

V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

Il persistente vigore del dollaro USA e la debolezza dello yen hanno contraddistinto i mercati valutari nel 2001 e nei primi mesi del 2002. L'euro è stato generalmente scambiato entro un intervallo relativamente ristretto contro il dollaro ed è rimasto per lo più stabile in termini effettivi nominali. Ad aprile e maggio 2002, tuttavia, la moneta statunitense è sensibilmente arretrata rispetto sia a quella europea sia allo yen.

Come negli anni precedenti, gli andamenti prospettici relativi delle principali aree economiche, che indirizzano i flussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio, paiono essere stati la determinante primaria degli ampi movimenti delle parità tra le maggiori valute. Le decisioni di politica monetaria e i differenziali di tasso d'interesse sembrano parimenti avere influito sui rapporti di cambio, anche se principalmente attraverso i loro effetti sulle aspettative di crescita. Tale esperienza contrasta nettamente con quella degli anni ottanta e di gran parte degli anni novanta, quando il dollaro tendeva ad apprezzarsi allorché i differenziali d'interesse si ampliavano in favore degli Stati Uniti. Lo yen si è indebolito nel momento in cui il settore finanziario giapponese è parso divenire più vulnerabile e le autorità monetarie hanno avuto difficoltà a sostenere la domanda interna in presenza di tassi ufficiali già sullo zero.

Per ciò che concerne gli altri mercati valutari, è proseguita la fase di robustezza della sterlina inglese e del franco svizzero. Ciò ha destato timori nelle autorità monetarie dei rispettivi paesi, come dimostra la decisione della Banca Nazionale Svizzera di abbassare il tasso guida nel maggio di quest'anno. La corona svedese si è indebolita sensibilmente fino all'ottobre 2001, per poi risalire nei confronti sia dell'euro sia del dollaro USA. La moneta canadese è scesa a nuovi minimi storici prima di segnare un lieve recupero, mentre quelle australiana e neozelandese si sono apprezzate grazie alla forte crescita interna.

Nelle economie emergenti diverse valute hanno perso ulteriore terreno sul dollaro USA in presenza di un rallentamento della domanda mondiale. Nondimeno, sui mercati valutari ha continuato in generale a prevalere la calma. Sebbene nel corso del 2001 il pronunciato peggioramento della situazione in Argentina abbia pesato sul real brasiliano e sul rand sudafricano, dopo lo scoppio della crisi in dicembre le ulteriori ricadute sono state modeste. In parte ciò ha riflesso il fatto che negli ultimi anni vari paesi emergenti avevano optato per una maggiore flessibilità dei cambi, adottando in diversi casi politiche monetarie imperniate su obiettivi di inflazione. Tuttavia, anche

se l'impiego del cambio come obiettivo esplicito di politica monetaria è stato ridimensionato, se non abbandonato del tutto, le considerazioni valutarie continuano a svolgere un ruolo significativo nella formulazione delle politiche.

Dollaro, yen ed euro

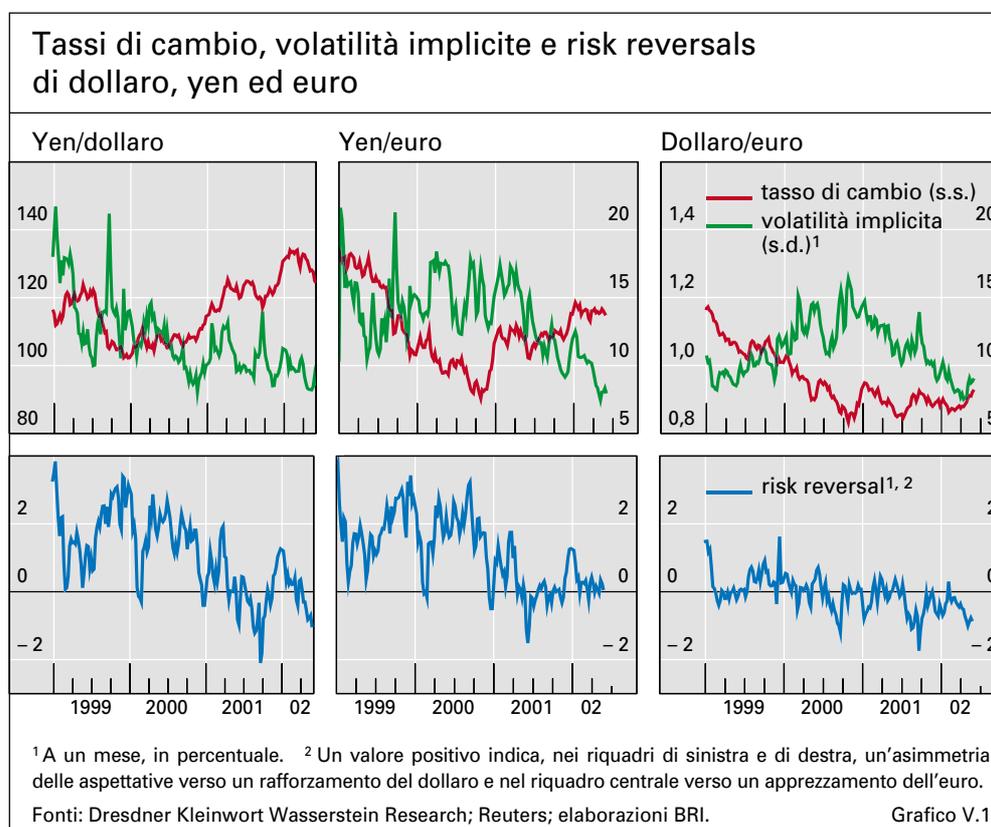
Andamenti principali

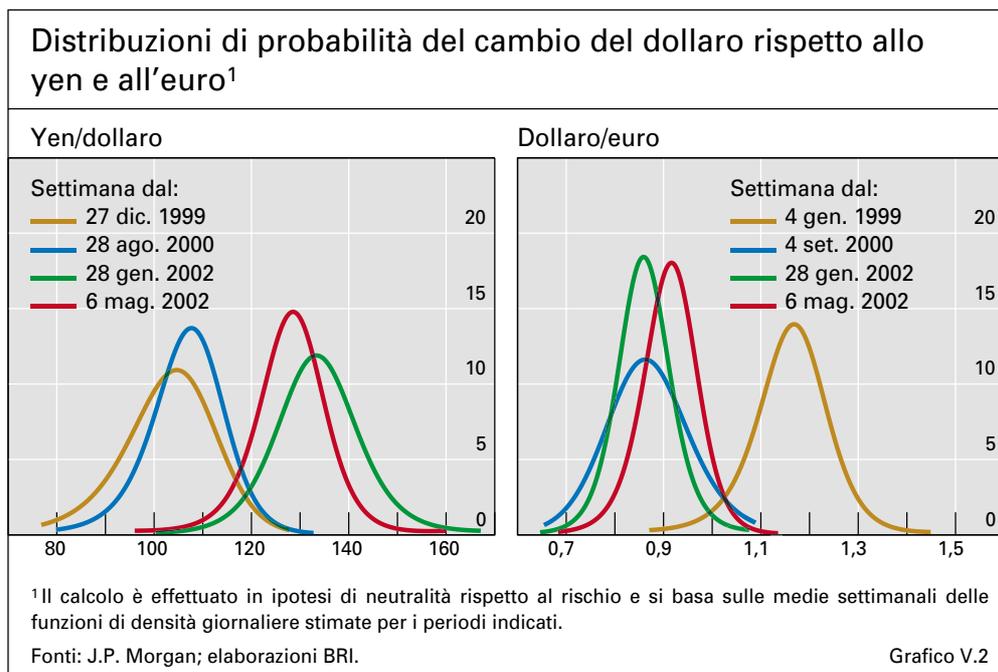
Vigore
del dollaro ...

La perdurante forza del dollaro ha caratterizzato i mercati dei cambi per gran parte del periodo sotto rassegna. Tra gennaio 2001 e marzo 2002 la moneta USA si è apprezzata dell'8% in termini effettivi nominali, raggiungendo il livello massimo dall'autunno 1985. Gli eventi dell'11 settembre hanno esercitato pressioni al ribasso solo per un brevissimo periodo. Ad aprile e maggio 2002, tuttavia, il dollaro ha evidenziato segni di graduale indebolimento.

... debolezza dello
yen ...

