi dello yen è stata innescata dalle speculazioni sull'abbandono della politica di allentamento quantitativo da parte del Giappone e sulle potenziali implicazioni di tale decisione per i mercati dei capitali e per il finanziamento dei *carry trade* in particolare. In alcuni mercati minori l'accresciuta incertezza ha determinato forti deprezzamenti, propagatisi in parte ad altre valute.

Mercati tranquilli,
ma attivi

La vivacità degli scambi ha continuato a riflettere i cospicui flussi finanziari provenienti da investitori alla ricerca di maggiori rendimenti su una vasta gamma di divise. Tali strategie hanno inoltre contribuito a spingere verso l'alto le quotazioni sui mercati delle materie prime, che hanno risentito dei crescenti afflussi di fondi investibili sulla scia di una robusta domanda mondiale. Dagli inizi del 2002 gli indici generali dei prezzi delle materie prime sono aumentati di quasi il 10% su base annua. Gli incrementi sono stati persino superiori per merci quali l'oro, le cui quotazioni in termini annualizzati sono salite di circa il 14% tra metà 2001 e settembre 2005. A \$726 per oncia troy, il prezzo dell'oro

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali							
In miliardi di dollari USA							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	<i>Per memoria: consistenze (dic. 2005)</i>
	A tassi di cambio correnti						
Totale	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4 170,8
Paesi industriali	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1 292,2
Stati Uniti	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Area dell'euro	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Giappone	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Asia emergente	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1 821,6
Cina	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Corea	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Filippine	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Hong Kong SAR	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
India	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonesia	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Malaysia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Singapore	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, Cina	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Thailandia	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Esportatori netti di petrolio ¹	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
Messico	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Russia	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Medio Oriente ²	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
America latina ³	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentina	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brasile	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Cile	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
ECO ⁴	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
	A tassi di cambio costanti di fine 2004						
Totale allocato	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2 890,0
Riserve in dollari	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1 869,8

¹ Economie con esportazioni nette di petrolio superiori a 0,5 milioni di barili al giorno. ² Esclusi Iran e Iraq. Per l'Arabia Saudita, esclusi gli investimenti in titoli esteri. ³ Paesi elencati più Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁴ Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella V.1

si collocava a metà maggio 2006 al massimo degli ultimi 25 anni, in rialzo di oltre il 60% dal settembre precedente.

Dinamiche tendenziali delle riserve ufficiali

Le banche centrali hanno continuato ad accumulare riserve valutarie ufficiali per un ingente ammontare (tabella V.1). A differenza degli anni precedenti, quando il forte accumulo aveva interessato diversi paesi asiatici, l'80% dell'espansione registrata in Asia nel 2005 è riconducibile alla sola Cina. Grazie a un ulteriore incremento di \$200 miliardi, a fine 2005 le riserve cinesi superavano \$800 miliardi, pari al 20% del totale mondiale. I paesi esportatori di petrolio hanno anch'essi accumulato riserve a ritmi sostenuti. L'aumento più consistente è stato quello della Russia. In altre economie, in particolare Corea, India, Malaysia e Taiwan (Cina), si è perlopiù osservato un rallentamento.

Prosegue l'accumulo di riserve

Determinanti dei movimenti valutari

Come accennato, alla base dei movimenti dei cambi nel periodo in rassegna sembrano esservi tre importanti fattori. In primo luogo, le prospettive di crescita interna e i differenziali di interesse avrebbero influito sulle divise principali e su parte di quelle emergenti. In secondo luogo, l'ampliarsi dello squilibrio esterno USA ha talora pesato sul dollaro, benché in misura notevolmente inferiore rispetto ad anni precedenti. Infine, le politiche valutarie e gli interventi sui mercati dei cambi nei paesi emergenti – specie quelli asiatici, anche se in misura leggermente diversa che in passato – hanno condizionato ancora una volta gli andamenti delle rispettive valute.

Tre fattori principali alla base delle oscillazioni dei cambi

Crescita e differenziali di tasso di interesse

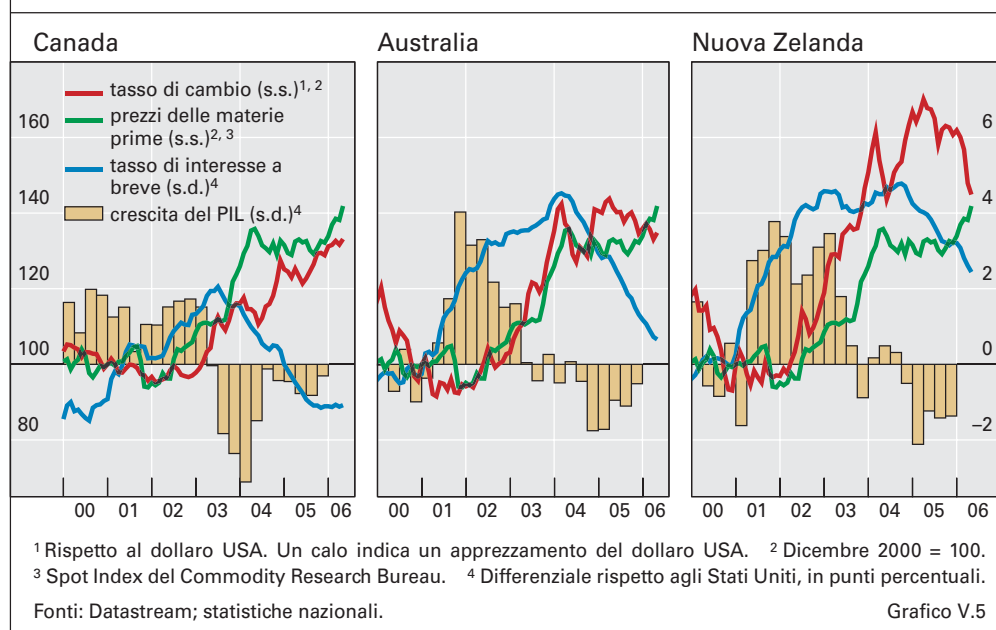
La crescita e i differenziali di tasso di interesse – sia correnti sia attesi – paiono essere stati il principale fattore all'origine dei movimenti dei cambi nell'anno trascorso. Sebbene non vi siano riscontri di una robusta relazione statistica tra differenziali di interesse correnti o attesi e movimenti valutari su un orizzonte lungo, nelle due fasi del periodo in esame è stata osservata una correlazione positiva per alcune coppie valutarie.

In particolare, il rafforzamento del dollaro rispetto all'euro e allo yen per gran parte del 2005 ha rispecchiato l'impatto positivo prodotto dall'ulteriore inasprimento della Federal Reserve sui differenziali di tasso. Analogamente, dopo alcuni anni di forte apprezzamento, diverse valute – soprattutto la sterlina, i dollari australiano e neozelandese e la corona svedese – si sono indebolite nei confronti del dollaro USA allorché gli scarti di rendimento sono divenuti favorevoli agli Stati Uniti. Per contro, in presenza di un differenziale relativamente stabile, il dollaro canadese si è apprezzato su quello statunitense.

I differenziali di tasso di interesse favoriscono il dollaro

Le variazioni dei differenziali avrebbero potuto avere un effetto frenante più marcato sulle divise australiana e neozelandese, e il dollaro canadese non apprezzarsi affatto, se tali valute non avessero beneficiato degli elevati corsi delle materie prime (grafico V.5), i cui rincari hanno esercitato pressioni al rialzo anche sulle monete di altri paesi esportatori, quali Cile e Sudafrica.

