

VI. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

I movimenti dei principali rapporti di cambio durante il primo semestre 1998 sono in larga misura attribuibili agli andamenti ciclici attuali e prospettici. La crisi russa di metà agosto ha destato timori circa la vulnerabilità dell'economia statunitense e ha invertito la tendenza ascendente del dollaro nei confronti del marco tedesco e dello yen. Fattori tecnici non direttamente connessi alle grandezze economiche fondamentali hanno amplificato il cedimento della valuta USA, in particolare verso quella giapponese. L'entità di tali oscillazioni ha riproposto gli interrogativi sulla sostenibilità nel lungo periodo del disavanzo corrente statunitense.

Le crisi che hanno colpito la Russia nell'agosto 1998 e il Brasile agli inizi del 1999 evidenziano la persistente fragilità delle economie emergenti. Sebbene in molti paesi – segnatamente in Asia – i cambi si siano stabilizzati nel corso del 1998, il volume di attività su questi mercati è rimasto contenuto e ben al disotto dei picchi raggiunti nel 1996.

L'introduzione dell'euro ha fatto seguito a un anno di convergenza e stabilità valutaria in Europa. Nei suoi primi mesi di esistenza, la nuova moneta si è deprezzata per effetto di fattori ciclici. Da essa è lecito attendersi notevoli cambiamenti strutturali sui mercati dei cambi, sebbene non sia ancora possibile quantificare la misura in cui verrà utilizzata a fini di transazione, di riserva, d'investimento e di ancoraggio.

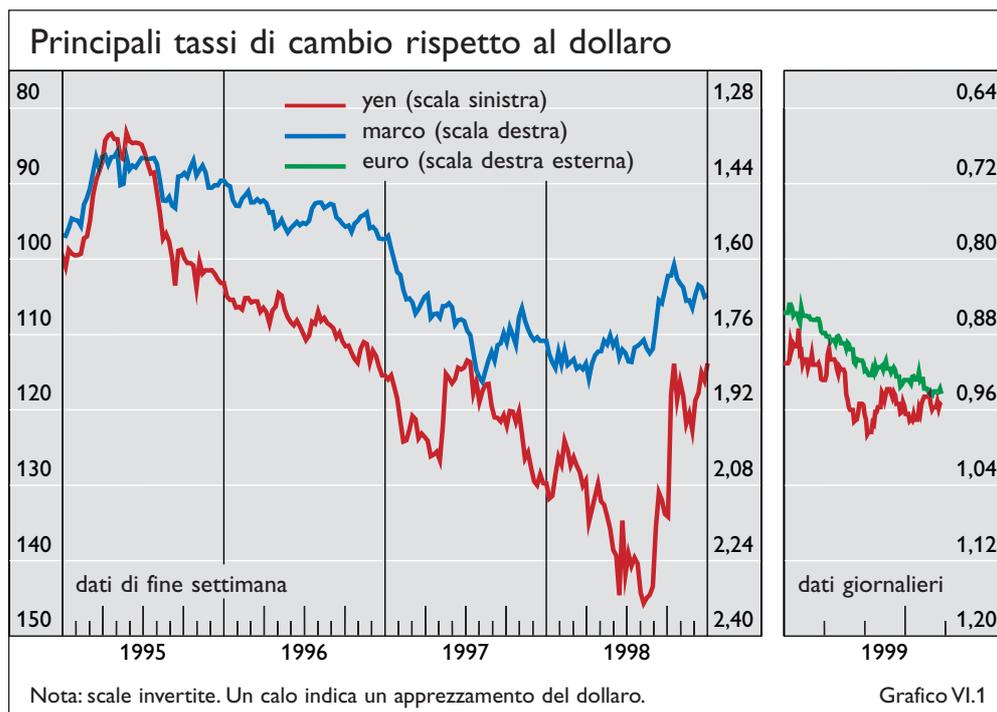
Dollaro, yen, marco ed euro

Determinanti cicliche e tecniche del cambio del dollaro

Gli ampi movimenti delle principali valute nel primo semestre 1998 sono principalmente riconducibili alla forza relativa dell'economia reale e alle prospettive inflazionistiche negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania. A partire dall'estate essi hanno tuttavia preso a riflettere l'interazione tra le suddette determinanti cicliche e altri fattori "tecnici".

La fase di vigore del dollaro rispetto allo yen e al marco tedesco, iniziata nella primavera 1995, si è protratta fino all'estate 1998 (grafico VI.1). Ciò ha consentito alla moneta USA di guadagnare nel giro di un triennio il 36% sulla divisa tedesca e l'81% su quella giapponese e ne ha riportato i cambi ai livelli più elevati dagli inizi degli anni novanta. Come in passato, la forza del dollaro rispetto allo yen fino ad agosto è stata sostenuta da indicazioni persistenti di una robusta crescita economica negli Stati Uniti e di una stentata dinamica del prodotto in Giappone. Tali andamenti ciclici hanno suscitato aspettative di un inasprimento della politica monetaria statunitense e di un allentamento di quella nipponica,

Le tre monete principali reagiscono agli andamenti ciclici



riflesse nell'ampliarsi dei differenziali sui tassi a termine (grafico VI.2). I timori connessi alla fragilità del settore bancario giapponese possono avere accentuato la debolezza dello yen.

Nello stesso periodo il cambio marco/dollaro ha seguito un andamento molto meno definito. La moneta USA, che tra gennaio e gli inizi di aprile aveva seguito un corso ascendente culminato a quota DM 1,85, il mese successivo ha perso il terreno guadagnato allorché la diffusione di nuovi dati indicativi di un consolidamento della ripresa in Germania orientava le attese verso un inasprimento monetario da parte della Bundesbank. Sul marco ha altresì influito favorevolmente l'ulteriore convergenza dei tassi ufficiali in Europa, che stava a indicare una maggiore fiducia nell'introduzione ordinata dell'euro. La fine delle incertezze – segnata dall'annuncio ufficiale del 3 maggio con cui si precisavano le monete che sarebbero confluite nell'euro, la procedura di determinazione delle relative parità bilaterali e la composizione del Comitato esecutivo della Banca centrale europea – ha concorso a riportare il marco a quota DM 1,76 sul dollaro. In giugno e agli inizi di luglio la valuta tedesca cedeva parte di questo apprezzamento tornando a DM 1,82. Tale regressione potrebbe avere riflesso i ripetuti attacchi portati al rublo russo a partire da fine maggio e la percezione allora prevalente sui mercati dei capitali che i legami finanziari e commerciali della Germania con la Russia rendevano la prima relativamente più vulnerabile.