A differenza degli anni precedenti, la debolezza dello yen è stata un altro tratto caratteristico dei mercati valutari. In termini effettivi nominali la moneta giapponese ha infatti perso circa l'8% tra gennaio 2001 e marzo 2002. Dopo essersi rafforzata nel 1999 e avere oscillato entro una fascia di ¥105–110 rispetto al dollaro per gran parte del 2000, essa è regredita notevolmente nel 2001 e nei primi mesi del 2002, toccando livelli prossimi a ¥135 (grafico V.1). Lo yen è arretrato anche sull'euro, da ¥108 a 118. Le informazioni ricavate dalle opzioni yen/dollaro a un mese rivelano un sensibile mutamento nel profilo delle aspettative a riguardo della valuta giapponese tra il 2000 e il 2001. Nel corso del 2000 le attese degli operatori circa i livelli yen/dollaro a un mese erano rimaste sostanzialmente stabili (grafico V.2). Lo stesso poteva dirsi per





la valutazione della probabilità rispettiva di una forte correzione al rialzo ovvero al ribasso dello yen. Nel marzo 2002 la media dei tassi di cambio futuri attesi yen/dollaro risultava aumentata notevolmente, e gli operatori erano passati ad attribuire maggior peso alla possibilità di una pronunciata flessione dello yen. In aprile e maggio, tuttavia, la moneta giapponese ha segnato un lieve recupero. Inoltre, i prezzi delle opzioni indicavano una minore asimmetria delle aspettative verso un deprezzamento dello yen.

Anche il comportamento dell'euro è cambiato sostanzialmente nel corso del 2001. In termini effettivi nominali, la moneta unica ha guadagnato circa il 6%. Per gran parte dei suoi primi due anni di esistenza essa si era deprezzata costantemente rispetto sia al dollaro sia allo yen, oltretutto in termini effettivi nominali. Nel 2001 e nei primi mesi del 2002, invece, l'euro è rimasto pressoché stabile nei confronti del dollaro, mantenendosi per lo più entro una fascia compresa tra \$0,93 e 0,86. Al tempo stesso, esso si è apprezzato di circa il 5% sullo yen. Stando alle informazioni desunte dai prezzi delle opzioni, le attese circa l'andamento a breve del cambio dollaro/euro sono rimaste alquanto costanti dal 2000 e la loro varianza è diminuita.

... e stabilità dell'euro

Prospettive a breve e a lungo termine

In un'ottica di breve periodo, quando la crescita negli Stati Uniti è tornata ad accelerare nel quarto trimestre 2001, la forza del dollaro è apparsa propizia a una redistribuzione della domanda aggregata verso le economie meno dinamiche. In particolare, la flessione dello yen ha sorretto la domanda estera di prodotti giapponesi, stimolato gli utili aziendali e accresciuto il valore in yen delle attività internazionali. Nondimeno, è possibile che l'effetto complessivo netto sulla domanda sia stato finora relativamente contenuto per la modesta entità del deprezzamento e il peso limitato del commercio estero nell'economia nipponica. Benché le valute dei paesi emergenti abbiano in generale seguito

Effetti positivi a breve termine della forza del dollaro

meno strettamente che in passato i movimenti del dollaro rispetto allo yen o all'euro, il rafforzamento della moneta USA ha comunque destato timori in molte economie.

Alcuni timori in un'ottica di lungo periodo

Gli Stati Uniti sono usciti dal recente rallentamento ciclico con un disavanzo corrente pari a circa il 4% del PIL. L'ulteriore aumento delle passività esterne del paese che ne è conseguito ha riproposto la questione della sostenibilità dei cambi attuali nel lungo periodo. Tale questione ha assunto maggiore importanza lo scorso anno per altri due motivi. Innanzitutto, benché ancora esigui rispetto al prodotto del paese, gli esborsi netti sulla posizione debitoria esterna USA sono aumentati costantemente in relazione

Riserve valutarie ufficiali					
	1998	1999	2000	2001	Consistenze a fine 2001
in miliardi di dollari USA					
Variazioni a tassi di cambio correnti					
Totale	27,0	140,0	149,5	100,4	2 021,5
Paesi industriali	-32,8	50,3	55,7	-0,4	775,5
Stati Uniti	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	29,0
Area dell'euro	-32,9	-41,0	-8,5	-12,5	205,3
Giappone	-4,7	74,5	69,5	40,5	387,7
Asia	62,8	79,0	52,5	76,0	770,5
Cina	5,1	9,7	10,9	46,6	212,2
Corea	32,3	21,7	22,2	6,6	102,5
Filippine	2,0	4,0	-0,2	0,4	13,3
Hong Kong SAR	-3,2	6,6	11,3	3,6	111,2
India	2,6	5,0	5,3	8,0	45,3
Indonesia	6,3	3,8	2,0	-1,2	27,0
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	29,6
Singapore	3,5	1,9	3,4	-4,8	74,9
Taiwan, Cina	6,8	15,9	0,5	15,5	122,2
Thailandia	2,7	5,4	-1,9	0,4	32,3
America latina ¹	-9,7	-8,8	2,0	-0,1	135,7
Argentina	2,3	1,6	-1,7	-9,9	14,5
Brasile	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	35,7
Cile	-1,9	-1,1	0,4	-0,5	13,9
Messico	3,3	-0,5	4,2	9,2	44,4
Europa centrale e orientale ²	6,5	1,7	19,1	13,3	110,4
Altri paesi	0,2	17,8	19,8	18,8	236,2
Variazioni a tassi di cambio costanti ³					
Totale	23,2	180,9	185,9	131,8	2 021,5
In dollari	51,3	146,4	111,7	79,1	1 517,1
Non in dollari	-28,1	34,5	74,2	52,7	504,4

¹ I paesi elencati, più Colombia, Perù e Venezuela. ² Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria.
³ Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella V.1

alle esportazioni, passando dallo 0,5% del 1998 a quasi il 2% del 2001 (Capitolo II). In secondo luogo, anche se il disavanzo corrente degli Stati Uniti è stato ampiamente coperto dai finanziamenti esterni, la composizione di questi ultimi è cambiata in modo tale da rendere il dollaro potenzialmente più vulnerabile a improvvisi mutamenti di umore degli investitori. Tra il 2000 e il 2001 è aumentata la quota dei flussi di portafoglio, mentre è scesa nettamente quella di IDE (per lo più connessi alle operazioni di fusione e acquisizione transatlantiche). La percentuale di disavanzo finanziata dalle riserve ufficiali in dollari, investite in misura crescente in titoli di enti di emanazione governativa, è rimasta nel complesso costante (tabella V.1).

Ciò premesso, resta in ogni caso difficile valutare quanto i cambi attuali siano in linea con i valori di equilibrio di lungo periodo. Un possibile metodo per stimare questi ultimi si basa sulle differenze tra i prezzi di beni e servizi nei vari paesi, misurate dalle stime della parità del potere di acquisto (PPA). Un secondo approccio consiste nello stimare i tassi di cambio di equilibrio fondamentale (TCEF) di lungo periodo, ossia i livelli compatibili con l'equilibrio interno (risparmi/investimenti) ed esterno (partite correnti). Le stime della PPA e del TCEF inducono a ritenere che agli attuali livelli il dollaro si situi al disopra, e l'euro al disotto, dei valori di equilibrio di lungo periodo. Tuttavia, l'entità degli scostamenti varia sostanzialmente (dal 5 al 40%) a seconda delle analisi empiriche.

Determinanti delle oscillazioni dei cambi

Come negli ultimi anni, sui movimenti generali delle valute maggiori sembrano avere influito in misura rilevante le prospettive di crescita a medio termine delle economie principali. Il persistente vigore del dollaro sta a indicare che gli operatori hanno ritenuto che il differenziale di crescita atteso nel medio periodo in favore degli Stati Uniti non avrebbe risentito della decelerazione dell'attività nei primi tre trimestri del 2001. Rispetto al passato, tuttavia, tale relazione ha evidenziato due aspetti degni di nota.

Il ruolo delle prospettive di crescita a medio termine

Innanzitutto, mentre l'economia giapponese ha continuato a procedere con lo stesso passo esitante, la reazione dello yen pare essersi modificata. Tra l'ultimo scorcio del 1998 e la fine del 2000 la valuta nipponica si era apprezzata o era rimasta stabile rispetto al dollaro nonostante il peggiorare delle condizioni cicliche in Giappone. Successivamente, invece, la debolezza della valuta ha riflesso con maggiore chiarezza il persistere di prospettive economiche negative. Il deprezzamento potrebbe essere ricollegato all'aggressiva manovra di distensione monetaria attuata dalla Banca del Giappone nel corso del 2001 (Capitolo IV). Esso rispecchia altresì i crescenti timori a riguardo del sistema finanziario giapponese e la delusione degli operatori per i lenti progressi delle riforme strutturali (Capitolo VI). La percezione del mutato atteggiamento delle autorità giapponesi nei confronti del valore dello yen potrebbe avere influito temporaneamente sulla moneta, soprattutto intorno alla fine dello scorso anno.