Tassi di cambio e differenziali di interesse



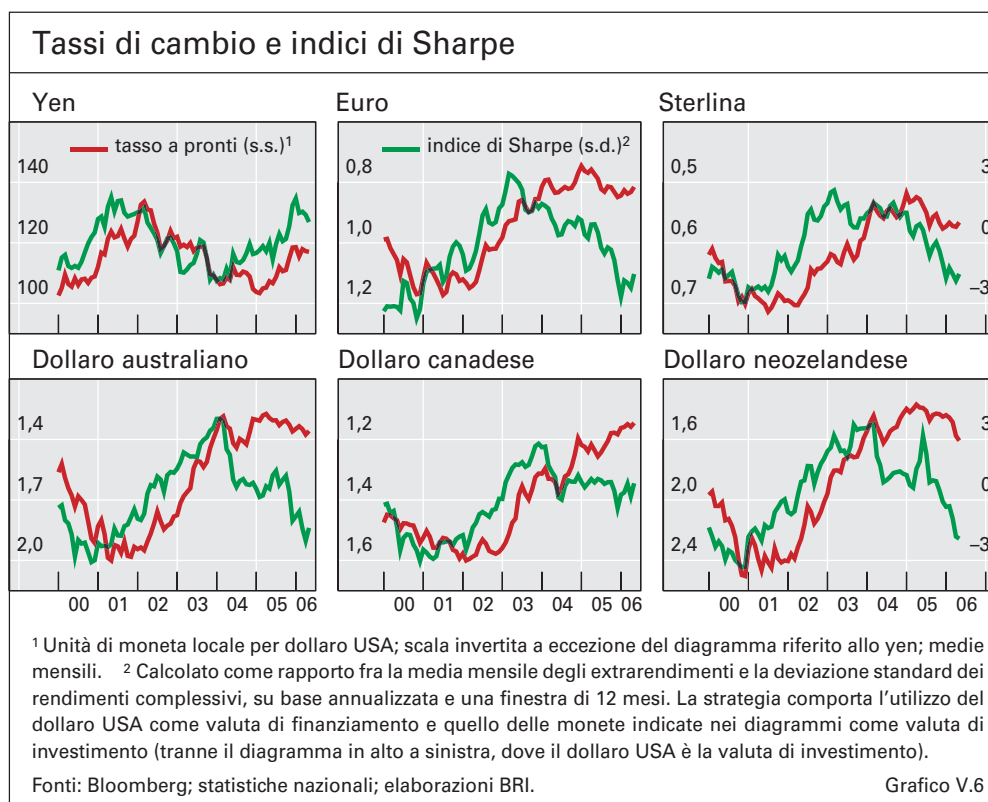
A partire dal dicembre 2005 la parziale inversione della tendenza ascendente del dollaro rispetto all'euro e allo yen ha coinciso con il mutamento delle percezioni riguardo ai cicli della politica monetaria nelle principali economie. In particolare, gli operatori hanno iniziato a scontare un innalzamento dei tassi ufficiali nell'area dell'euro e in Giappone.

In dicembre destano interesse le prospettive di un rialzo dei tassi giapponesi

La prospettiva di un aumento dei tassi giapponesi e la possibilità di un connesso apprezzamento dello yen hanno destato particolare interesse, specie per quanto attiene alle operazioni di *carry trade*. Tali transazioni consistono nel mutuare fondi in valute a basso rendimento per investirli in altre meglio remunerate, e vengono poste in atto nell'aspettativa che la moneta di investimento non si deprezzi in misura tale da annullare il differenziale positivo di tasso. Come negli anni precedenti, i *carry trade* sono stati utilizzati da diverse categorie di investitori internazionali alla ricerca di rendimenti elevati, creando quindi un importante meccanismo di collegamento fra tassi di interesse e di cambio. Stando a quanto segnalato dagli osservatori, nel 2005 lo yen e il franco svizzero sono state due fra le più importanti valute di finanziamento, mentre il dollaro ha abbandonato questo ruolo per divenire una moneta di investimento man mano che la Federal Reserve proseguiva nella sua stretta monetaria. Durante tale periodo, di fronte al costante aumento dei tassi USA, mutuare fondi in yen per investirli in attività in dollari sembra essere diventato sempre più interessante. Ciò trova una chiara conferma nell'andamento degli indici di Sharpe, che correggono gli extrarendimenti per la loro volatilità (grafico V.6). Inoltre, sempre secondo fonti di mercato, sul finire dell'anno gli operatori avrebbero cominciato a liquidare posizioni corte in yen.

La liquidazione dei *carry trade* causa sporadici picchi di volatilità

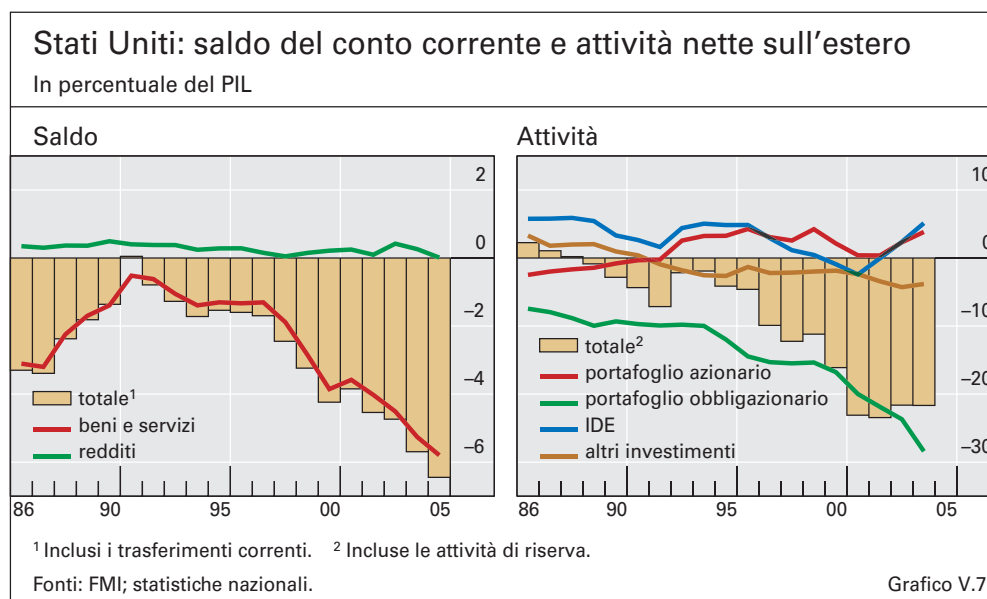
L'effetto della liquidazione dei *carry trade* sulla volatilità del cambio è difficile da prevedere e dipende, fra l'altro, dalla velocità con cui queste posizioni vengono chiuse. In alcuni casi, la loro liquidazione graduale ha modificato sensibilmente i tassi di cambio senza influire in misura particolare



sulla volatilità a breve termine. Ne è un esempio il lento calo del dollaro australiano dal marzo 2005, quando i *carry trade* aventi a oggetto tale valuta sono divenuti meno appetibili. In altri casi la liquidazione è stata invece repentina, determinando bruschi movimenti dei cambi, poi propagatisi – benché transitoriamente – ad altri mercati. Ai primi di dicembre l'apprezzamento dello yen sul dollaro USA ha innescato una rapida chiusura delle posizioni lunghe sul real brasiliano e sul dollaro neozelandese, deprimendo i loro tassi di cambio. Anche il prezzo dell'oro ne ha risentito. Un esempio ancor più lampante di correzione disordinata intervenuta a seguito della liquidazione di *carry trade* è stato il netto calo della corona islandese nel febbraio 2006, all'indomani della revisione delle prospettive per il rating sovrano dell'Islanda da parte di un'agenzia di valutazione. La chiusura delle posizioni in tale valuta ha determinato nel giro di due giorni un deprezzamento del 10% della corona islandese. Tale evento, che a rigore non avrebbe dovuto influire su altri mercati valutari, si è invece propagato in poche ore alle divise di Australia, Brasile, Nuova Zelanda, Sudafrica e Ungheria, tutte monete ad alto rendimento interessate da operazioni di *carry trade*.