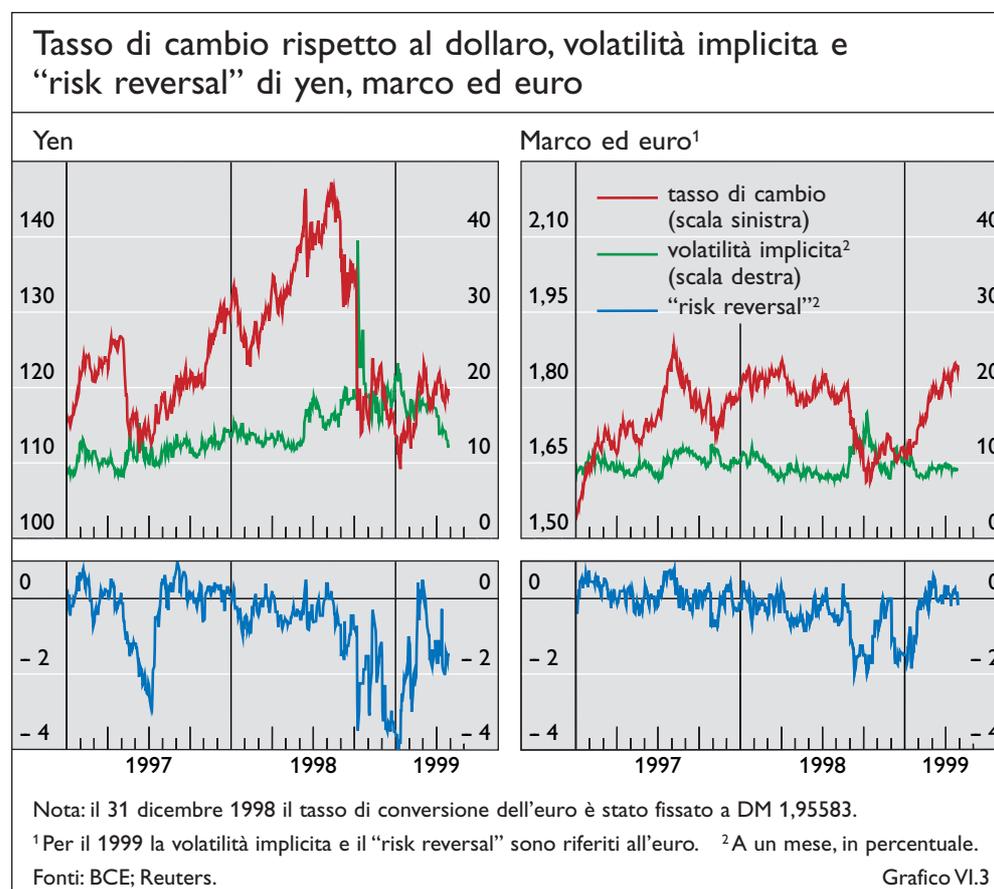
A metà agosto l'annuncio ufficiale della fluttuazione del rublo e di una moratoria unilaterale sul debito russo ha fatto temere una propagazione della crisi all'America latina (Capitolo III). Negli Stati Uniti e soprattutto in Europa i corsi azionari hanno subito una forte caduta. In aggiunta, gli operatori hanno iniziato ad attendersi un allentamento monetario da parte della Riserva federale. Queste aspettative sono state poi convalidate dalla decisione statunitense di abbassare i tassi in tre riprese fra settembre e novembre (Capitolo IV). In un contesto siffatto il dollaro ha accusato una marcata flessione in due distinti

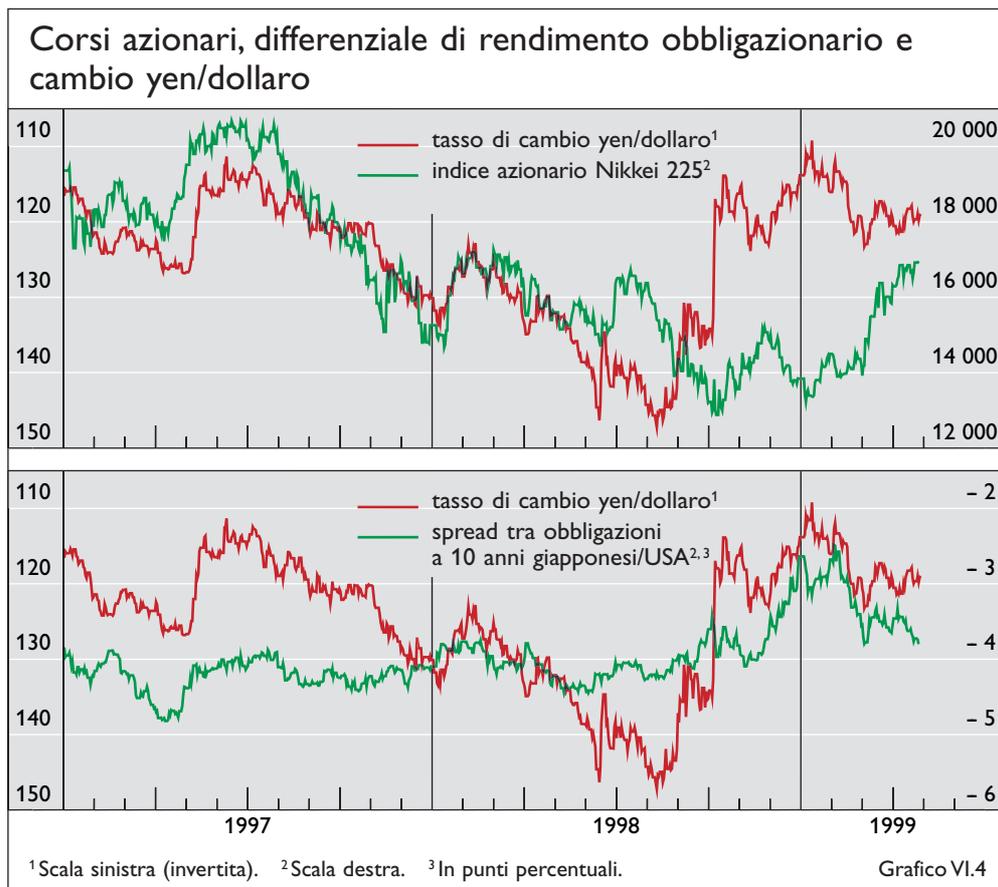
Marchio cedimento del dollaro dopo la crisi russa

Fattori ciclici
pesano sul dollaro

Per chiarire quanto è avvenuto tra settembre e ottobre occorre distinguere tra le determinanti connesse agli andamenti ciclici e ad altre grandezze economiche fondamentali e quelle tecniche ascrivibili alle condizioni specifiche del mercato. Il mutare delle prospettive delle tre principali economie può avere favorito il marco e lo yen rispetto al dollaro. Ciò sembra spiegare almeno in parte il deprezzamento della moneta USA nei confronti di quelle tedesca e giapponese agli inizi di settembre. Tale regresso era coerente con la diffusione dei timori circa la vulnerabilità dell'economia statunitense alle ricadute della turbolenza finanziaria in America latina e con il corso cedente dei mercati azionari USA a fine agosto e ai primi di settembre. Esso era altresì in linea con lo spostamento delle attese verso un allentamento della politica monetaria degli Stati Uniti e con il calo dei rendimenti obbligazionari statunitensi nello stesso periodo.

I suddetti fattori non sembrano tuttavia spiegare la caduta del dollaro ai primi di ottobre. Anzitutto il calo dei prezzi delle attività negli Stati Uniti pareva essersi arrestato. Per giunta i mercati azionari giapponesi, che avevano seguito alquanto da vicino la discesa dello yen a partire dal 1997, non hanno accompagnato la moneta nazionale nella ripresa di settembre e ottobre. Questo episodio contrasta nettamente con la correlazione positiva registrata tra l'andamento del listino azionario nipponico e quello del cambio yen/dollaro fra gennaio 1997 e luglio 1998, la quale era dovuta al fatto che su entrambi avevano pesato i timori connessi alla debole dinamica del prodotto e alla fragilità del settore bancario in Giappone (grafico VI.4). Esso induce a ritenere che agli inizi di ottobre le attese





a riguardo dell'economia nipponica fossero rimaste invariate. Inoltre non vi era alcun segno che la ripresa economica tedesca stesse accelerando.

Neanche l'inconsueta entità della caduta del dollaro, soprattutto nei confronti dello yen, è spiegata da fattori ciclici. Su di essa possono invece avere agito determinanti tecniche non connesse agli andamenti dell'economia reale nei tre principali paesi. Un'interpretazione possibile consiste nel fatto che in settembre e ottobre società d'investimento e hedge funds con un'elevata leva finanziaria potrebbero avere chiuso le consistenti posizioni corte in yen che avevano accumulato per lucrare i bassi costi di finanziamento in quella moneta. La liquidazione di queste operazioni di "yen carry" potrebbe aver accentuato il cedimento del dollaro attraverso due canali. In primo luogo è possibile che la base di capitale di questi investitori sia stata intaccata gravemente dal calo dei prezzi delle attività a seguito della crisi russa e che gli aggiustamenti dei margini innescati da tali ingenti perdite abbiano costretto i suddetti operatori a chiudere le loro posizioni di "yen carry" facendo impennare la domanda di yen. Questo meccanismo contribuirebbe a spiegare l'entità del cedimento del dollaro agli inizi di settembre.