Lo yen reagisce ancora una volta a fattori ciclici

In secondo luogo, il nesso fra le prospettive di crescita a medio termine e i movimenti del cambio ha continuato a valere per il rapporto dollaro/euro anche al variare delle condizioni economiche sottostanti. Contrariamente a

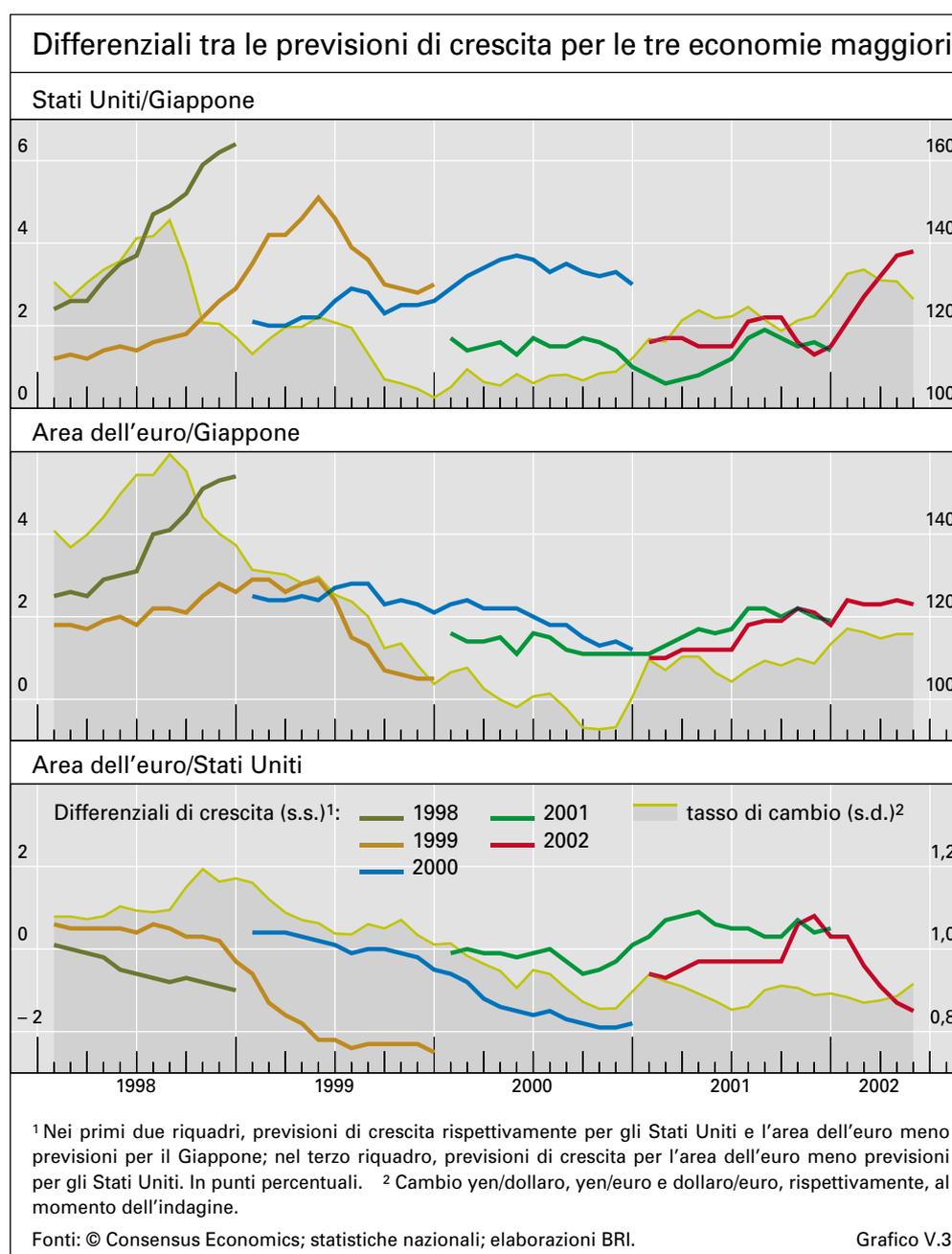
La stabilità dell'euro riflette una maggiore sincronia

quanto era avvenuto nel 1999 e nel 2000, quando ci si attendeva che nel medio periodo l'espansione del prodotto statunitense avrebbe sopravanzato quella dell'area dell'euro, nel corso del 2001 il mercato ha ritenuto più simile l'evoluzione delle due aree. In linea con tale opinione, il cambio dollaro/euro ha oscillato all'interno di una fascia relativamente ristretta.

Il suddetto nesso appare evidente anche dall'andamento delle previsioni di crescita a uno-due anni, dei flussi per investimenti diretti esteri e di portafoglio, nonché dei differenziali di tasso d'interesse.

La perdita di valore dello yen rispetto a dollaro ed euro per gran parte del 2001 è stata coerente con le revisioni delle attese circa i differenziali di crescita a uno-due anni, chiaramente favorevoli agli Stati Uniti e all'area dell'euro (grafico V.3). La stabilità relativa del dollaro sull'euro è sembrata poggiare sull'assottigliarsi dei differenziali di crescita attesi tra le due aree valutarie.

Le correzioni delle attese di crescita influiscono sull'evoluzione dei cambi



Le prospettive economiche a medio termine hanno influito inoltre sulla dinamica degli investimenti di portafoglio e diretti. Questi ultimi sono per lo più imputabili a operazioni di fusione e acquisizione (F&A) a livello internazionale, anch'esse correlate alle tendenze generali dei cambi. Nel 2001 gli investimenti di portafoglio, soprattutto sotto forma di obbligazioni, hanno nuovamente privilegiato gli Stati Uniti e l'area dell'euro rispetto al Giappone (grafico V.4). Nel contempo, i deflussi netti di portafoglio dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti sono sensibilmente rallentati in corso d'anno. Ciò è stato in linea con la stabilizzazione dell'euro sul dollaro dopo la tendenza negativa precedente.

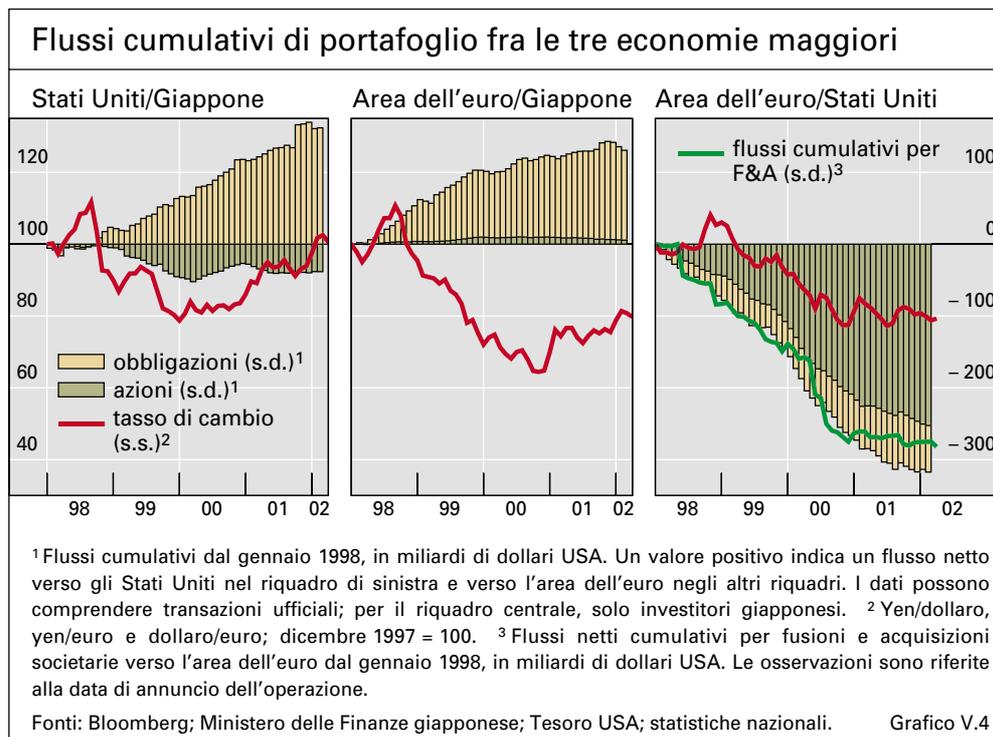
Analogamente, i flussi per F&A internazionali, che in termini netti avevano favorito gli Stati Uniti nel 1999 e nel 2000, sono diventati più equilibrati nel 2001 e nei primi mesi del 2002 (grafico V.4). A giudicare dai test statistici riguardanti l'effetto delle F&A transatlantiche sul cambio dollaro/euro, gli operatori sembrano aver reagito agli annunci di queste operazioni, in quanto vedevano in esse un indicatore della forza relativa delle prospettive di crescita nelle due economie interessate. Al tempo stesso, il maggiore equilibrio dei flussi per F&A transatlantiche riscontrato nel corso del 2001 suggerisce la possibilità di un'interpretazione alternativa. I consistenti afflussi verso gli Stati Uniti registrati negli anni scorsi potrebbero essere riconducibili a una correzione una tantum dello stock di capitale connessa all'Unione economica e monetaria e al desiderio delle grandi imprese europee di acquisire una dimensione mondiale.