Lo squilibrio esterno statunitense

Nel 2005 lo squilibrio esterno statunitense si è ampliato ulteriormente. Per la prima volta il disavanzo corrente ha raggiunto il 6,4% del PIL e la posizione debitoria netta sull'estero ha probabilmente superato il 25% del prodotto (grafico V.7). Inoltre, nel secondo e nel quarto trimestre 2005 i redditi netti sulla posizione patrimoniale sull'estero statunitense, che risultavano ininterrottamente positivi dalla metà degli anni ottanta, sono passati in negativo.



Gli operatori hanno continuato a reagire alla pubblicazione di dati che mostravano aumenti inaspettatamente forti del disavanzo corrente statunitense nonché, talvolta, alle ingenti correzioni apportate a tali statistiche. Nondimeno, la posizione esterna USA ha destato nell'insieme meno interesse rispetto agli anni precedenti e per gran parte del 2005 la disponibilità del settore privato a finanziare il disavanzo corrente non è diminuita. Ciò è dimostrato dalla mutata composizione degli afflussi finanziari verso gli Stati Uniti, all'interno dei quali è cresciuta la quota dei capitali privati. In particolare, l'incidenza degli investimenti di portafoglio e degli investimenti diretti esteri (IDE) è aumentata in misura significativa. Per contro, è calata sensibilmente la quota ascrivibile alle riserve ufficiali.

Tuttavia, il mercato è tornato a focalizzare l'attenzione sullo squilibrio esterno degli Stati Uniti nei primi mesi del 2006, quando, in base ai dati pubblicati, il disavanzo commerciale USA ha raggiunto nuovi picchi e i dibattiti sulla politica valutaria cinese sono venuti alla ribalta. Anche altre valute sono parse risentire degli squilibri esterni: le pressioni in vendita sulla corona islandese fra febbraio e marzo si sono in gran parte propagate alle monete di altri paesi con elevati deficit correnti.

Politiche valutarie in Asia

L'accumulo di riserve da parte di varie banche centrali, soprattutto dell'Asia, ha influito ancora una volta sui tassi di cambio. Ciò nonostante, rispetto agli anni precedenti, il più pronunciato apprezzamento di diverse valute asiatiche nei confronti del dollaro USA sta a indicare che le maggiori pressioni al rialzo provenienti dai mercati valutari non sono state interamente controbilanciate dalla crescita delle riserve, generalmente più lenta di quanto osservato sinora (tabella V.1).

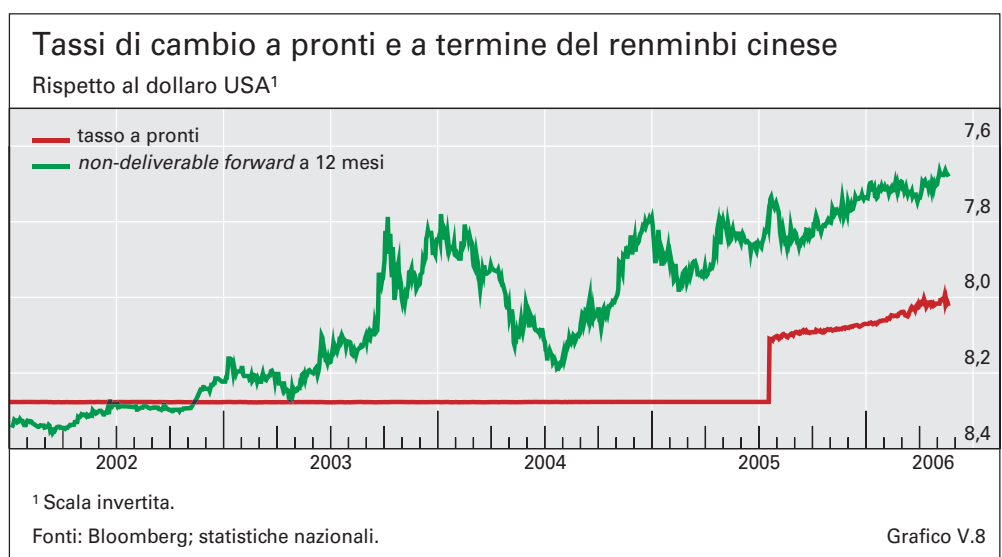
Nel luglio 2005 la banca centrale della Cina ha annunciato alcune modifiche potenzialmente rilevanti al proprio regime valutario, articolate in tre elementi principali: la rivalutazione immediata del renminbi sul dollaro (2%), la

Lo squilibrio esterno USA torna in primo piano nel 2006

Gli interventi valutari in Asia restano determinanti

prosecuzione del regime di fluttuazione controllata, in base al quale il cambio può oscillare entro una banda di $\pm 0,3\%$ intorno alla parità centrale fissata giornalmente, e l'introduzione di un paniere di valute di riferimento; i dettagli relativi a ponderazioni, parità e ampiezza della banda, tuttavia, non sono stati resi noti. Inizialmente non è stata comunicata alcuna modifica al sistema dei controlli sui movimenti di capitali.

Dagli inizi del 2006 le autorità monetarie cinesi hanno annunciato una serie di provvedimenti volti a sviluppare l'infrastruttura dei mercati valutari interni, con l'obiettivo primario di evitare nella misura del possibile oscillazioni disordinate del renminbi una volta che questo sarà lasciato fluttuare più liberamente. Tali misure verranno probabilmente attuate con gradualità. In primo luogo, 13 banche cinesi ed estere sono state autorizzate a operare come *market-maker* sul mercato a pronti del renminbi. In secondo luogo, sono stati ufficialmente introdotti sistemi di *market-making* e di contrattazione fuori borsa (OTC). Queste due misure consentono ai principali partecipanti al mercato interno a pronti del renminbi di operare direttamente fra loro senza dover necessariamente ricorrere al sistema centralizzato di riscontro (*matching*), che continuerà peraltro a funzionare in parallelo. Il nuovo sistema per gli scambi OTC opererà comunque nel contesto del China Foreign Exchange Trade System con il patrocinio della banca centrale. Le maggiori opportunità di contrattazione potrebbero accrescere la flessibilità del cambio. In terzo luogo, la parità centrale del renminbi è ora espressa in funzione della media ponderata delle quotazioni fornite il giorno stesso dai *market-maker* prima dell'inizio delle contrattazioni e non più in base al prezzo di chiusura della giornata operativa precedente. Grazie all'eliminazione di ogni possibile meccanismo di "parità strisciante" (*crawling peg*), il cambio a pronti renminbi/dollaro potrebbe ora variare notevolmente da un giorno all'altro. Infine, le autorità hanno consentito alle istituzioni finanziarie nazionali (come banche, compagnie di assicurazione e gestori di fondi) di investire in titoli esteri nel quadro dello schema Qualified Domestic Institutional Investor.