In secondo luogo è lecito supporre che lo "yen carry" abbia agito nel senso di amplificare gli shock originati sul mercato yen/dollaro. Agli inizi di ottobre gli operatori sembrano avere riveduto le loro attese sui movimenti yen/dollaro nel breve periodo. Tale mutamento repentino potrebbe avere indotto gli investitori ad annullare le posizioni in parola, deprimendo ulteriormente i corsi del dollaro. All'intensità delle oscillazioni del cambio yen/dollaro

Hedge funds con un'elevata leva finanziaria accentuano la caduta del dollaro attraverso due canali

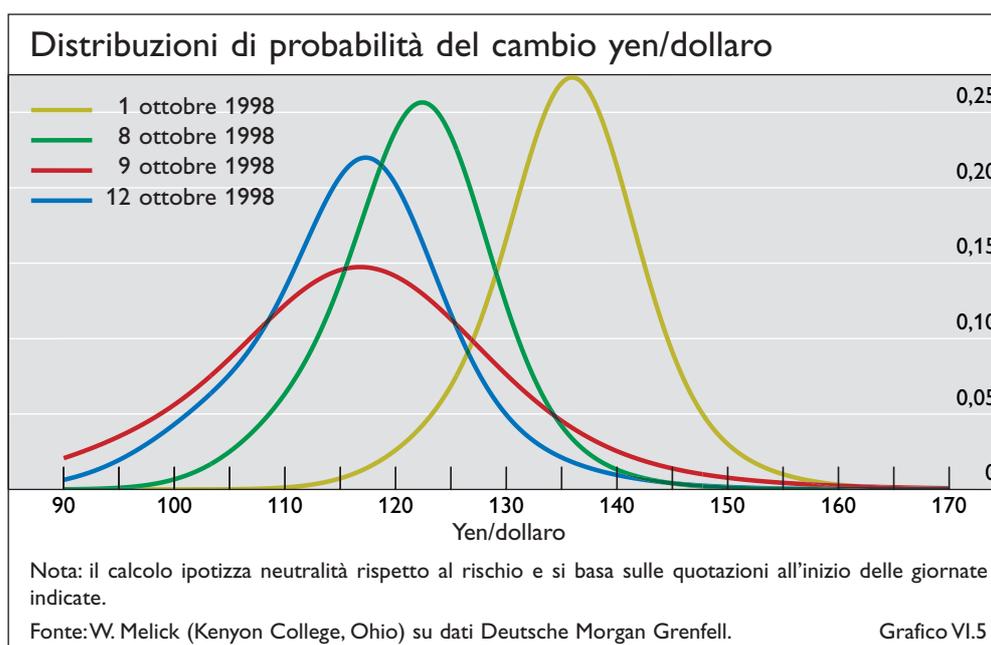
il 7 e 8 ottobre 1998 può avere contribuito la liquidazione massiccia di tali posizioni.

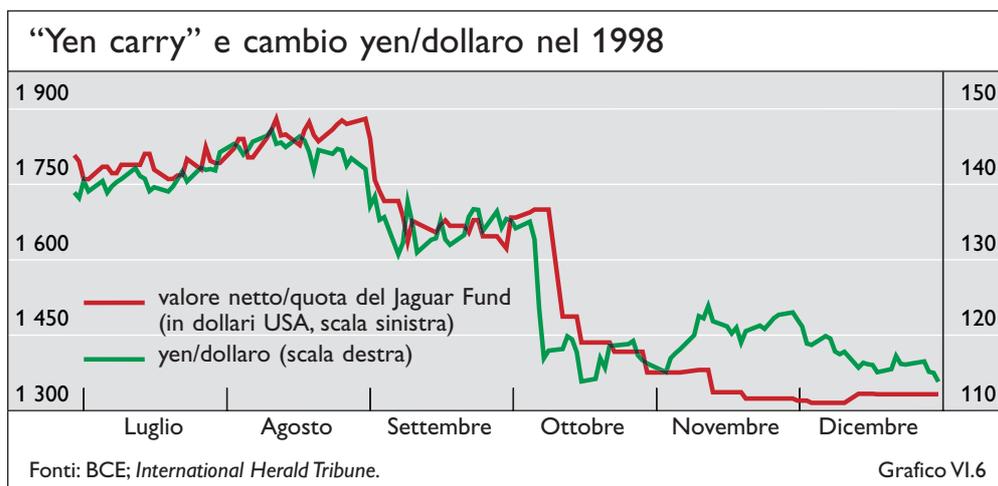
Le distribuzioni di probabilità stimate a partire dai corsi delle opzioni confermano un mutamento deciso del clima di mercato attorno a tali date (grafico VI.5). Nella prima settimana di ottobre esse sono indicative di un cambiamento graduale nella percezione dei rischi da parte degli operatori, i quali passano ad attribuire maggior peso a un pronunciato rafforzamento, anziché indebolimento, dello yen nel breve periodo (le funzioni di densità nel grafico assumono una maggiore dissimmetria a sinistra). Il 7 e 8 ottobre, tuttavia, il cambiamento si fa netto: il mercato propende decisamente verso la possibilità di un consistente apprezzamento dello yen e l'incertezza cresce notevolmente (un forte aumento della varianza nella distribuzione di probabilità). Le condizioni di mercato si normalizzano in una certa misura il 12 ottobre con l'attenuarsi delle incertezze sul futuro andamento del cambio yen/dollaro.

L'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati del 1998 fornisce due riscontri indiretti del fatto che gli investimenti all'estero venivano finanziati raccogliendo fondi a basso costo in yen. Il primo consiste nel fatto che tra il 1995 e il 1998 è aumentato decisamente il numero di opzioni yen/dollaro negoziate fuori borsa. Il secondo è che negli stessi anni il volume di contrattazioni in yen sui mercati a pronti e a termine misurato a cambi costanti ha registrato un ritmo di crescita eccezionalmente elevato. Per giunta, la consistente perdita di valore netto di un importante hedge fund attorno alle due giornate di maggiore apprezzamento dello yen (grafico VI.6) testimonia l'entità del ricorso a operazioni di "yen carry" da parte di investitori a elevata leva finanziaria.

Il ruolo degli hedge funds tra settembre e ottobre 1998 ha varie implicazioni potenziali sul piano delle politiche. Negli ultimi tempi l'attenzione si è concentrata spesso sul debito estero accumulato dagli Stati Uniti a partire dagli anni ottanta. Il marcato cedimento del dollaro mostra come sui movimenti del

Implicazioni
sul piano delle
politiche





cambio a breve termine possano influire in modo consistente non soltanto i livelli di indebitamento ma anche le modalità di finanziamento del debito accumulato. Quest'ultimo può essere assorbito su base non coperta da investitori con una prospettiva di lungo periodo, quali ad esempio le compagnie assicurative e i fondi pensione, che possono agevolmente sostenere shock temporanei sui propri portafogli. Tali operatori eserciteranno un effetto generalmente stabilizzante sul dollaro in quanto tendono a non reagire agli andamenti di breve periodo. Peraltro, anche gli investitori con un forte leverage esposti agli shock che interessano la propria base di capitale potrebbero detenere le posizioni valutarie scoperte associate al debito. Tuttavia, poiché tendono a rispondere in modo estremamente rapido ed energico alle perdite sui loro portafogli, essi possono concorrere ad accentuare la volatilità del dollaro cercando periodicamente di coprirsi. Questa categoria di investitori sembra essere stata particolarmente attiva nel 1998. L'andamento futuro della moneta statunitense potrebbe pertanto dipendere in una certa misura dal ruolo relativo delle due tipologie di investitori, sempre che una più elevata volatilità del cambio non induca chi investe di norma in un'ottica di più lungo periodo, soprattutto in Giappone, a coprire maggiormente le proprie esposizioni. Ciò potrebbe costituire un'ulteriore fonte di variabilità a breve del cambio e di generali pressioni al ribasso sul dollaro nel periodo di aggiustamento.