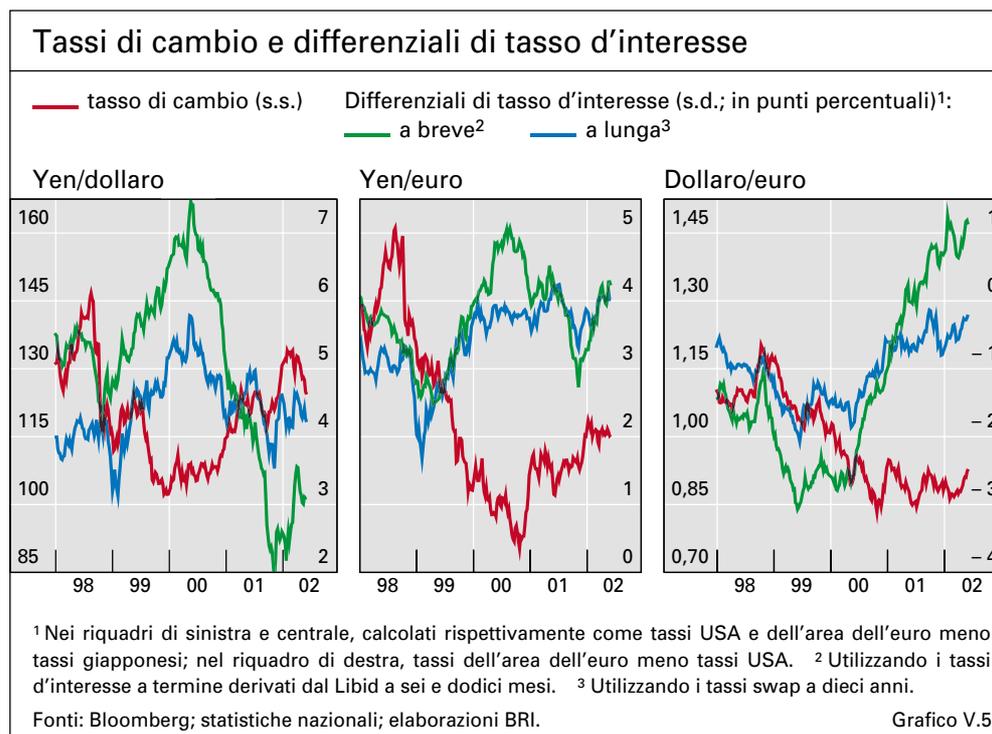
Sulla falsariga di quanto osservato nel 1999 e nel 2000, ma in netto contrasto con l'esperienza degli anni ottanta e di gran parte degli anni novanta, le decisioni di politica monetaria e i differenziali di tasso d'interesse sono sembrati influire sui cambi soprattutto tramite il loro effetto sulle

Il ruolo dei flussi per investimenti di portafoglio ...

... e per fusioni e acquisizioni societarie

I tassi di cambio restano sganciati da quelli d'interesse





aspettative di crescita. Di riflesso alla percezione di una dinamica più robusta negli Stati Uniti che non in Giappone e nell'area dell'euro, di cui si è già detto in precedenza, il dollaro ha quindi conservato il suo vigore, malgrado il notevole restringimento dei differenziali d'interesse a breve in favore degli Stati Uniti rispetto al Giappone e il calo dei tassi USA al disotto di quelli dell'area dell'euro per la prima volta dalla metà degli anni novanta (grafico V.5). Andamenti analoghi si sono potuti osservare per i cambi e i differenziali d'interesse a lungo termine.

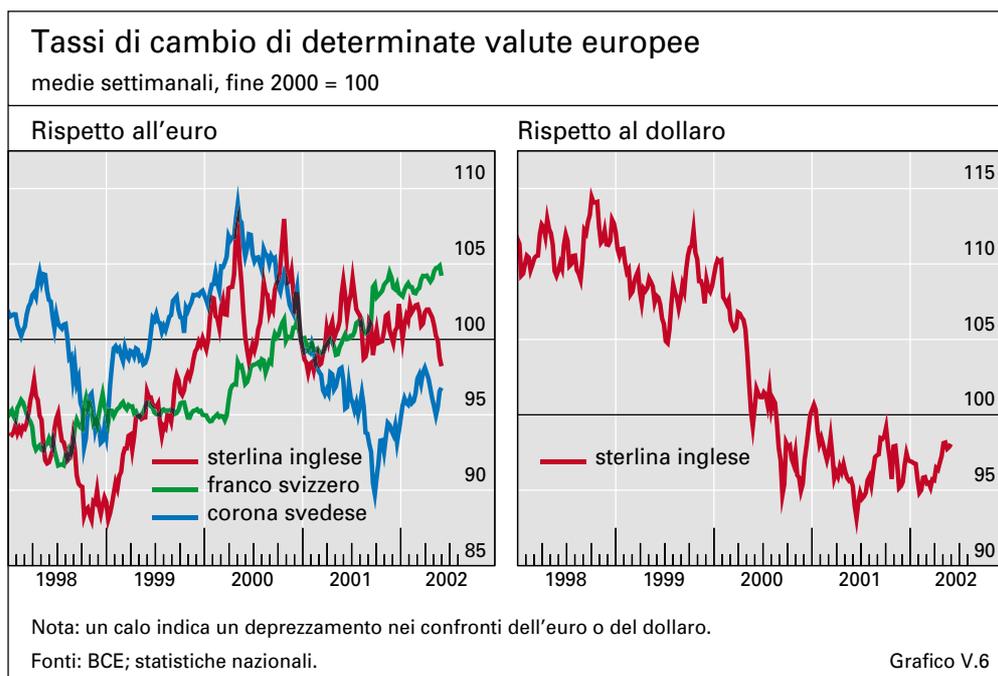
Andamenti in altri mercati valutari

Valute europee

Nel periodo sotto rassegna la sterlina inglese ha evidenziato una lieve tendenza ascendente rispetto all'euro, mentre ha oscillato entro una fascia compresa tra £0,67 e 0,71 sul dollaro (grafico V.6). In generale, i movimenti della moneta britannica sono parsi in linea con i differenziali in termini di crescita attesa dell'economia e di incremento della produttività fra il Regno Unito da un lato e gli Stati Uniti e l'area dell'euro dall'altro. Sulla sterlina non sembrano aver pesato le discussioni concernenti un prossimo ingresso del paese nella UEM. La persistente forza della valuta ha comunque accentuato lo squilibrio tra il settore dei beni "tradable" e quello dei beni "non-tradable". Ciò ha costituito un problema per le autorità britanniche allorché sono peggiorate le condizioni esterne nel corso del 2001 (Capitolo IV).

Il franco svizzero si è per lo più apprezzato nei confronti dell'euro. Questo fatto rappresenta un cambiamento rispetto alla tendenza a muoversi entro una fascia di oscillazione molto ristretta durante i primi 15 mesi della UEM. Esso si è discostato altresì dal profilo segnato in precedenza, quando il franco

La forza di sterlina e franco svizzero preoccupa i responsabili delle politiche



svizzero tendeva a indebolirsi sul marco tedesco allorché questo perdeva terreno nei confronti del dollaro. Nei primi mesi del 2002 la divisa elvetica è sembrata tuttavia tornare al suo andamento precedente ed è talora parsa beneficiare del ruolo di approdo sicuro svolto dalla Confederazione. Come nel Regno Unito, la forza del cambio ha destato preoccupazioni presso le autorità monetarie (Capitolo IV).

Il comportamento della corona svedese nel periodo in esame è cambiato sensibilmente di riflesso a diversi fattori. Fino al settembre 2001 la moneta ha continuato a deprezzarsi nettamente sull'euro e sul dollaro. La sua debolezza potrebbe essere ascrivibile alla caduta del Nasdaq – data la rilevanza del settore tecnologico in Svezia – e, più in generale, all'accresciuta incertezza nei mercati finanziari mondiali. Possono altresì avere influito i consistenti acquisti di attività estere da parte di investitori nazionali, conseguenti alle modifiche regolamentari in materia di fondi pensione che nel 2000 avevano allentato i vincoli alle esposizioni in valuta. Riscontri indiretti del ruolo di questo secondo fattore provengono dall'indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati del 2001, condotta da 48 banche centrali e autorità monetarie. Dall'indagine emerge che, in contrasto con l'evoluzione di gran parte degli altri paesi, tra aprile 1998 e aprile 2001 la Svezia ha registrato un sensibile aumento del volume di scambi sui mercati valutari. Nel giugno 2001 un'accelerazione del calo della corona ha indotto la Sveriges Riksbank a intervenire a sostegno della valuta. Quest'ultima è risalita nell'ottobre 2001 grazie alla rinnovata fiducia sui mercati finanziari mondiali e alle migliorate condizioni economiche del paese. Ad aprile 2002 aveva guadagnato quasi il 10% sull'euro.