In luglio questa tornata iniziale di riforme ha influito in misura diversa sulle varie valute. Sulle monete principali gli effetti sono stati assai contenuti; l'unica reazione di rilievo è stato l'apprezzamento del 2% registrato dallo yen rispetto al dollaro nelle prime ore successive all'annuncio. Per contro, in Asia l'impatto è stato maggiore. La conseguenza più immediata è stata la decisione delle autorità malesi di disancorare il ringgit dal dollaro USA per inserirlo in un regime di fluttuazione controllata. Inoltre, gran parte delle valute asiatiche emergenti si è apprezzata del 2% sul dollaro USA.

Con l'introduzione del nuovo regime valutario le pressioni sul renminbi si sono allentate e il cambio con il dollaro è rimasto molto stabile per vari mesi. Solo agli inizi del 2006 sono emersi segnali secondo cui le autorità monetarie cinesi stavano favorendo un apprezzamento del renminbi dopo le rinnovate spinte al rialzo (grafico V.8). Tra inizio anno e metà maggio la valuta ha guadagnato circa l'1% sul dollaro.

Reddito netto e sostenibilità della posizione esterna USA

Malgrado il costante deterioramento del conto corrente e della posizione patrimoniale netta sull'estero osservato fin dai primi anni novanta, negli Stati Uniti il conto dei redditi ha evidenziato un saldo sistematicamente positivo e relativamente stabile in percentuale del PIL, sebbene in due degli ultimi quattro trimestri sia stato segnalato un disavanzo (grafico V.7). Il fatto che i redditi siano rimasti in attivo nonostante un tasso di accumulo delle passività superiore a quello delle attività verso l'estero indicherebbe che la posizione esterna degli Stati Uniti è più sostenibile di quanto non appaia a prima vista. Nel prosieguo di questo capitolo si cercherà di approfondire ulteriormente tale questione, avvalendosi delle esperienze maturate in alcuni paesi industriali allo scopo di meglio chiarire la situazione statunitense.

Andamenti tendenziali e determinanti dei redditi netti

Effetto di composizione ed effetto di rendimento

In termini contabili, il saldo del conto dei redditi USA può essere disaggregato in un effetto di composizione e un effetto di rendimento. Il primo si determina soprattutto perché le attività sull'estero constano in ampia misura di IDE ad alto rischio/rendimento, mentre le passività sull'estero si compongono essenzialmente di investimenti di portafoglio a basso rischio/rendimento (tabella V.2). Il secondo deriva dall'ampio e persistente differenziale di rendimento fra investimenti diretti statunitensi all'estero e investimenti diretti esteri negli Stati Uniti.

Gli Stati Uniti hanno posizioni lunghe in azioni e corte in titoli di debito ...

Un tratto caratteristico della posizione patrimoniale netta sull'estero statunitense – quello che sottende all'effetto di composizione – è l'aver avuto per qualche tempo fra le poste attive posizioni lunghe in azioni e corte in obbligazioni; tali variabili, tuttavia, hanno mostrato tendenze sostanzialmente diverse (grafico V.7). Negli ultimi tre decenni lo stock di attività nette per IDE si è mediamente aggirato intorno al 5% del PIL, anche se nel tempo si sono osservati pronunciati scostamenti da questa media, perlopiù in concomitanza con le oscillazioni degli IDE affluiti agli Stati Uniti. Tale evoluzione è stata controbilanciata dal sensibile aumento del tasso di accumulo delle passività nette per investimenti di portafoglio registrato a partire dalla metà degli anni

Attività e passività statunitensi sull'estero, 2004					
In percentuale					
		Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio azionari	Investimenti di portafoglio obbligazionari	Altri investimenti ¹
Attività ²	Quota sul totale	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rendimento	8,6	2,6	4,0	2,2
	In rapporto al PIL	28,0	21,5	7,8	26,1
Passività	Quota sul totale	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rendimento	4,3	2,0	4,3	1,7
	In rapporto al PIL	22,9	17,6	36,2	29,9
Attività nette ²	Quota sul totale	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rendimento	4,3	0,6	-0,3	0,5
	In rapporto al PIL	5,1	3,9	-28,4	-3,8

¹ Includono prestiti, valuta e depositi, crediti commerciali e altre partite attive e passive. ² Comprendono anche le attività di riserva; pertanto, la somma delle singole quote è inferiore a 100.

Fonti: FMI; elaborazioni BRI. Tabella V.2

novanta. Come verrà illustrato più avanti, non è da escludere che queste tendenze rivestano in prospettiva un ruolo importante.

Stando all'esperienza internazionale, in diverse economie (in particolare Francia, Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti) questo profilo da "venture capitalist" – consistente nell'assumere posizioni nette lunghe in azioni e corte in strumenti debitori – si accompagna sistematicamente a un surplus nel conto dei redditi (grafico V.9). È interessante rilevare come il Regno Unito e gli Stati Uniti siano gli unici due paesi nei quali ciò si è verificato in concomitanza con un saldo negativo del conto corrente. Il suddetto profilo non è tuttavia condizione sufficiente né necessaria per conseguire un attivo nel conto dei redditi, ed è quindi improbabile che l'effetto di composizione possa spiegare da solo il persistere di un avanzo nei redditi degli Stati Uniti. Non è sufficiente in quanto vi sono alcuni paesi (quali il Canada e l'Italia) che, pur rientrando in tale casistica, fanno costantemente registrare un disavanzo. E non è necessaria perché altri paesi (Giappone e Svizzera, ad esempio) presentano eccedenze nel conto dei redditi malgrado posizioni nette lunghe in titoli di debito.

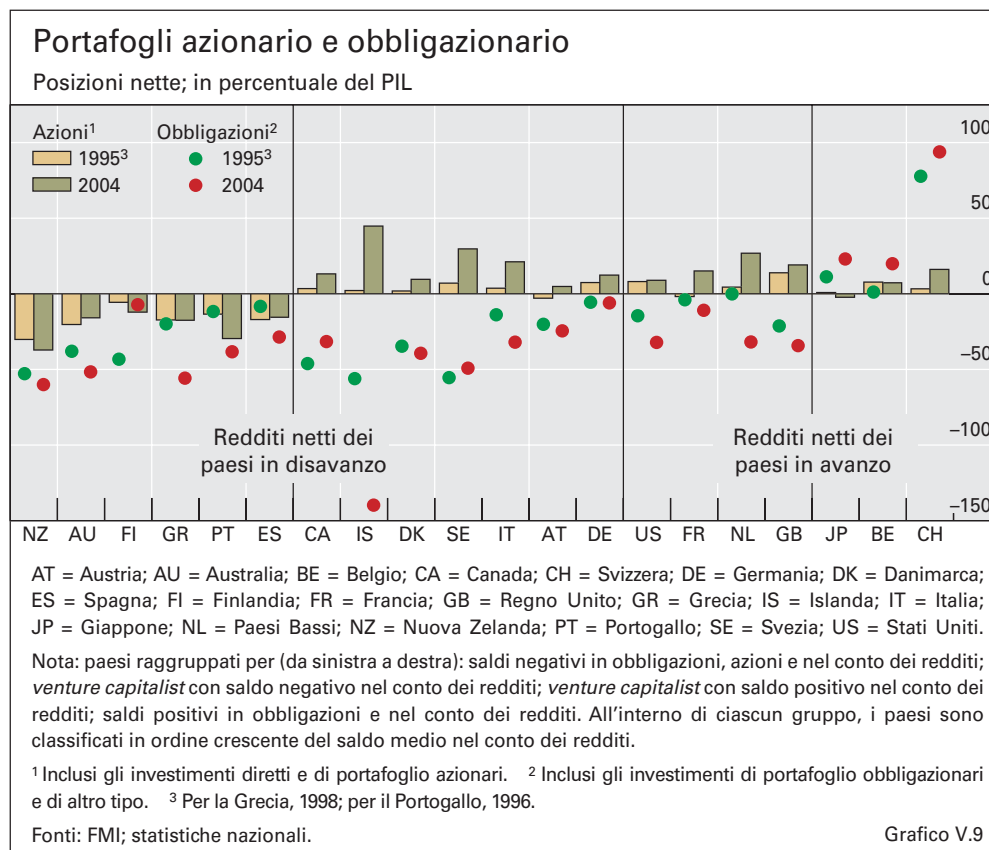
... ma ciò non garantisce il surplus del conto dei redditi