Dopo i minimi di DM 1,61 e ¥114 toccati a metà ottobre, la moneta statunitense è risalita rispetto a entrambe le valute attestandosi a metà novembre su quota DM 1,69 e ¥124. Nei due mesi successivi lo yen ha tuttavia recuperato il terreno perso contro il dollaro. Tale progressione si è accompagnata al netto aumento dei tassi sulle obbligazioni di Stato giapponesi, passati da circa l'1% a quasi il 2,5%, e al conseguente assottigliarsi dello spread tra i rendimenti obbligazionari USA e quelli nipponici. L'impennata dei tassi giapponesi a lunga, generalmente attribuita a una modifica temporanea dell'equilibrio tra l'offerta e la domanda di titoli di Stato in Giappone, sembra avere costituito il fattore principale di rafforzamento dello yen. Anche i timori connessi all'accrescersi del disavanzo corrente statunitense, che ha raggiunto livelli record nel terzo trimestre 1998, possono avere concorso al deprezzamento del dollaro nei confronti dello yen. L'ascesa di quest'ultimo si è arrestata soltanto con

I movimenti dell'euro riflettono le prospettive di crescita economica

l'intervento della Banca del Giappone il 12 gennaio 1999 allorché il cambio con la moneta statunitense si avvicinava a ¥108. Tra metà gennaio e metà febbraio, in corrispondenza di un allentamento della politica monetaria nipponica e soprattutto a seguito della revoca della decisione del Trust Fund Bureau di ridimensionare gli acquisti di titoli di Stato giapponesi, il dollaro è rimbalzato a ¥120.

L'introduzione dell'euro il 1° gennaio 1999 ha indotto una forte domanda della nuova moneta, che lo stesso giorno si è apprezzata sul dollaro passando da \$1,1668 (la quotazione di chiusura dell'ecu al 31 dicembre 1998) a \$1,18. Poco dopo, tuttavia, nelle valutazioni degli operatori sono tornate a pesare le incertezze a riguardo della crescita e della disoccupazione persistentemente elevata in una parte significativa dell'area dell'euro. Il progressivo deprezzamento della moneta unica tra gennaio e aprile 1999 è riconducibile al diverso andamento dell'attività economica negli Stati Uniti rispetto a buona parte dell'area dell'euro. I dati ufficiali pubblicati agli inizi del 1999 confermavano il sorprendente vigore dell'economia statunitense, con un aumento del PIL nell'ultimo trimestre 1998 pari al 6,1% su base annua. Per contro in alcuni paesi dell'area dell'euro, e soprattutto in Germania, la dinamica del prodotto risultava alquanto più debole del previsto. Ciò ha spostato a favore del dollaro le attese sui tassi d'interesse a breve, come illustrato dall'allargarsi del differenziale tra i rendimenti a termine impliciti degli Stati Uniti e quelli dell'area dell'euro. Sebbene l'entità dell'allentamento monetario deciso dalla BCE l'8 aprile abbia colto il mercato di sorpresa, nelle giornate successive l'euro non ha registrato variazioni di rilievo in rapporto al dollaro.

Al deprezzamento dell'euro nei primi mesi del 1999 potrebbe avere altresì concorso l'equilibrio tra domanda e offerta sui mercati obbligazionari europei. Se raffrontata al notevole interesse degli emittenti verso le obbligazioni internazionali denominate in euro, la domanda di tali strumenti da parte dei gestori di portafogli appare modesta. A metà aprile l'euro era sceso a circa \$1,06 sullo sfondo della prosecuzione delle ostilità nella regione balcanica. Nelle settimane successive veniva scambiato a circa \$1,06-1,07, livelli non lontani da quelli impliciti nelle valute della futura area dell'euro nell'aprile 1998. L'indebolimento della moneta unica a partire da gennaio è stato ordinato, come indicato dai livelli piuttosto bassi di volatilità effettiva e implicita. Più in generale, le incertezze aggiuntive dovute al fatto che si trattava di una nuova moneta sono state molto contenute visto che rispetto al dollaro l'euro ha espresso una volatilità simile a quella del marco tedesco, del franco francese e di altre valute europee nel 1998.

Prospettive di lungo termine a riguardo del dollaro

L'andamento del dollaro può avere effetti stabilizzanti nel medio periodo ...

Il rafforzamento tendenziale del dollaro tra la primavera 1995 e l'estate 1998 e la successiva caduta e ripresa delle sue quotazioni ripropongono il tema delle diverse prospettive a medio e lungo termine della moneta USA. Considerato in un'ottica di medio periodo e in termini di flussi, l'andamento del cambio nel periodo menzionato sembra coerente con le posizioni cicliche relative. Il rialzo della valuta statunitense aveva contribuito a riorientare la domanda aggregata mondiale dalle economie in forte crescita verso altre meno dinamiche. Lo stesso vale per l'apprezzamento del dollaro rispetto all'euro nel primo scorcio del 1999.

Stime del valore di equilibrio di lungo periodo del dollaro				
	Tasso di mercato ¹	PPA ²	PPA tendenziale ³	Tasso di cambio di equilibrio fondamentale ⁴
Yen/dollaro	119	163	102	100
Dollaro/euro	1,06	1,05	1,15	1,25–1,30

¹ Il 29 aprile 1999. ² OCSE, 1998 per yen/dollaro e 1996 per dollaro/euro "sintetico". ³ Warburg Dillon Read, inizio 1999. ⁴ Institute for International Economics, inizio 1999. Tabella VI.1

In una prospettiva storica, tuttavia, l'ascesa del dollaro appare più difficile da spiegare. Il valore di equilibrio di lungo periodo di un tasso di cambio viene stimato di norma in due modi, entrambi necessariamente imprecisi. Il primo, che prende in considerazione il potere d'acquisto relativo delle monete, induce a ritenere che l'attuale quotazione del dollaro sia in certa misura superiore al suo valore di equilibrio di lungo periodo rispetto allo yen e all'euro (tabella VI.1). Il secondo, che rapporta la moneta USA alle stime inevitabilmente approssimative del suo valore di equilibrio fondamentale (vale a dire del livello compatibile con un rapporto stabile fra debito esterno e prodotto sul lungo periodo), produce risultati analoghi.

Nel 1998 l'ampliarsi del disavanzo commerciale e il crescente onere del servizio del debito hanno sospinto il deficit corrente degli Stati Uniti fino al livello record di \$233 miliardi. Ciò ha fatto crescere le passività esterne nette del paese dal 16 a circa il 19% del PIL. Gli effetti della posizione debitoria netta sul futuro onere dei relativi interessi risultano tuttavia mitigati dal fatto che i rendimenti sulle attività esterne degli Stati Uniti sono tradizionalmente più elevati di quelli sulle passività. Il saldo dei redditi è diventato negativo soltanto nel 1997 e nel 1998 era ancora inferiore all'1% del PIL. Per contro, le attività nette del Giappone verso l'estero, attualmente superiori al 25% del prodotto interno del paese, determinano un afflusso di redditi netti da capitale che rappresenta appena l'1,5% circa del PIL.