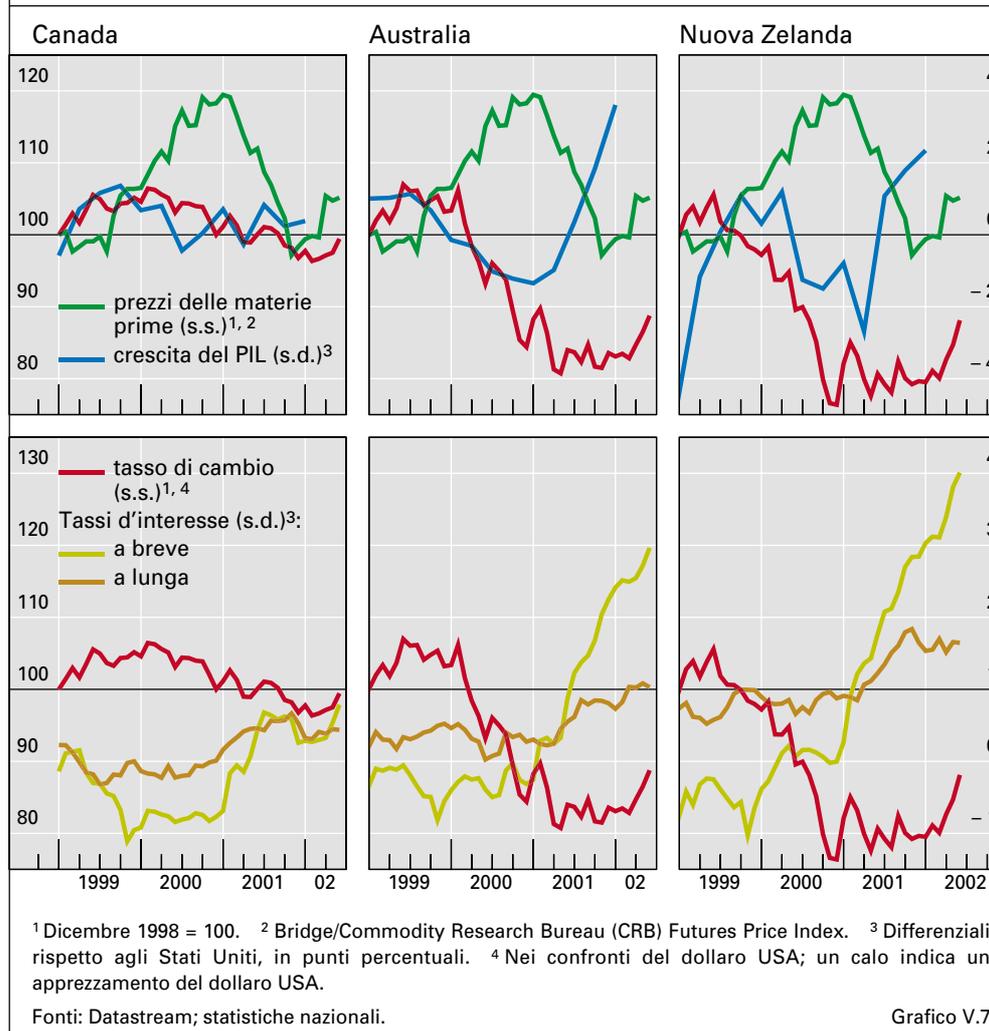
Le oscillazioni della corona svedese riflettono vari fattori

Valute di altri paesi industriali

La tendenza discendente del dollaro australiano e di quello neozelandese nei confronti della moneta statunitense si è arrestata in virtù di una forte espansione della crescita interna e di più favorevoli differenziali di tasso

Tendenze diverse

Prezzi delle materie prime, differenziali di crescita e di tasso d'interesse e tassi di cambio



d'interesse (grafico V.7). Di converso, il dollaro canadese ha continuato a indebolirsi per gran parte del periodo sotto rassegna raggiungendo minimi storici attorno a C\$1,62 per un dollaro USA nel gennaio 2002. In parte, questa differenza rispetto alle valute australiana e neozelandese si spiega con la crescita più moderata dell'economia canadese. Il deprezzamento sul dollaro statunitense è altresì riconducibile alla crescente diversificazione internazionale operata dai gestori di portafogli canadesi in seguito a un allentamento dei vincoli agli investimenti. Come in Svezia, questa ricomposizione dei portafogli potrebbe spiegare almeno in parte l'aumento, altrimenti anomalo, del volume di scambi sul mercato valutario interno intervenuto tra il 1998 e il 2001 e rilevato anche dall'indagine triennale del 2001.

Tra i primi mesi del 2000 e gli ultimi del 2001 è venuta meno la tradizionale correlazione positiva fra le monete australiana, canadese e neozelandese da un lato e i prezzi delle materie prime dall'altro, in conseguenza forse della maggiore importanza attribuita dai mercati valutari alla crescita interna. Nel 2000 le tre divise sono scese a minimi storici (o quasi), nonostante il considerevole aumento dei corsi dei prodotti di base. Analogamente, nei primi

tre trimestri del 2001 il netto calo dei prezzi delle materie prime nel contesto di una caduta della domanda mondiale non ha depresso ulteriormente i dollari australiano e neozelandese, a differenza della valuta canadese, che ha invece proseguito la sua precedente dinamica al ribasso.

Valute dei paesi emergenti

I tre aspetti che hanno contraddistinto i mercati valutari dei paesi emergenti nel periodo in esame sono il crollo del peso argentino intorno alla fine dell'anno, l'assenza di significativi effetti di contagio della crisi argentina negli altri mercati valutari e le ampie oscillazioni di alcune altre monete, fra cui il real brasiliano, il peso cileno, il rand sudafricano e la lira turca.

Tre aspetti salienti

Preannunciata da un prolungato periodo di pressioni sul peso e sul sistema finanziario interno, la crisi argentina è esplosa con violenza a fine dicembre 2001 (Capitolo III). Il decennale regime di convertibilità del paese è stato sospeso il 6 gennaio 2002 in presenza di gravi tensioni economiche e politiche. A partire dall'11 febbraio la moneta è stata lasciata fluttuare e a fine maggio veniva scambiata attorno a 3,50 pesos per dollaro USA, ossia a un valore inferiore di oltre il 70% a quello precedente la svalutazione (grafico V.8).

Sebbene non siano mancati episodi di propagazione ad altri mercati valutari, essi sono stati di breve durata e di entità contenuta. Dopo l'insuccesso dell'asta dei titoli di Stato in Argentina nel luglio 2001, pressioni in vendita hanno interessato il peso cileno, il rand, il real e la lira turca. Il real e il peso cileno, che si erano deprezzati per buona parte dell'anno, sono scesi ai minimi storici, spingendo le rispettive banche centrali a intervenire a più riprese. Entrambe le monete hanno poi recuperato nell'ultima parte del 2001 e si sono indebolite soltanto per alcuni giorni dopo il crollo della valuta argentina. Il peso messicano ha mostrato segni di cedimento per brevissimo tempo agli inizi del 2001, ma per il resto del periodo è stato generalmente forte. La flessione del rand, determinata soprattutto da fattori interni e dai timori degli investitori internazionali per l'instabilità politica del vicino Zimbabwe, si è accentuata al deteriorarsi delle condizioni argentine in luglio. Nondimeno, a fine 2001, proprio quando la crisi argentina si faceva acuta, la moneta sudafricana è risalita dai livelli minimi raggiunti in precedenza. Non sono stati avvertiti effetti di contagio rilevanti in Asia.

Limitati effetti di contagio della crisi argentina ...