Si è affermato che gli Stati Uniti godono di un vantaggio di rendimento in termini di bassa redditività su alcune delle loro poste passive poiché offrono liquidità e servizi assicurativi preziosi per l'acquirente. Tale argomentazione si attaglia in modo particolare agli investimenti di portafoglio e di altro tipo. Ciò nonostante, lo scarto di rendimento tra attività e passività per queste classi di strumenti è di norma piuttosto contenuto (tabella V.2).

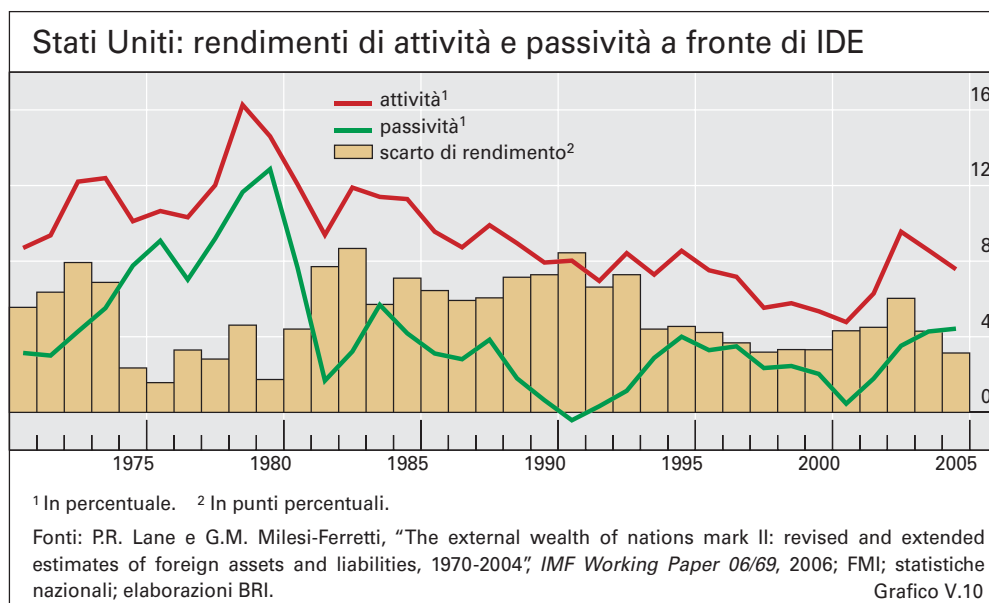
Per gli Stati Uniti l'effetto di rendimento rispecchia in ampia misura il differenziale positivo di interesse tra gli investimenti diretti effettuati all'estero e quelli esteri affluiti al paese, che dagli anni settanta si è mantenuto mediamente in prossimità dei 5 punti percentuali (grafico V.10).

Effetto di rendimento originato dalla bassa redditività degli IDE negli Stati Uniti

L'importanza del vantaggio di rendimento in termini di IDE emerge chiaramente anche per altri paesi che presentano eccedenze nel conto dei



redditi. Tra il 2000 e il 2004 lo scarto medio di rendimento fra IDE attivi e passivi è stato parimenti positivo per Francia, Paesi Bassi, Regno Unito e Svizzera (tabella V.3). In particolare, fin dai primi anni novanta la Francia, il Regno Unito e la Svizzera hanno sempre registrato differenze positive, pari in media a 1, 4 e 2 punti percentuali rispettivamente. È interessante notare come in tutti questi paesi la redditività netta degli IDE abbia apportato il contributo positivo maggiore al saldo dei redditi negli ultimi cinque anni.



Investimenti diretti esteri, 2000-04					
In percentuale					
	Attività		Passività		Differenza
	Quota sul totale	Rendimento	Quota sul totale	Rendimento	Rendimento
Stati Uniti	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Paesi Bassi ¹	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Svizzera ¹	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Regno Unito ¹	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
Francia	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Svezia	43,8	5,4	27,1	5,8	-0,3
Portogallo ²	13,5	3,5	16,3	4,1	-0,6
Spagna ¹	29,6	3,6	23,4	4,2	-0,6
Germania ¹	18,3	2,1	16,8	3,0	-1,0
Danimarca	26,5	5,4	23,9	6,5	-1,1
Italia	15,9	2,1	11,0	3,6	-1,5
Grecia	10,2	1,2	10,0	2,6	-1,5
Austria ¹	12,4	7,1	11,3	9,1	-2,0
Islanda ¹	20,4	13,1	6,3	15,3	-2,2
Australia	38,7	5,4	27,6	7,5	-2,2
Giappone	9,5	5,0	3,9	7,5	-2,4
Finlandia ¹	27,8	8,4	11,9	11,5	-3,0
Canada ¹	44,4	3,9	31,0	7,5	-3,6
Nuova Zelanda	21,3	2,4	34,1	8,8	-6,4
Irlanda ³	5,9	8,8	15,6	19,3	-10,5

¹ Le attività e passività per IDE sono segnalate al valore contabile, anziché al valore di mercato. In base alle statistiche nazionali di Francia, Stati Uniti e Svezia, il rapporto fra valore di mercato e valore contabile varia tra 1¼ e 1¾; di conseguenza, i rendimenti sulle attività e le passività di questi paesi potrebbero essere sovrastimati per un fattore compreso tra questi due valori. ² Stock a costi correnti.
³ 2002-04.

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

Per spiegare lo scarto di rendimento positivo tra gli investimenti diretti statunitensi all'estero e quelli esteri negli Stati Uniti sono state avanzate quattro ipotesi: a) i primi sono più rischiosi dei secondi; b) i residenti statunitensi investono in attività a più alto contenuto di conoscenza (la cosiddetta "materia oscura", come ad esempio proprietà intellettuale e marchi), le quali, benché non quantificate, generano comunque reddito; c) la maturità media degli IDE negli Stati Uniti è ancora relativamente bassa; d) il contesto fiscale incentiva le imprese a ridurre al minimo i redditi dichiarati dalle affiliate USA.