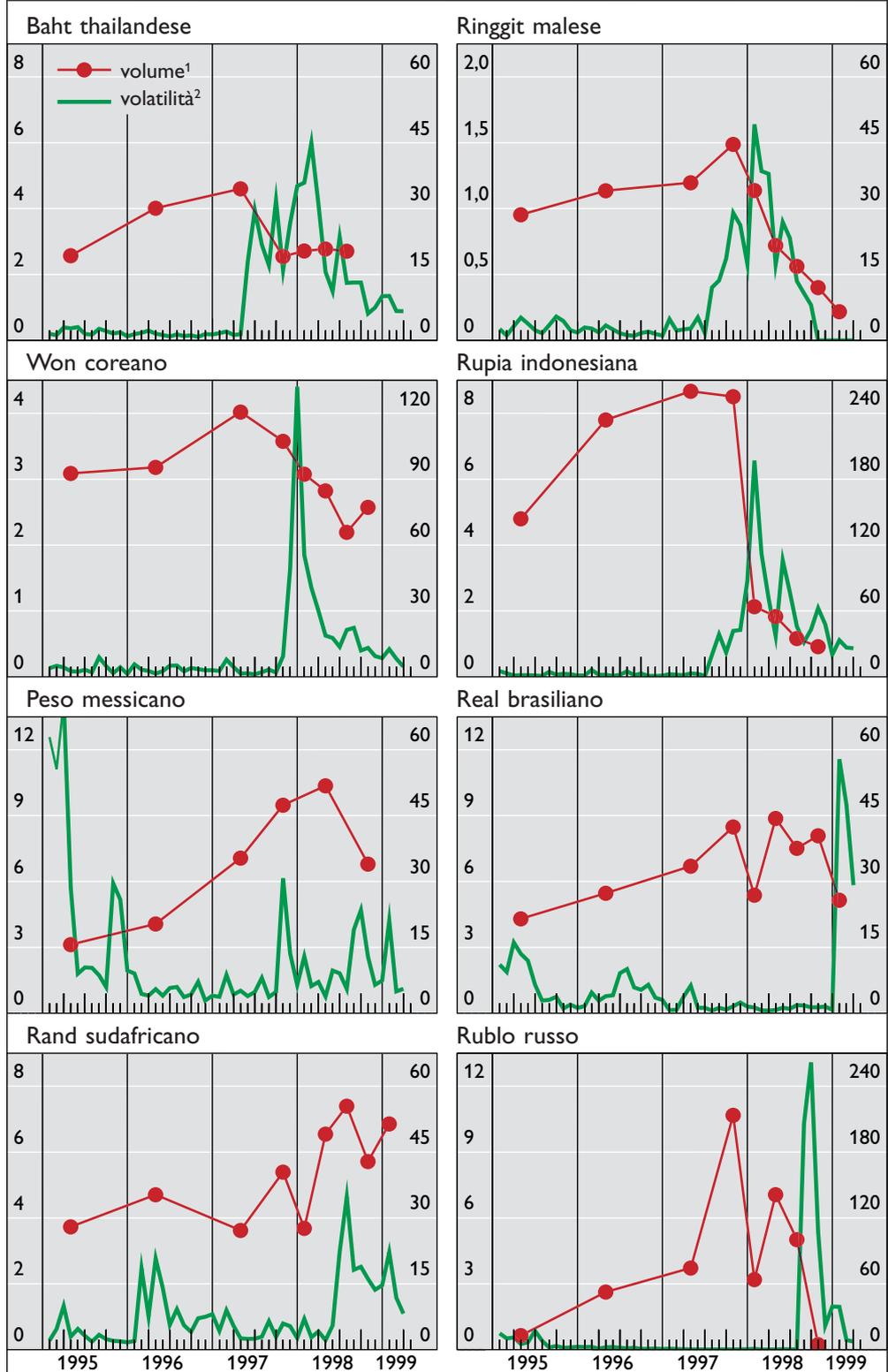
Andamenti nei mercati valutari emergenti

Nel 1998 e agli inizi del 1999 due importanti sviluppi hanno contraddistinto i mercati valutari delle economie emergenti (si veda anche il Capitolo III). In primo luogo nell'agosto dello scorso anno una turbolenza ha interessato il rublo russo per poi estendersi al Messico, dove gli afflussi di capitali sono diminuiti bruscamente e la moneta ha accusato una forte flessione. Nel gennaio 1999 il Brasile è stato costretto a svalutare il real a seguito di intense pressioni speculative. In secondo luogo, dopo la turbolenza che li aveva colpiti a più riprese nel 1997 e agli inizi del 1998, i mercati valutari asiatici hanno mostrato segni di assestamento consentendo alle autorità monetarie di abbassare gradualmente i tassi d'interesse a breve. Come indica l'esempio del won (grafico VI.7), la volatilità del cambio con il dollaro, che era aumentata bruscamente nel 1997 e nel primo scorcio del 1998, è tornata ad avvicinarsi ai livelli precedenti la crisi. Tale andamento si è accompagnato alla stabilizzazione dei mercati finanziari della regione e al miglioramento del quadro economico. Altre valute che avevano

... ma la sua sostenibilità a lungo termine solleva interrogativi

Crisi in Russia e Brasile

Volume delle contrattazioni e volatilità nei mercati emergenti



Nota: vari cambiamenti strutturali sul mercato dei cambi russo hanno concorso al brusco calo del volume delle contrattazioni dopo il luglio 1998.

¹Volume locale giornaliero degli scambi nella rispettiva moneta nel mese indicato (in miliardi di dollari USA, scala sinistra), tranne per Brasile e Messico, il cui volume comprende altre valute (per ulteriori dettagli si veda la tabella VI.5 nella Relazione annuale del 1998). ²Scarto quadratico medio annualizzato su un mese dei movimenti percentuali giornalieri del cambio rispetto al dollaro USA (scala destra).

Fonti: banche centrali; Datastream; elaborazioni BRI.

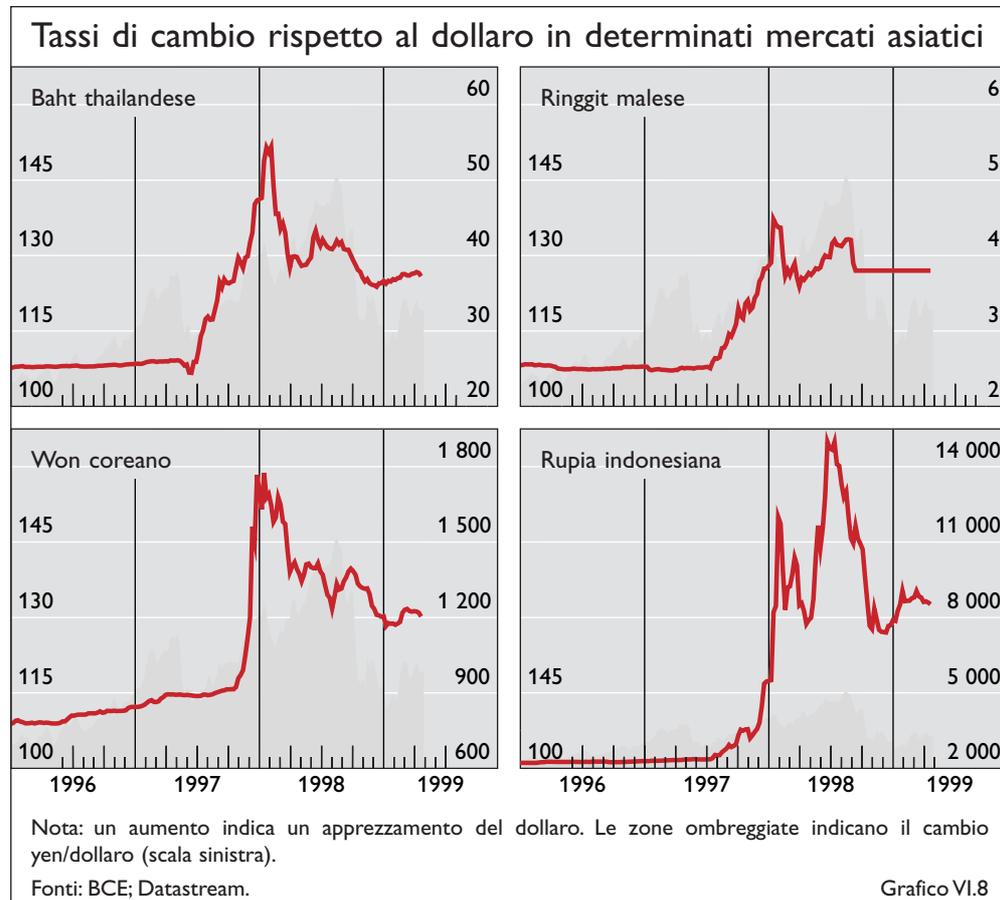
Grafico VI.7

retto meglio alle turbolenze nel 1997, come lo yuan e il dollaro di Hong Kong, sono rimaste stabili per tutto il 1998 e i primi mesi del 1999.

La maggiore stabilità valutaria è in larga misura riconducibile a fattori interni. Ad essa hanno inoltre concorso i movimenti del cambio yen/dollaro e il mutare del rapporto fra le monete asiatiche e tale cambio. Prima dello scoppio della crisi nel 1997, gran parte delle divise dei paesi asiatici emergenti era saldamente ancorata alla valuta USA. Pertanto, gli ampi guadagni messi a segno da quest'ultima nei confronti del marco tedesco e soprattutto dello yen tra il 1995 e il 1997 avevano trovato riflesso in Asia in un sostanziale apprezzamento dei cambi effettivi e quindi in consistenti perdite di competitività. Ciò aveva determinato pressioni sui cambi di molte valute asiatiche, sfociate poi nello sganciamento di queste ultime dal dollaro. Nella seconda metà del 1997 e nei primi sei mesi del 1998 la rupia, il won, il ringgit e il baht hanno mantenuto tale distanza dalla divisa statunitense seguendo invece più da vicino l'andamento cedente dello yen rispetto al dollaro (grafico VI.8). Fino ad agosto 1998 la maggiore affinità con uno yen calante e la minore correlazione con un dollaro in ascesa hanno consentito a tali valute di recuperare competitività. Lo stesso vale per gran parte delle altre divise asiatiche con le eccezioni notevoli di yuan e dollaro di Hong Kong, rimasti saldamente ancorati alla moneta statunitense.