Vi sono vari possibili motivi per cui le ripercussioni immediate della svalutazione argentina sugli altri paesi emergenti sono state così contenute. Innanzitutto, negli ultimi anni questi paesi si sono in genere orientati verso politiche di cambio maggiormente flessibili (si veda oltre). Grazie alla più libera fluttuazione delle rispettive valute, essi hanno adottato nuovi assetti operativi di politica monetaria per ancorare l'inflazione. Ciò ha verosimilmente accresciuto la resilienza dei mercati valutari. In secondo luogo, la crisi argentina era stata da tempo anticipata dagli operatori. In terzo luogo, la minore tolleranza al rischio, che aveva contraddistinto i mercati valutari dal 1998, potrebbe essersi tradotta in una contrazione delle posizioni speculative a effetto di leva contro le valute dei paesi emergenti. L'attività di negoziazione in proprio delle banche sembra per lo più diminuita e la maggior parte dei grandi operatori ad alta leva finanziaria – quali ad esempio gli hedge funds –

... per vari possibili motivi



avrebbe abbandonato i mercati valutari dopo le turbolenze del 1998. Ciò è desumibile dal consistente calo dei volumi di scambi sui mercati valutari tradizionali registrato tra aprile 1998 e aprile 2001 e rilevato dall'indagine triennale del 2001. Infine, gli investitori internazionali paiono aver migliorato la loro capacità di discernere tra i vari mercati emergenti (Capitolo VI).

La gestione del tasso di cambio nei paesi emergenti

Negli ultimi anni diverse economie emergenti si sono orientate verso una maggiore flessibilità del rapporto di cambio. Di conseguenza, quest'ultimo ha tendenzialmente assunto un ruolo meno importante come ancora nominale per la politica monetaria. A ciò si è accompagnata la propensione ad adottare

Benché più flessibile, il tasso di cambio resta importante

obiettivi di inflazione più espliciti, cosicché ora un numero crescente di paesi impiega o intende impiegare un regime interamente incentrato su un livello programmato di inflazione. Prima della crisi asiatica del 1997-98 questo approccio era stato seguito da tre paesi emergenti che rappresentavano nel loro insieme meno dell'1% del PIL mondiale. Nel maggio 2002 il novero dei paesi era salito a 12, con una quota sul prodotto mondiale pari all'8%. Benché meno utilizzato, se non del tutto abbandonato, come ancora nominale o come obiettivo ufficiale *esplicito*, il tasso di cambio resta estremamente importante sul piano delle politiche. Ciò premesso, la sezione che segue descrive l'evolversi delle modalità di gestione del cambio alla luce degli andamenti valutari degli ultimi anni.

Evoluzione delle modalità di gestione del cambio

Due indicatori evidenziano la tendenza generale a una maggiore flessibilità della relazione di cambio nelle economie emergenti dopo la crisi asiatica. In

Volatilità dei tassi di cambio e d'interesse ¹								
	Volatilità dei tassi di cambio				Volatilità dei tassi d'interesse ²		Rapporto ³	
	bilaterali ⁴		effettivi ⁵		1995-96	lug. 1999- apr. 2002	1995-96	lug. 1999- apr. 2002
	1995-96	lug. 1999- apr. 2002	1995-96	lug. 1999- apr. 2002				
Corea	3,1	5,9	4,5	6,2	18,3	11,9	0,17	0,50
Filippine	2,1	7,6	4,4	7,8	49,5	38,1	0,04	0,20
Hong Kong SAR	0,3	0,1	4,1	3,8	16,0	28,0	0,02	0,00
Indonesia	1,8	18,7	5,2	18,6	2,7	11,9	0,68	1,58
Singapore	2,5	3,5	3,1	3,6	68,5	51,5	0,04	0,07
Taiwan, Cina	3,2	3,2	3,6	4,1	33,7	12,4	0,10	0,26
Thailandia	1,3	5,3	...	...	32,6	41,5	0,04	0,13
Argentina	0,1	31,3	2,5	31,6	42,8	121,6	0,00	0,26
Brasile	4,4	10,2	6,1	10,5	50,4	7,4	0,09	1,37
Cile	4,7	6,7	...	...	14,2	111,7	0,33	0,06
Messico	15,6	6,1	16,8	6,4	55,8	32,2	0,28	0,19
Polonia	9,8	16,0	5,8	8,7	12,4	15,2	0,78	1,05
Repubblica ceca	12,5	17,5	3,3	4,1	13,2	7,3	0,95	2,39
Ungheria	13,5	17,4	7,4	4,7	10,3	8,8	1,30	1,97
Sudafrica	6,4	11,3	...	...	8,4	8,4	0,76	1,35
Stati Uniti	-	-	4,5	4,3	5,8	19,3	-	-
Giappone	9,4	8,2	8,2	8,5	49,7	92,4	0,19	0,09
Area dell'euro	6,8	9,1	3,5	6,6	8,6	13,6	0,79	0,67
Regno Unito	5,8	6,4	4,4	5,0	7,8	9,6	0,74	0,67
Canada	3,8	4,2	3,9	4,2	67,2	37,3	0,06	0,11
Svezia	6,9	8,8	5,7	5,0	10,9	12,0	0,63	0,73
Svizzera	9,6	8,9	4,9	3,5	32,9	36,8	0,29	0,24
Nuova Zelanda	4,5	9,4	3,7	7,5	10,9	8,9	0,41	1,06

¹ Misurata come scarto quadratico sui periodi indicati delle variazioni percentuali settimanali rapportate all'anno. ² A tre mesi (per il Brasile, tasso overnight). ³ Tra la volatilità dei cambi bilaterali e quella dei tassi d'interesse. ⁴ Rispetto al dollaro USA (rispetto all'euro per Polonia, Repubblica ceca e Ungheria). ⁵ Ponderati in base all'interscambio.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella V.2

primo luogo, la volatilità dei cambi rispetto alla principale moneta di riferimento (per lo più il dollaro USA) è in generale aumentata leggermente sia in termini assoluti sia in rapporto a quella dei tassi d'interesse interni a breve (tabella V.2). Ne costituiscono esempi degni di nota il peso filippino, il baht e il real brasiliano. In secondo luogo, la variabilità dei cambi bilaterali con il dollaro è aumentata più di quella dei cambi effettivi nominali. Ciò dimostra che, sebbene sia il ruolo del dollaro in Asia e in America latina che quello dell'euro nell'Europa centrale rimangano importanti, l'attenzione dei responsabili delle politiche potrebbe essersi spostata dai cambi bilaterali a quelli effettivi.

Per quanto più variabili, i cambi restano comunque un elemento fondamentale della politica economica dei paesi emergenti, come conferma il fatto che negli ultimi anni la loro volatilità è rimasta bassa sia in termini assoluti sia in relazione a quella delle principali coppie valutarie (tabella V.2).

Le ragioni dell'importanza dei cambi

I mercati emergenti sono vulnerabili per quattro motivi principali

Vi sono vari motivi per cui il tasso di cambio può essere di rilevanza ai fini della politica economica, specie nei paesi emergenti. Il più immediato è probabilmente l'impatto sui prezzi per il tramite dell'interscambio e delle aspettative, ma entrano in gioco anche considerazioni quali gli effetti sulla competitività esterna di un'economia, sulla stabilità finanziaria e sul funzionamento dei mercati valutari.

I movimenti del cambio possono incidere sull'inflazione

Il cambio può influenzare l'inflazione sia mediante i prezzi dei prodotti finali esposti alla concorrenza internazionale e di quelli intermedi importati, sia attraverso gli effetti sulle aspettative inflazionistiche. Rispetto alle economie industriali, quelle emergenti appaiono più vulnerabili all'impatto del valore esterno della moneta sui prezzi in quanto sono più aperte e hanno un passato di maggiore inflazione.

Anche tra i paesi emergenti esistono differenze a volte significative in termini di vulnerabilità. Secondo alcuni riscontri, in passato la traslazione degli effetti del cambio è stata generalmente più forte in America latina che in Asia (tabella V.3). Anche se sulla correlazione tra inflazione e movimenti valutari influiscono ovviamente numerosi fattori, quali le strutture politiche, economiche e sociali di un determinato paese, i trascorsi inflazionistici meritano una particolare attenzione. Le variazioni del cambio tendono ad avere implicazioni maggiori per i prezzi nei paesi latino-americani con un passato di inflazione elevata e nei quali le aspettative svolgono un ruolo importante. Per contro, i paesi dell'Est asiatico hanno in genere precedenti storici di inflazione contenuta ed effetti di traslazione relativamente modesti.

Per quanto minori, gli effetti di traslazione ...

Negli ultimi anni, tuttavia, la traslazione dei movimenti di cambio sembra essere diminuita sia nei paesi industriali sia in quelli emergenti. Ne è un esempio evidente l'aumento contenuto dell'inflazione successivo alla svalutazione del real brasiliano agli inizi del 1999. Fra le possibili spiegazioni figurano le più moderate aspettative in termini di salari e prezzi risultanti da politiche credibili orientate alla stabilità, le migliori condizioni concorrenziali a seguito delle riforme strutturali e una maggiore integrazione nell'economia mondiale. Tali andamenti sono in linea con l'evidenza empirica secondo cui

negli ultimi anni i precedenti inflazionistici sono andati perdendo d'importanza. Un calo generale degli effetti di traslazione non dovrebbe tuttavia indurre atteggiamenti di condiscendenza, poiché i movimenti valutari continuano a influire in misura rilevante sui prezzi. Nel 2001 il significativo deprezzamento del rand e del real si è accompagnato a una sensibile crescita dell'inflazione. Inoltre, in Turchia e in Argentina il costo della vita ha subito un'impennata dopo il crollo delle rispettive monete nazionali.