La prima ipotesi, secondo cui gli Stati Uniti godrebbero di un premio al rischio sui loro IDE poiché questi vengono effettuati in paesi comparativamente meno sicuri, trova scarsi riscontri. In effetti, tali IDE affluiscono in gran parte a paesi con merito di credito altrettanto alto: più del 50% si dirige in Europa e un ulteriore 15% in Australia, Canada e Giappone; in direzione opposta, oltre il 70% proviene dall'Europa. Inoltre, gli Stati Uniti non paiono ottenere rendimenti più elevati da investimenti in paesi con una minore valutazione del debito sovrano. Infine, i redditi sugli investimenti diretti statunitensi all'estero non appaiono più volatili – né di conseguenza più rischiosi – di quelli esteri nel paese.

Quattro spiegazioni principali alla base del differenziale:

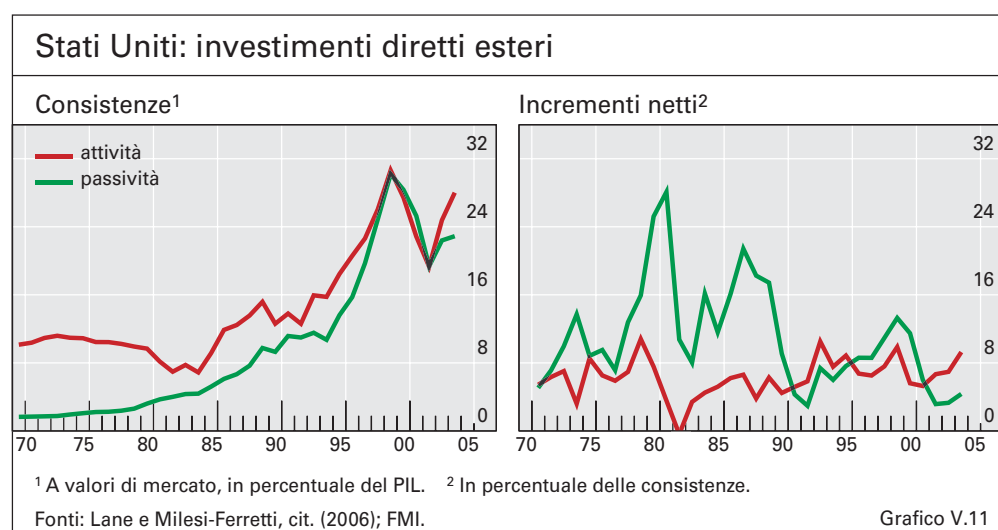
la maggiore rischiosità degli IDE statunitensi ...

... la "materia oscura" ...

L'ipotesi fondata sulla "materia oscura", che ha suscitato notevole interesse di recente, cerca anch'essa di fornire una spiegazione dell'elevata redditività degli IDE statunitensi. Tuttavia, stando ai riscontri internazionali, sarebbe più pertinente chiedersi perché gli investitori esteri ottengano rendimenti così bassi negli Stati Uniti (tabella V.3). Gli investimenti dei residenti statunitensi all'estero producono effettivamente un reddito elevato se paragonato a quello di altre economie. Ciò è tanto più vero se si considera che alcuni paesi misurano le consistenze di IDE non in base al loro valore di mercato ma a quello contabile, il che porta a sovrastimare i rendimenti. Ciò premesso, quel che emerge più chiaramente da un raffronto internazionale è che l'anomalia principale risiede nella redditività degli IDE affluiti agli Stati Uniti, che resta comparativamente bassa anche tenendo conto delle suddette questioni di misurazione. Questo aspetto risulta evidente anche da riscontri a livello micro, secondo cui i rendimenti dei residenti esteri che investono negli Stati Uniti sono esigui anche se rapportati a quelli degli investimenti sull'interno effettuati da imprese USA.

... la relativa maturità degli IDE affluiti agli Stati Uniti ...

Diverse sono le evidenze a sostegno dell'ipotesi secondo cui i redditi prodotti dai nuovi investimenti tenderebbero a crescere nel tempo e gli IDE verso gli Stati Uniti sarebbero relativamente immaturi rispetto a quelli dei residenti statunitensi. Da riscontri effettuati sui bilanci societari si evince che gli utili delle imprese controllate da società estere aumentano nel tempo approssimandosi a quelli delle imprese USA, di riflesso alla più generale correlazione positiva tra profitti e grado di maturità di un investimento rilevata negli studi a livello micro. Inoltre, è ben documentato che, almeno fino agli anni ottanta, in base ai dati di stock gli IDE statunitensi presentavano una maturità più elevata rispetto a quelli affluiti nel paese (grafico V.11). Ciò è in parte riconducibile agli investimenti effettuati dagli Stati Uniti in Europa dopo la seconda guerra mondiale. La rapida progressione degli incrementi netti dello stock di IDE verso gli Stati Uniti osservata negli anni ottanta indica che la loro maturità media potrebbe essere diminuita. In linea con ciò, in quello stesso periodo il differenziale di rendimento sembra in effetti essersi ampliato.



A partire dagli anni ottanta gli stock di attività e passività sono cresciuti a tassi più o meno analoghi, e ciò induce a ritenere che la maturità degli IDE verso gli Stati Uniti si vada mediamente avvicinando a quella degli investimenti diretti USA all'estero. Tale fenomeno implicherebbe un graduale azzeramento dello scarto di rendimento. Tuttavia, sebbene quest'ultimo sia sceso in prossimità della sua media storica, non vi sono indicazioni di un calo in atto, a ulteriore riprova che la maturità relativa può essere solo uno dei fattori alla base del differenziale di rendimento. Inoltre, da un raffronto internazionale non sembra esservi una correlazione robusta tra rendimenti e maturità degli IDE.

Le aliquote fiscali sui redditi societari possono fornire alle imprese di proprietà estera con sede negli Stati Uniti un incentivo a trasferire gli utili al di fuori di questo paese e di conseguenza a segnalare minori flussi di reddito a fronte degli IDE ivi effettuati. L'affiliata USA di una società estera potrebbe trasferire i propri utili alla casa madre ad esempio pagando un prezzo maggiorato per le importazioni dalla casa madre, ovvero applicando nei suoi confronti prezzi all'esportazione ridotti (*transfer pricing*). Il ricorso a tale pratica ridurrebbe i flussi dichiarati di reddito verso i beneficiari di IDE negli Stati Uniti e aumenterebbe il valore degli scambi intragruppo di beni e servizi, senza però influire sul saldo del conto corrente.

... e l'arbitraggio
fiscale

Sotto vari aspetti questa quarta ipotesi sembra effettivamente fornire parte della spiegazione ricercata. Evidenze aneddotiche attestano il ricorso al *transfer pricing*, sebbene vi siano scarsi riscontri diretti di un suo impiego per minimizzare l'imposizione fiscale. Inoltre, le partecipate USA hanno un incentivo a trasferire gli utili alle capogruppo estere, che con gli anni sembra divenuto ancora maggiore. Infatti, mentre nelle economie industriali l'aliquota fiscale media per le imprese è diminuita costantemente a partire dalla fine degli anni ottanta, negli Stati Uniti essa è rimasta sostanzialmente invariata ed è oggi fra le più elevate. Le differenze su base bilaterale possono essere molto consistenti e vengono comunemente ritenute uno dei fattori all'origine del rapido incremento dei flussi di IDE verso paesi quali l'Irlanda. Da ultimo, non mancano indicazioni secondo cui l'arbitraggio fiscale influirebbe anche sugli utili reinvestiti segnalati, che rappresentano un'importante componente di reddito per gli IDE statunitensi in dollari, ma non per quelli affluiti agli Stati Uniti.