Dal momento che la composizione per settori delle esportazioni cinesi verso Stati Uniti, Unione europea e Giappone è molto simile a quella di Corea, Thailandia e Filippine (tabella VI.2), le cui divise si erano deprezzate in misura sostanziale, l'aggancio dello yuan al dollaro è apparso particolarmente

I mercati valutari asiatici si stabilizzano



Fonti di pressione concorrenziale sulle valute asiatiche									
	Corea	India	Thailandia	Malaysia	Singapore	Indonesia	Filippine	Cina	Taiwan
India	38								
Thailandia	63	44							
Malaysia	66	23	58						
Singapore	53	17	46	56					
Indonesia	37	42	45	41	21				
Filippine	69	38	67	71	51	42			
Cina	55	53	62	43	33	47	55		
Taiwan	69	30	68	58	60	32	60	54	
Hong Kong	52	41	55	45	40	30	56	63	53

Nota: la somiglianza nella composizione merceologica delle esportazioni dai paesi asiatici verso Stati Uniti, Giappone e Unione europea viene misurata dall'indice di Finger utilizzando una ripartizione SITC a due cifre delle esportazioni totali (X_i).

Per due paesi i e j , l'indice di Finger è dato dalla formula:
 $100 \sum_{k=1}^{64} \text{Min} [(X_k^i/X_i^*), (X_k^j/X_j^*)]$, dove 64 rappresenta il numero di settori.

L'indice è compreso tra 0 (dissomiglianza totale) e 100 (identica composizione merceologica delle esportazioni).

Fonti: F.M. Finger e M.E. Kreinin, "A measure of export similarity and its possible uses", *The Economic Journal*, vol. 89, pagg. 905-912; OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella VI.2

vulnerabile quando quest'ultimo si è avvicinato a quota ¥150 a metà agosto 1998. I timori connessi al possibile sganciamento dello yuan dalla moneta USA si sono tuttavia attenuati nelle sei settimane successive, allorché il dollaro ha perso circa un quarto del suo valore rispetto allo yen. Nel contempo, le altre divise asiatiche hanno cessato di seguire lo yen e sono tornate a oscillare in sintonia con un dollaro calante.

Dopo il gennaio 1999 le valute asiatiche hanno ripreso a mostrare una maggiore correlazione con l'andamento dello yen. Il fatto che a partire da metà 1997 la maggioranza delle monete asiatiche abbia teso a seguire molto da vicino la valuta – dollaro o yen – che al momento si stava deprezzando sembra indicare l'emergere di un approccio più eclettico alla gestione dei cambi nella regione. Un'eccezione è costituita dalla Malaysia, la quale ha ancorato la sua moneta al dollaro nel settembre 1998 e ha introdotto severi controlli sui movimenti di capitale, parzialmente allentati agli inizi del 1999.

Sebbene nel 1998 i cambi asiatici si siano stabilizzati, il crollo del rublo in agosto, le pressioni sul peso messicano nei mesi successivi e l'attacco speculativo al real brasiliano culminato nella sua fluttuazione nel gennaio 1999 attestano la persistente vulnerabilità delle valute dei paesi emergenti. Per giunta, i dati relativi al volume di contrattazioni sui mercati dei cambi negli ultimi anni sono indicativi di un perdurante ristagno dell'attività (grafico VI.7). Di fatto, in taluni casi, come quello indonesiano e malese, tale volume è calato rispetto al 1995. Questa situazione è coerente con l'inversione dei flussi di capitale verso i mercati emergenti descritta nel Capitolo VII. Dall'agosto 1998 essa ha altresì riflesso la fuga mondiale verso la qualità e la liquidità (Capitolo V) successiva alla crisi russa.

Il grafico VI.7 mostra due diversi tipi di nesso fra l'attività sui mercati e la volatilità. Analogamente a quanto avviene di norma per i listini azionari, nel 1998

L'attività rimane sottotono

la maggiore volatilità sul mercato valutario sudafricano si è accompagnata a una crescita del volume delle contrattazioni. Viceversa, sui mercati colpiti da forti turbolenze – come quello indonesiano nel 1997 e agli inizi del 1998 e quello russo nell'estate 1998 – la correlazione fra volatilità e attività è inversa. Nel caso russo, ad esempio, il volume di contrattazioni in valuta era cresciuto a un ritmo estremamente rapido tra il 1995 e il 1997. Dopo il crollo del rublo l'attività si è quasi completamente esaurita, verosimilmente anche per effetto dei cambiamenti strutturali che hanno interessato il mercato.

Tassi di cambio intraeuropei

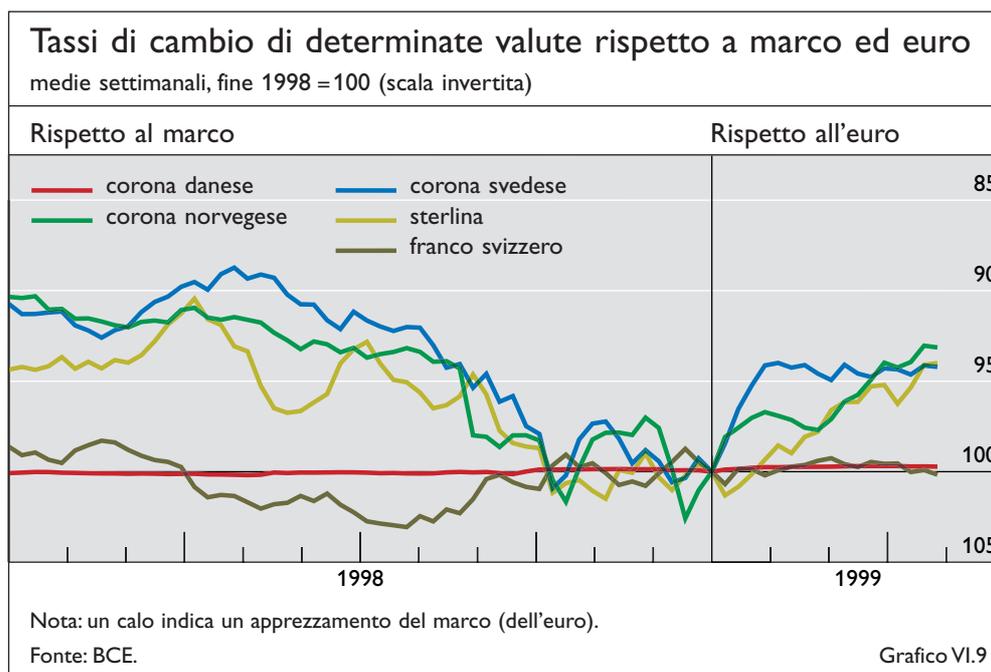
Nel 1998 i mercati valutari europei sono stati contraddistinti da un'ordinata transizione all'unione monetaria e da una singolare stabilità nel contesto di turbolenza che ha caratterizzato i mercati finanziari mondiali. Nel primo semestre dell'anno la convergenza dei tassi ufficiali e dei rendimenti obbligazionari in Europa si è accompagnata a cambi intraeuropei stabili e a un calo delle negoziazioni in valuta. L'indagine delle banche centrali del 1998 segnala un notevole ridimensionamento della quota di contrattazioni in marchi tedeschi contro franchi francesi sui mercati a pronti, a termine e delle opzioni valutarie tra il 1995 e il 1998. Tale tendenza si è accelerata dopo l'annuncio, il 3 maggio, delle monete che avrebbero partecipato alla UEM e dei livelli ai quali sarebbero state fissate le parità bilaterali.