... restano un problema

Un'evoluzione sfavorevole dei cambi può influire anche sulla competitività esterna di un'economia, con implicazioni per il saldo esterno, la crescita e – nel più lungo periodo – gli incentivi agli investimenti. Tale aspetto assume particolare rilievo nelle economie emergenti poiché queste tendono a essere relativamente aperte. Ad esempio, la rapida caduta dello yen a fine 2000 e nel corso del 2001 ha destato notevoli preoccupazioni in termini di competitività per la Corea, poiché le esportazioni di questo paese presentano una composizione merceologica simile a quella del Giappone.

Pongono inoltre problemi le variazioni della competitività esterna ...

L'esperienza mostra chiaramente come periodi protratti di apprezzamento/sopravvalutazione del tasso di cambio reale possano inoltre pesare sulla stabilità finanziaria, soprattutto nei paesi emergenti. Ciò può avvenire tramite vari canali. Anzitutto, una tendenza all'apprezzamento in termini reali della moneta nazionale può andare di pari passo con ampi afflussi di capitali, una rapida espansione del credito e insostenibili aumenti dei prezzi delle

... l'instabilità finanziaria ...

Apertura, traslazione, inflazione e attività esterne delle banche centrali						
	Apertura ¹	Traslazione ²		Inflazione ³	Attività esterne delle banche centrali ⁴	
		entro un trimestre	entro un anno		in % delle attività totali	in % della base monetaria
Brasile	14,0	0,08	0,39	868,6	27,7	103,0
Cile	45,6	0,17	0,35	11,8	56,6	60,2
Messico	42,1	0,09	0,27	20,4	69,2	140,9
Corea	55,5	0,06	0,10	5,7	88,1	434,4
Indonesia	47,0	0,10	0,41	14,5	47,9	224,0
Thailandia	73,6	0,04	0,12	5,0	72,4	240,4
Polonia	38,5	-0,06	0,08	84,8	81,3	166,7
Repubblica ceca	88,9	-0,08	0,16	14,7	88,0	104,0
Ungheria	87,8	0,18	0,48	22,3	66,1	243,7
Israele	49,2	0,25	0,28	11,3	88,2	125,9
Sudafrica	36,4	0,02	0,13	9,9	79,8	183,0
Australia	30,1	0,03	0,10	2,5	68,6	116,8
Canada	56,2	0,00	0,11	2,2	57,5	122,4
Nuova Zelanda	45,6	0,05	0,27	2,1	66,8	291,3
Regno Unito	41,6	-0,01	0,02	3,7	22,5	19,2
Svezia	54,1	0,02	0,03	3,3	69,6	147,5

¹ Interscambio in percentuale del PIL; media sul periodo 1990–99. ² 1979–2000. ³ Variazione percentuale media annua dei prezzi al consumo sul periodo 1990–99. ⁴ A fine dicembre 2001 (per Messico e Israele, a fine novembre 2001).

Fonti: Datastream; E. U. Choudhri e D. S. Hakura, "Exchange rate pass-through to domestic prices: does the inflationary environment matter?", *IMF Working Paper 01/194*, dicembre 2001; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.3

Liquidità dei mercati valutari		
	Turnover ¹ /PIL	Differenziale denaro-lettera in percentuale del tasso intermedio
	1° trim. 2001	aprile 2001
Brasile	2,0	0,045
Cile	8,2	0,034
Messico	3,8	0,052
Corea	4,7	0,125
Indonesia	1,0	0,407
Thailandia	3,2	0,067
Polonia	8,0	0,149
Repubblica ceca	6,7	0,058
Ungheria	0,9	0,060
Israele	1,7	0,094
Sudafrica	17,1	0,069
Australia	19,1	0,048
Canada	9,2	0,024
Nuova Zelanda	14,4	0,085
Regno Unito	22,2	0,037
Svezia	16,7	0,026

¹ Volume medio giornaliero degli scambi di valuta locale contro tutte le altre valute nell'aprile 2001, al netto delle duplicazioni per le operazioni "inter-dealer".

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; BRI.

Tabella V.4

attività. La conseguente sovradilatazione del sistema finanziario interno può rendere l'economia altamente vulnerabile di fronte a un rallentamento o a un'inversione di tali flussi. In secondo luogo, un regime di cambio eccessivamente rigido può causare una protratta debolezza dell'economia, nonché un accumulo di debito esterno e una maggiore fragilità finanziaria più in generale, specialmente in presenza di influenze esterne negative come una sfavorevole evoluzione delle ragioni di scambio. Un terzo e importante aspetto è che in entrambi i casi una posizione valutaria sbilanciata può aggravare notevolmente la vulnerabilità dell'economia qualora intervenga una brusca correzione del cambio nominale, e aumentare così le probabilità di una crisi. Se è il sistema bancario ad avere una posizione non pareggiata, i pericoli di insolvenza per le banche sono ovvi. Ma altrettanto seri sono i rischi allorché il disequilibrio valutario riguarda i bilanci della stessa clientela bancaria. Questi rischi possono essere acuiti da carenze di fondo nell'infrastruttura finanziaria, come un debole assetto prudenziale, un'inadeguata gestione del rischio e un'insufficiente base patrimoniale. Alcuni di questi elementi sono riscontrabili in tutte le crisi finanziarie che hanno colpito le economie di mercato emergenti negli ultimi anni, dall'Est asiatico all'Argentina.

Nei paesi emergenti con mercati valutari di piccole dimensioni un'elevata volatilità dei cambi può concorrere a determinare condizioni di mercato disordinate e illiquide, contraddistinte da forti discontinuità dei corsi e ampi spreads denaro-lettera. Una possibile conseguenza dell'illiquidità è l'assenza

... nonché il
funzionamento
e l'evoluzione dei
mercati valutari

di un rischio bidirezionale, con il risultato che le aspettative possono innescare dinamiche che tendono ad accentuare i movimenti del cambio. Nel più lungo periodo, una situazione di disordine può inibire lo sviluppo stesso del mercato.

Due riscontri indiretti fanno ritenere che, rispetto a quelli dei paesi industriali, i mercati valutari di gran parte delle economie emergenti siano in genere meno liquidi. Primo, pur essendo cresciuti rapidamente negli anni novanta, i suddetti mercati restano per lo più di dimensioni relativamente modeste (tabella V.4). Un'eccezione di rilievo è rappresentata dal Sudafrica, dove il volume degli scambi in percentuale del prodotto è paragonabile a quello dei paesi industriali. Secondo, nelle economie emergenti gli spreads denaro-lettera sono meno uniformi e generalmente più ampi che in quelle industriali, il che indicherebbe una maggiore esposizione al rischio di improvvise carenze di liquidità.

Le risposte sul piano delle politiche nei paesi emergenti

Nel definire la risposta ad andamenti indesiderati dei cambi, possono sorgere incompatibilità tra obiettivi diversi. Questa possibilità può manifestarsi in particolare nel caso di un regime imperniato su un obiettivo esplicito di inflazione. Ciò perché una delle finalità, segnatamente il tasso d'inflazione, è chiaramente individuata e la politica monetaria è specificamente orientata al suo perseguimento. In generale, le autorità dispongono di svariati strumenti. Oltreché alla politica monetaria, esse possono ricorrere agli interventi ufficiali per affrontare i problemi di cambio. In determinate circostanze, anche i controlli sui capitali – pur con i costi e i limiti che comportano – sono stati considerati un'opzione praticabile.

L'esperienza degli ultimi due anni in vari paesi che hanno adottato o intendono adottare approcci interamente fondati sull'obiettivo di inflazione illustra come un impiego flessibile dei citati strumenti possa contrastare gli effetti indotti dalla dinamica del cambio senza per questo ostacolare il perseguimento dell'obiettivo prescelto. Nondimeno, la linea di demarcazione tra una risposta agli andamenti del cambio entro i limiti posti dall'obiettivo di inflazione e la gestione del cambio in quanto obiettivo in sé risulta a volte molto sfumata. È compito dei responsabili delle politiche spiegare al pubblico la differenza, ove esista, fra le due tipologie di intervento e i criteri su cui si basano le decisioni di fatto adottate.