In sintesi, al di là dell'elevata redditività dei loro investimenti all'estero, gli Stati Uniti traggono principalmente vantaggio dal basso rendimento che gli investitori esteri otterrebbero sugli IDE effettuati nel paese. Le due ipotesi più plausibili riconducono questo minore rendimento al fatto che gli IDE negli Stati Uniti sono relativamente recenti e che, per ragioni fiscali, le capogruppo sono incentivate a minimizzare i redditi dichiarati negli Stati Uniti. Tuttavia, i dati disponibili non sono sufficienti a quantificare l'importanza relativa di questi due fattori.

Sostenibilità della posizione netta sull'estero degli Stati Uniti

Qual è la probabilità che l'impatto negativo dell'ampio disavanzo commerciale sulla posizione esterna statunitense sia in futuro compensato da un avanzo nel

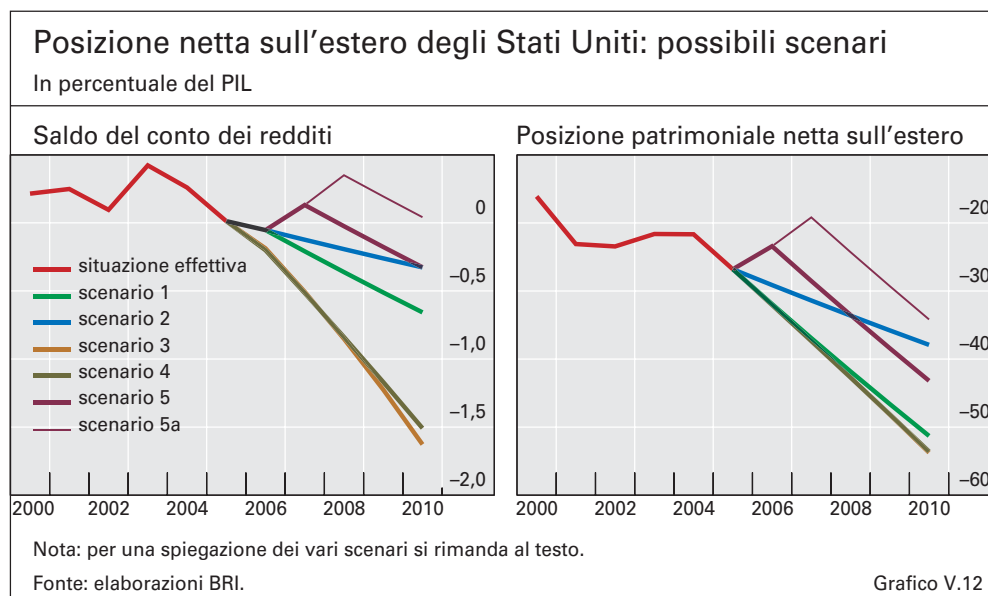
Il conto dei redditi non sembra destinato a rimanere in attivo

conto dei redditi e da effetti di valutazione positivi? I due saldi netti trimestrali negativi del conto dei redditi registrati durante il 2005 stanno a indicare che la posizione sull'estero degli Stati Uniti potrebbe essere prossima al punto in cui i redditi in entrata non sono più sufficienti a controbilanciare quelli in uscita. Più in generale, la risposta a tale quesito dipende dall'andamento dello stock di attività e passività sull'estero, dall'evoluzione dei rendimenti e dalla misura in cui le oscillazioni del cambio e dei prezzi delle attività produrranno effetti di valutazione. La sensibilità della posizione patrimoniale netta e del saldo del conto dei redditi a ciascuno di questi fattori sarà affrontata, nell'ordine, utilizzando cinque scenari.

Quale punto di riferimento per l'analisi, nel primo scenario si ipotizza che le incidenze sul PIL di saldo commerciale, trasferimenti correnti e retribuzioni da lavoro dipendente rimangano costanti rispetto al 2005 e che i rendimenti restino invariati (tabella V.4). La crescita del PIL statunitense in termini nominali viene posta pari al 5,5% l'anno, un valore prossimo all'espansione media rilevata nell'ultimo decennio. Si presume altresì che l'aumento dello stock di attività e passività verso l'estero sia in linea con la crescita nominale del PIL. Inoltre, si effettuano aggiustamenti volti ad assicurare che le variazioni della posizione attiva netta siano coerenti con il valore del saldo del conto corrente in ciascun periodo. In tale scenario, la posizione debitoria aggregata netta sull'estero sale da meno del 25% del prodotto nel 2004 a oltre il 50% entro il 2010 (grafico V.12). Il saldo dei redditi diviene negativo a partire dal 2006 e raggiunge il -0,7% del PIL entro il 2010.

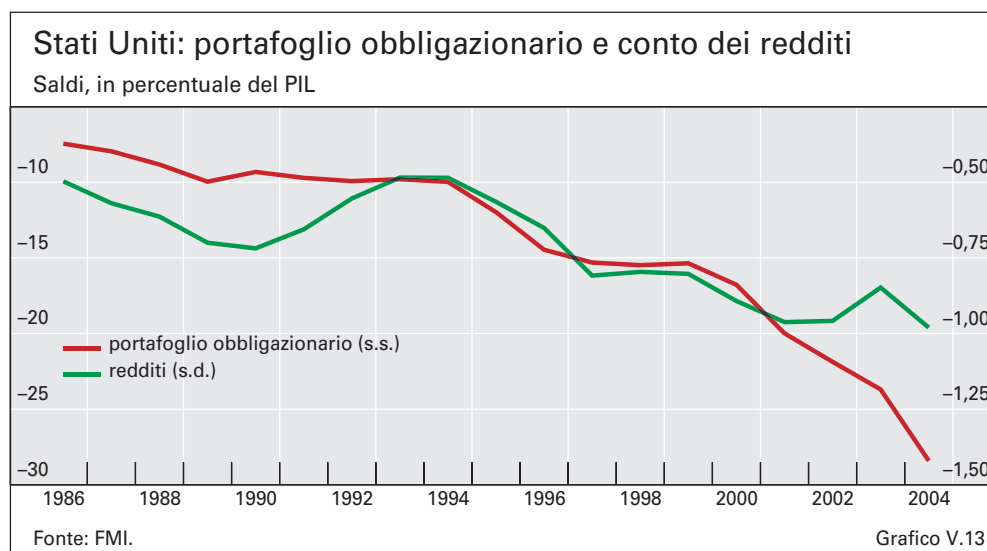
Il secondo scenario verifica la sensibilità della posizione esterna USA a un miglioramento del disavanzo commerciale, che costituisce la parte preponderante del passivo corrente. Esso ipotizza che tale disavanzo scenda dal 5,8 al 3% del PIL nel 2006, per poi mantenersi su tale livello. Ciò produce un effetto immediato: rispetto al primo scenario, la posizione debitoria netta sull'estero si deteriora meno rapidamente e nel 2010 permane comunque inferiore al 40% del PIL. Migliora anche il saldo del conto dei redditi, che tocca il -0,3% del PIL entro il 2010.

Importanza del disavanzo commerciale ...