Nell'agosto 1998, quando la crisi russa ha innescato una fuga mondiale verso la qualità e la liquidità, i mercati valutari della futura area dell'euro sono rimasti singolarmente calmi. Durante i mesi successivi la volatilità rispetto al marco tedesco delle altre monete che sarebbero confluite nell'euro è rimasta contenuta, e verso la fine dell'anno i tassi d'interesse a breve hanno teso a convergere (Capitolo IV) di riflesso agli effetti stabilizzanti dell'approssimarsi dell'unione monetaria. Per contro, tra la fine di agosto e ottobre 1998 il cambio di alcune valute europee non partecipanti è stato oggetto di sollecitazioni. La differenza tra la reazione del marco finlandese e quella della corona norvegese e svedese illustra il ruolo stabilizzante svolto dalla prospettiva di ingresso nell'unione monetaria. Mentre il marco finlandese è rimasto stabile nei confronti di quello tedesco, tra agosto e ottobre la volatilità della corona svedese si è triplicata all'indebolirsi del cambio con la moneta tedesca (grafico VI.9). Nel caso della valuta norvegese a tale effetto si è sommato il perdurante calo dei corsi petroliferi, cosicché le autorità monetarie sono state costrette a rialzare sostanzialmente i tassi ufficiali in agosto e poi a rinunciare all'obiettivo di cambio.

La debolezza della corona svedese nei confronti del marco tedesco per gran parte del 1998 è altresì riconducibile alla rallentata dinamica dell'economia in Svezia, che ha indotto la banca centrale a ridurre ripetutamente i tassi guida. Nell'ultimo trimestre dell'anno la corona si è stabilizzata rispetto al marco. Per giunta, il differenziale tra i rendimenti obbligazionari svedesi e quelli tedeschi si è assottigliato allorché le attese si sono orientate verso un ingresso più ravvicinato della Svezia nella UEM.

Anche l'andamento di due importanti valute europee esterne all'euro – la sterlina e il franco svizzero – ha riflesso i fattori ciclici sottostanti e le connesse

La prospettiva della UEM svolge un ruolo stabilizzante



Sterlina e franco svizzero in sintonia con l'euro ...

risposte della politica monetaria. Il deprezzamento della sterlina sul marco tedesco nei primi nove mesi del 1998 è riconducibile al mutare delle attese di tasso d'interesse nel Regno Unito a seguito della diffusione di dati indicativi di un rallentamento dell'economia britannica. La correzione al ribasso delle aspettative, evidente nei tassi d'interesse a termine impliciti (grafico VI.2), è stata infine convalidata dal graduale calo dei rendimenti britannici a breve tra ottobre 1998 e aprile 1999. Rispetto all'euro, la sterlina si è mantenuta entro una fascia di oscillazione ristretta salendo gradualmente da £0,71 a 0,66 tra gennaio e aprile 1999. Tale apprezzamento in una fase di indebolimento dell'euro nei confronti della moneta USA richiama il comportamento della valuta britannica in rapporto al marco tedesco e al dollaro a partire dai primi anni novanta.

... come in passato con il marco tedesco

Seguendo un andamento analogo a quello osservato in passato, il franco svizzero si è deprezzato nei confronti del marco tedesco durante la fase di indebolimento di quest'ultimo nei primi sei mesi del 1998, per poi rafforzarsi allorché il marco recuperava il terreno perduto sul dollaro nel secondo semestre dell'anno. Rispetto all'euro, il franco è arretrato lievemente fra gennaio e aprile 1999 allorché la nuova moneta scendeva nei confronti del dollaro. I movimenti del franco in rapporto all'euro hanno pertanto riprodotto quelli passati nei confronti del marco. Il desiderio delle autorità elvetiche di mantenere tale correlazione è illustrato dalla manovra monetaria da esse attuata l'8 aprile 1999 in sincronia con la decisione della BCE di abbassare i tassi.

I mercati valutari dopo l'introduzione dell'euro

Nei mesi immediatamente successivi all'introduzione dell'euro l'attenzione si è concentrata sulle variazioni a breve termine del valore della nuova moneta e in particolare sul deprezzamento di quest'ultima nei confronti del dollaro. Tuttavia, dall'avvento dell'euro è lecito attendersi delle modifiche strutturali ai mercati valutari. Tali modifiche, di cui è difficile prevedere il profilo temporale, sono

connesse al futuro ruolo dell'euro come moneta per transazioni, di riserva, d'investimento e di ancoraggio. Sebbene esso rappresenti un'area economica che totalizza il 16% del PIL mondiale e il 30% dell'interscambio globale, quote comparabili a quelle degli Stati Uniti, resta da vedere se l'euro arriverà a eguagliare il peso del dollaro.

L'euro potrebbe diventare importante come moneta di denominazione delle transazioni. L'uso di una divisa sui mercati valutari costituisce un parametro abituale della sua rilevanza come moneta per transazioni. A giudicare dai dati pubblicati nell'indagine triennale del 1998, il dollaro resta di gran lunga la moneta veicolo dominante (tabella VI.3). Tenuto conto della quota di contrattazioni scomparsa con l'avvio della UEM, si stima che esso figuri nel 94% dei contratti a pronti e a termine. Stime basate sul volume di contrattazioni nelle divise della futura area dell'euro nel 1998 indicano che all'inizio della UEM la moneta unica fosse utilizzata in circa il 50% delle operazioni in cambi. Nel lungo periodo è lecito attendersi un incremento della quota dell'euro, la cui entità dipenderà tuttavia dal ruolo svolto da quest'ultimo come valuta di riserva, investimento e ancoraggio.

Per il momento un fatto certo è che l'introduzione della moneta unica ha ridimensionato i mercati dei cambi. Secondo l'indagine dello scorso anno, tra il 1995 e il 1998 la quota di contrattazioni fra le divise dei probabili aderenti alla

Importanza dell'euro connessa al suo ruolo come moneta per transazioni ...

Mercati valutari e UEM						
	Volume delle contrattazioni ¹ nel 1995			Volume delle contrattazioni ¹ nel 1998		
	Totale	Contro dollari USA	Contro valute UEM ²	Totale	Contro dollari USA	Contro valute UEM ²
in miliardi di dollari USA						
Dollaro USA	1 313,4	–		1 741,0	–	
Valute UEM ²	869,8	551,4	201,1 ³	968,4	709,1	125,1 ³
Marco tedesco	583,8	364,9	106,1	602,7	413,1	62,4
Franco francese	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	17,1
Ecu	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,6
Yen	371,4	329,9		407,2	363,3	
Sterlina	139,7	102,8		211,9	159,4	
Franco svizzero	116,3	85,7		138,8	108,7	
Totale	1 571,8	1 313,4		1 981,6	1 741,0	

Nota: i dati in corsivo sono stimati.

¹Volume medio giornaliero, al netto delle duplicazioni per le contrattazioni fra operatori locali. La tabella riporta il totale delle transazioni in cui una determinata divisa costituisce un lato del contratto; pertanto, ogni singola operazione viene conteggiata due volte. Per tenerne conto, il totale (che comprende anche altre valute e valute non identificate) viene diviso per due. ²Nell'indagine indicata in calce, dati disaggregati sono disponibili soltanto per marco tedesco, franco francese, sterlina, ecu e la somma delle altre monete SME. Per stimare il volume relativo alle valute UEM, la somma delle altre monete SME viene disaggregata considerando i volumi di contrattazioni in moneta locale secondo la metodologia seguita nella tabella V.5 della 67ª Relazione annuale. ³Prima dell'avvio della UEM, le transazioni valutarie tra le monete dei probabili aderenti venivano talvolta effettuate per il tramite del dollaro. Di conseguenza, se si sottrae il volume delle contrattazioni all'interno della UEM nel 1998 si ottiene una sovrastima dell'importanza dell'euro, una sottostima dello yen e una stima corretta del dollaro.