Posizione esterna degli Stati Uniti						
In percentuale del PIL (rendimenti in percentuale)						
	2005 ¹	Scenari per il 2010				
		1	2	3	4	5
Ipotesi						
Saldo commerciale	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
Rendimenti su:						
attività per IDE	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
passività per IDE	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
attività per investimenti di portafoglio azionari	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
passività per investimenti di portafoglio azionari	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
attività per investimenti di portafoglio obbligazionari ²	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
passività per investimenti di portafoglio obbligazionari ²	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
Risultati						
Saldo del conto dei redditi	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Posizione patrimoniale netta sull'estero						
Attività	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Passività	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
IDE	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
Investimenti di portafoglio azionari	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
Investimenti di portafoglio obbligazionari ²	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5
<p>Nota: l'ipotesi secondo cui le consistenze di attività e passività crescono in linea con il PIL nominale garantisce, <i>ceteris paribus</i>, che l'incidenza di questi stock sul PIL rimanga costante, ma non che la posizione attiva netta equivalga alla posizione attiva netta del periodo precedente più il saldo corrente ed eventuali effetti di valutazione, in base a un'identità contabile. Per assicurare che questa identità sia rispettata, la differenza tra le posizioni attive nette sull'estero generate dall'assunto di base e dalle relazioni contabili in ciascun periodo è sommata alla posizione attiva netta sull'estero nell'assunto di base. In particolare, tale differenza è ripartita fra le quattro classi di passività in proporzione alla loro quota sul totale nel 2004. Una diversa ripartizione condurrebbe a una diversa evoluzione del saldo del conto dei redditi.</p> <p>¹ Dati effettivi per: saldo commerciale, saldo dei redditi e rendimenti sulle attività e sulle passività per IDE. Gli altri rendimenti sono espressi ai valori del 2004. ² Comprendono gli investimenti di portafoglio obbligazionari e di altro tipo.</p>						
Fonte: elaborazioni BRI.						Tabella V.4

Il terzo scenario considera la sensibilità della posizione esterna alle variazioni dei rendimenti originate dalle oscillazioni dei tassi di interesse. In periodi di tassi ufficiali inferiori alla media, i redditi corrisposti tendono a crescere più lentamente dello stock di passività per investimenti di portafoglio (grafico V.13). Durante un ciclo di inasprimenti monetari, come quello iniziato a metà 2004 negli Stati Uniti, i redditi prodotti da tali classi di attività sono destinati ad aumentare. In prospettiva, inoltre, potrebbero venir meno le spinte al ribasso sui rendimenti causate dalla forte domanda di attività liquide e sicure da parte delle banche centrali asiatiche.



... e dell'evoluzione dei rendimenti

Rispetto al primo, questo scenario ipotizza un aumento dei rendimenti sia sulle attività sia sulle passività del portafoglio titoli pari a 0,4 punti percentuali l'anno fino al 2010. Tale assunto si basa sulla correlazione storica fra tassi di interesse e rendimenti sulle passività USA di portafoglio e gli aumenti del tasso sui *federal fund* osservati sinora. I risultati indicano che una crescita dei rendimenti sul debito mobiliare produce un significativo effetto negativo sul saldo del conto dei redditi, determinando un disavanzo pari all'1,6% del PIL entro il 2010 (rispetto allo 0,7% del primo scenario) e un ulteriore deterioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero.

Nel quarto scenario si illustrano gli effetti di un mutamento nella dinamica dei rendimenti sugli IDE. Stando all'analisi che precede, vi sono due fattori che in prospettiva potrebbero risultare rilevanti a questo riguardo. Il primo è che gli IDE affluiti negli Stati Uniti stanno maturando e potrebbero pertanto generare maggiori rendimenti. Il secondo è che le aliquote fiscali cui sono assoggettate le imprese statunitensi sono andate crescendo rispetto a quelle degli altri paesi industriali, e ciò induce a ritenere che gli incentivi a trasferire gli utili al di fuori del paese possano addirittura aumentare, con il rischio di un effetto negativo controbilanciante sui rendimenti degli IDE negli Stati Uniti. Poiché l'analisi non fornisce un'indicazione univoca circa il probabile profilo della redditività degli IDE, si ipotizza uno scenario sfavorevole in cui questa si attesti gradualmente attorno al 6%, un valore intermedio fra i tassi attivi e passivi osservati nel 2005 e prossimo al rendimento medio sulle attività USA a fronte di IDE tra il 2000 e il 2004. Ne risulta peggiorato sia il saldo dei redditi che quello della posizione esterna in misura analoga a quella del terzo scenario.

Anche gli effetti di valutazione potrebbero essere rilevanti

Il quinto scenario considera la sensibilità della posizione patrimoniale statunitense sull'estero agli effetti di valutazione. A differenza di quanto avviene in molti altri paesi, le passività USA sono quasi interamente denominate in moneta locale, mentre le attività sono per due terzi in valuta estera. Circa un quarto di queste attività in valuta è denominato in euro, un quarto in altre monete europee come sterlina e franco svizzero e un altro quarto in dollari canadesi, divise caraibiche e yen. La mancata corrispondenza fra le valute di

attività e passività, combinata con il grado di leva della posizione sull'estero, fa sì che le oscillazioni del cambio possano divenire un'importante fonte di effetti di valutazione. Storicamente, questi ultimi hanno favorito gli Stati Uniti, col risultato che la posizione attiva netta sull'estero si è deteriorata meno di quanto non indicherebbe di per sé il saldo di parte corrente.

Nel quinto scenario si ipotizza che in virtù dell'effetto di valutazione nel 2006 le attività sull'estero aumentino del 10% in rapporto al PIL. In assenza di stime precise, vi sono almeno due indicatori che possono fornire un'idea della probabile ampiezza delle oscillazioni del cambio necessarie a produrre un effetto di valutazione di questa portata. Primo, il fatto che i due terzi delle attività siano in valuta estera sta a indicare che, a parità di altre condizioni, un deprezzamento uniforme del 15% del dollaro USA sarebbe in linea con l'effetto di valutazione ipotizzato. Secondo, le correlazioni storiche indicano che un aumento del 10% nel valore delle attività USA sull'estero si accompagnerebbe a un deprezzamento del cambio effettivo nominale di circa il 25%.

Rispetto al primo, quest'ultimo scenario dimostra che un effetto positivo di valutazione produce un significativo effetto positivo *una tantum* sulla posizione esterna USA. Nonostante un più rapido deterioramento, il saldo del conto dei redditi nel 2010 risulta essenzialmente in linea con quello ipotizzato nel secondo scenario, che postula un miglioramento del deficit commerciale al 3% del PIL. Tuttavia, nel 2010 la posizione attiva netta peggiora molto di più nel quinto scenario che nel secondo. Lo scenario 5a mostra l'impatto di due effetti consecutivi di valutazione del 10% nel 2006 e 2007. Le conseguenze sono sufficienti ad assicurare che fino al 2010 il saldo del conto dei redditi resti in attivo e che l'incidenza sul PIL delle attività nette sull'estero cali non più di 10 punti percentuali.

In sintesi, per migliorare la posizione esterna degli Stati Uniti sarebbe anzitutto auspicabile un miglioramento del saldo commerciale, che rallenterebbe il deterioramento della posizione attiva netta. Anche gli effetti di valutazione positivi connessi con un deprezzamento del dollaro potrebbero svolgere un ruolo rilevante; tuttavia, a causa del loro effetto *una tantum*, a meno che non si ripetano, essi sono destinati a posticipare più che a compensare definitivamente il peggioramento della posizione esterna. Anche le variazioni dei rendimenti rappresentano un fattore in grado di influire in misura significativa sul saldo dei redditi e sulla posizione patrimoniale netta sull'estero; tuttavia, data la relazione storica fra tassi di interesse e rendimenti del debito, è presumibile che tali variazioni – lungi dal migliorarla – contribuiscano ad aggravare ulteriormente la posizione esterna.