Fonti: *Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati*, 1995 e 1998; elaborazioni BRI. Tabella VI.3

Riserve valutarie ufficiali					
	1995	1996	1997	1998	Consistenze a fine 1998
in miliardi di dollari USA					
	Variazioni a tassi di cambio correnti				
Totale	198,5	172,3	52,7	63,8	1 636,1
Paesi industriali	79,3	69,6	-12,0	- 0,5	690,4
Asia ¹	49,4	64,2	8,8	61,9	562,9
America latina ²	21,4	24,0	10,8	- 8,4	132,7
Europa orientale ³	34,6	-2,6	5,1	4,8	73,3
Altri paesi	13,8	17,1	40,0	6,0	176,8
	Variazioni a tassi di cambio costanti ⁴				
Totale	180,8	200,3	111,4	28,8	1 636,1
Riserve in dollari detenute:	142,5	162,1	78,3	25,7	1 144,6
negli Stati Uniti ⁵	106,0	128,0	22,1	- 7,2	727,3
presso banche al di fuori degli Stati Uniti ⁶	-15,4	19,2	- 4,4	- 4,8	117,0
non classificate	51,9	14,9	60,5	38,3	300,9
Riserve non in dollari	38,3	38,2	33,1	3,1	491,5
di cui: detenute presso banche ⁶	7,6	8,0	17,2	-22,9	111,7

¹ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. ² Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Venezuela. ³ Bulgaria, Croazia, Estonia, Federazione russa, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria. ⁴ Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno. Il residuo è stato ripartito sulla base delle disponibilità note. ⁵ Esclusi i pagamenti anticipati delle vendite di materiale bellico all'estero e il valore corrente delle obbligazioni a cedola zero emesse per i governi di Argentina, Messico e Venezuela come garanzia per le loro obbligazioni Brady. ⁶ Depositi di istituzioni monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; BRI. Tabella VI.4

UEM è scesa dal 13% a meno del 6% del totale. Vale la pena di sottolineare come, contrariamente a quanto ci si aspettava, la scomparsa di una porzione consistente delle contrattazioni in valuta non sia stata compensata da una maggiore attività nelle monete dei mercati emergenti, che è anzi calata tra il 1997 e il 1998.

... di riserva ...

Nel valutare il ruolo dell'euro come moneta di riserva occorre distinguere tra gli andamenti di breve periodo e le prospettive a lungo termine. Negli ultimi anni la quota di riserve ufficiali mondiali investita in strumenti denominati in dollari si è mantenuta alquanto stabile attorno al 70% (tabella VI.4). Marco tedesco e yen figurano per percentuali molto inferiori, che si aggiravano rispettivamente intorno all'11% e al 5% a fine 1998. La quota decrescente delle valute europee diverse dal marco, ivi compreso l'ecu, spiega in larga misura la contrazione delle disponibilità ufficiali non in dollari nel 1998. Lo scorso anno le monete UEM rappresentavano nel loro insieme circa il 15% delle riserve mondiali. Il venir meno delle disponibilità di valute UEM negli Stati partecipanti ha verosimilmente comportato un certo aumento della quota del dollaro sul totale delle riserve. Nel più lungo periodo, la misura in cui l'euro rappresenterà una percentuale delle riserve mondiali superiore a quella risultante dalla somma delle divise in esso confluite dipenderà dalle strategie di gestione delle riserve che verranno

Transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	in percentuale del PIL											
Stati Uniti	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Giappone	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Germania	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
Francia	n.d.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italia	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Canada	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

*Acquisti e vendite di titoli su base lorda fra residenti e non residenti.
Fonte: dati nazionali di bilancia dei pagamenti. Tabella VI.5

attuata dalle banche centrali. Un fattore di rilevanza potrebbe anche essere il ruolo di ancora della moneta unica qualora i paesi agganciati all'euro decidessero di mantenere le loro riserve in tale valuta. In questo senso diventano potenzialmente importanti le politiche di cambio dei paesi emergenti per le consistenti disponibilità detenute da questi ultimi.

In un contesto di flussi azionari e obbligazionari internazionali in forte espansione (tabella VI.5), l'euro potrebbe svolgere un ruolo significativo come moneta d'investimento. Nel primo trimestre 1999 le emissioni in euro sono state consistenti. Come indicato nella 67^a Relazione annuale, la reazione dei gestori di portafogli attivi e passivi all'introduzione della moneta unica contribuirà in modo fondamentale a determinarne l'andamento. L'euro trarrà sicuramente vantaggio dalla crescente integrazione dei mercati europei dei titoli di Stato e delle

... di investimento ...

Ruolo di dollaro, marco e yen come valute ancora									
	Quota del volume di scambi in moneta locale (in %) contro ¹			Elasticità del tasso di cambio ²		Quota del volume di scambi in moneta locale (in %) contro ¹			Elasticità del tasso di cambio ²
	\$USA	DM	Yen			\$USA	DM	Yen	
Asia					Europa orientale				
Baht thailandese	96,7	0,3	1,9	0,33	Corona ceca ⁴	42,8	53,5	3,6 ⁵	0,75
Dollaro di Taiwan ³	90,5	1,3	4,4	0,24	Corona slovacca	85,0	11,9	3,2 ⁵	0,63
Rupia indiana	90,0	2,9	1,0	0,09	Fiorino ungherese	71,5	25,4	0	0,45
Won coreano	97,3	0,5	1,5	0,29	Zloty polacco	78,9	19,8	n.d.	0,33
America latina					Altre valute				
Nuovo sol peruviano	100,0	0	0	0,03	Lira turca	100,0	0	0	0,68
Peso colombiano	100,0	0	0	-0,08	Nuovo shekel israeliano	89,2	n.d.	n.d.	0,28
Peso messicano	n.d.	n.d.	n.d.	-0,96	Rand sudafricano	95,0	1,8	3,2	0,11
Real brasiliano	85-90 ⁶	n.d.	n.d.	0,55	Riyal saudita	98,1	0,2	0,1	0

¹Le quote sul mercato valutario locale sono calcolate come rapporto fra il volume degli scambi in moneta locale rispettivamente contro dollaro, marco e yen e il totale degli scambi in moneta locale (luglio 1998). ²Le elasticità sono stimate come coefficienti della regressione $X_t = \alpha + \beta(DM/\$)_t + \gamma(yen/\$)_t + u_t$, dove X_t è il tasso di cambio in dollari di una valuta. Tutte le variabili sono in termini di variazioni percentuali. La regressione è stimata con dati mensili sul periodo campione gennaio 1993-dicembre 1998. I valori riportati indicano l'elasticità rispetto alle variazioni del cambio yen/dollaro per le valute asiatiche e del cambio marco/dollaro per tutte le altre monete. Un'elasticità prossima a zero indica un elevato comovimento con il dollaro. ³Aprile 1998. ⁴Ottobre 1997. ⁵Comprende altre valute. ⁶Stima.

Fonti: banche centrali; Datastream; FMI; elaborazioni BRI. Tabella VI.6

obbligazioni private. La segmentazione residua su taluni di questi – ascrivibile fra l'altro alle differenze in materia di normative, regimi fiscali e prassi di mercato nazionali – induce a ritenere che occorrerà qualche tempo prima che la nuova valuta abbia un impatto anche sulla composizione dei portafogli privati.

... e di ancoraggio

Il ruolo dell'euro come ancora monetaria rappresenterà verosimilmente un'evoluzione di quello svolto dal marco tedesco fino a tutto il 1998. I comovimenti dei cambi con il dollaro, il marco e lo yen indicano che la divisa statunitense è predominante in Asia, in America latina e in altre regioni (tabella VI.6). Ciò è confermato dalla composizione per valute del volume di contrattazioni in cambi. Il fatto che nel 1998 la funzione di ancora del marco tedesco fosse circoscritta all'Europa induce a ritenere che nel prossimo futuro il ruolo dell'euro potrebbe limitarsi alla stessa regione (e alla precedente sfera d'influenza del franco francese). Agli inizi del 1999 la sterlina, il franco svizzero, la corona svedese e gran parte delle monete dell'Europa orientale hanno reagito alle variazioni del cambio euro/dollaro in modo sostanzialmente analogo a quanto avevano fatto in passato rispetto a quelle del cambio marco tedesco/dollaro. In media, per ogni punto percentuale perso dall'euro rispetto alla valuta USA, il franco svizzero ha lasciato sul terreno circa l'1,1%. La corona svedese ha seguito meno da vicino l'andamento della moneta unica deprezzandosi mediamente di circa lo 0,7% per ogni punto percentuale perso dall'euro, mentre la sterlina ha generalmente riprodotto circa la metà dei movimenti dell'euro sul dollaro. La corona ceca ha ricalcato il comportamento di quella svedese, mentre in media lo zloty ha seguito per meno di un terzo le variazioni dell'euro nei confronti del dollaro. Per contro, il fiorino ungherese si è mosso in maggiore sintonia con l'euro che con il marco.