Politica monetaria

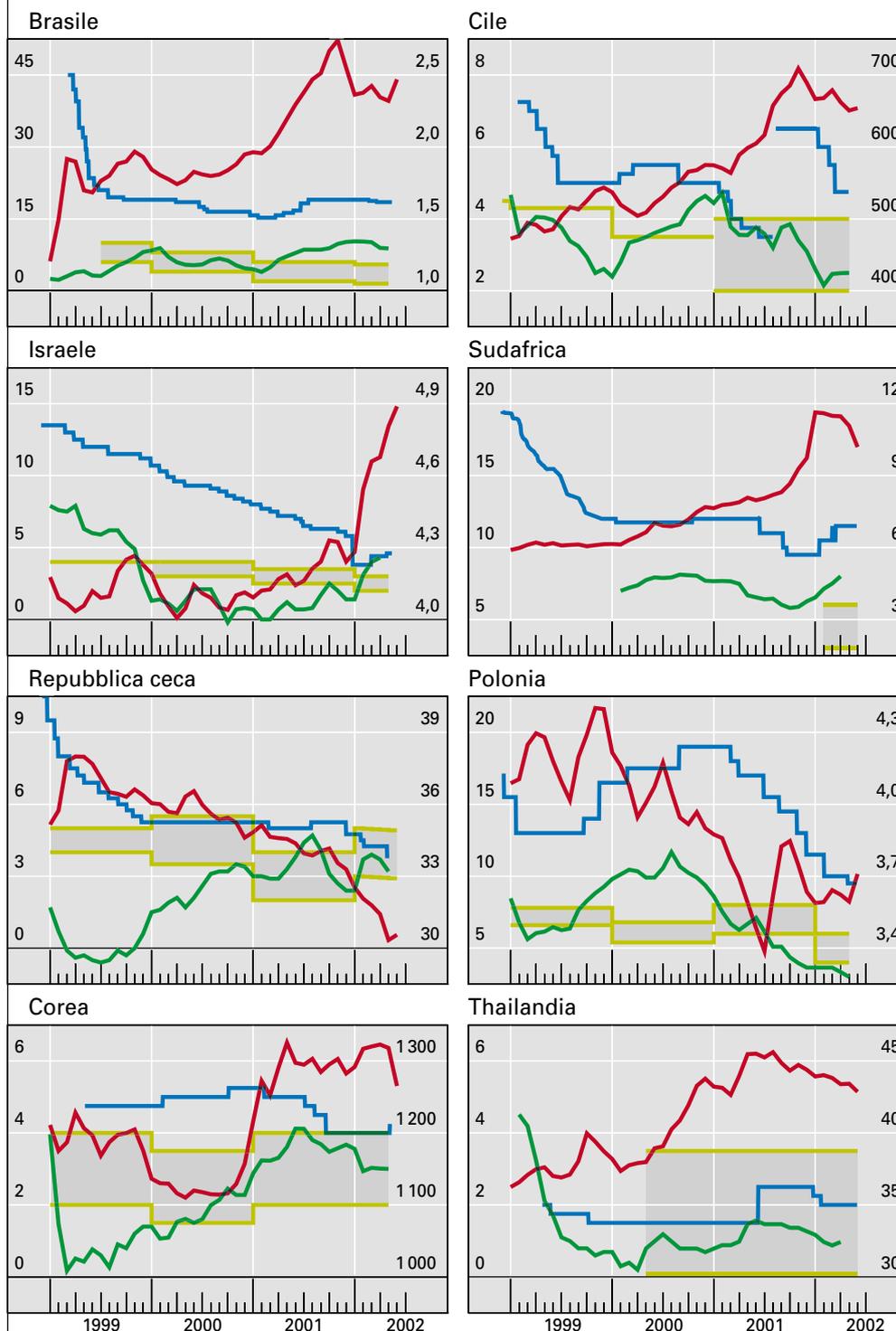
Una modifica d'indirizzo della politica monetaria è di solito lo strumento principale di risposta ai timori inflazionistici associati ai movimenti del cambio. Ad esempio, quando in Brasile l'inflazione ha iniziato a superare l'obiettivo intorno al marzo 2001, in concomitanza con una fase di deprezzamento accelerato e crescente volatilità del cambio, la banca centrale ha capovolto il precedente allentamento monetario (grafico V.9), aumentando aggressivamente i tassi d'interesse e mantenendo questo indirizzo restrittivo fino ai primi mesi del 2002. Una reazione della politica monetaria alla minaccia

La preoccupazione per il cambio pone alle autorità potenziali dilemmi

Risposta della politica monetaria alle pressioni inflazionistiche connesse con il cambio ...

Obiettivi di inflazione, tassi ufficiali e tassi di cambio

— inflazione (s.s.)¹ — tasso ufficiale (s.s.)²
— obiettivo di inflazione (s.s.) — tasso di cambio (s.d.)³



¹ Sudafrica, IPC esclusi interessi ipotecari; Repubblica ceca, inflazione rilevata (prima del 2002, inflazione netta); Corea, IPC di base (prima del 2000, IPC); Thailandia, IPC di base; tutti gli altri paesi, IPC. ² Brasile, tasso obiettivo Selic; Cile, tasso obiettivo overnight nominale (prima di agosto 2001, tasso reale); Israele, tasso primario; Sudafrica, tasso pct; Repubblica ceca, tasso pct a due settimane; Polonia, tasso pct a 28 giorni; Corea, tasso obiettivo overnight; Thailandia, tasso obiettivo pct a 14 giorni. ³ In unità di moneta nazionale per dollaro USA; Repubblica ceca e Polonia, rispetto all'euro; medie mensili.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Grafico V.9

inflazionistica associata a episodi di debolezza della valuta è stata osservata anche in Sudafrica nell'ultimo scorcio del 2000 e nei primi mesi del 2002, in Israele sempre agli inizi di quest'anno e in Indonesia nel 2000. In Polonia la tendenza generale dello zloty a rafforzarsi è coincisa con un calo dell'inflazione a livelli inferiori a quelli della fascia obiettivo nel 2001. Ciò ha indotto la banca centrale ad adottare un'impostazione più distensiva per gran parte dell'anno.

L'orientamento della politica monetaria è stato a volte modificato anche quando le variazioni del cambio non costituivano una minaccia immediata per l'obiettivo di inflazione, in quanto paiono aver pesato altre considerazioni connesse con il valore esterno della moneta. Ad esempio, la Banca Nazionale della Repubblica ceca è tornata a condizioni monetarie più espansive nei primi mesi del 2001 in un contesto di crescita rallentata, persistente vigore della corona e ampio disavanzo commerciale, benché l'inflazione fosse già risalita entro la propria fascia obiettivo. In Thailandia, dopo il recupero del baht nella seconda metà del 2001, a fine anno la banca centrale ha iniziato ad abbassare i tassi d'interesse dati i timori per la debole dinamica della crescita e della domanda di beni di esportazione. Agli inizi del 2002 le condizioni monetarie sono state ulteriormente allentate anche per facilitare quegli aggiustamenti del tasso di cambio che non avrebbero danneggiato gli esportatori. In questi casi, la rilevanza attribuita dai responsabili delle politiche a fattori diversi dall'inflazione è stata comunicata al pubblico mediante, ad esempio, la dichiarazione ufficiale che accompagnava ciascuna decisione, la pubblicazione dei verbali delle riunioni periodiche o i rapporti sull'inflazione.

Il quadro operativo della politica monetaria ha altresì implicazioni per lo spazio di manovra di una banca centrale di fronte a un'evoluzione sfavorevole del cambio. Se come saggio ufficiale si utilizza un tasso d'interesse del mercato monetario a più lungo termine (come in Polonia, nella Repubblica ceca e in Thailandia), vi è un maggior grado di libertà nel lasciar fluttuare il tasso overnight in risposta a momentanee pressioni speculative sui cambi. Se invece si opta per il tasso overnight (come nel caso di Brasile, Cile e Corea), può risultare difficile consentire ai tassi di mercato di scostarsi persistentemente dall'obiettivo ufficiale senza che ciò venga percepito come un allontanamento dall'indirizzo dichiarato.

Interventi valutari

Gli interventi ufficiali possono essere utilizzati in funzione complementare, ovvero come un'alternativa nei casi in cui si ritenga ingiustificato un mutamento immediato della politica monetaria. Essi affrontano direttamente i timori connessi con il tasso di cambio e possono segnalare il punto di vista delle autorità sull'origine di tale problema. Negli ultimi anni le economie emergenti che perseguono obiettivi espliciti di inflazione, nonché alcuni paesi industriali in situazione analoga come Australia e Svezia, hanno fatto ampio uso di interventi sia verbali sia sterilizzati al fine di integrare la propria strategia di "inflation targeting" oppure affrontare problemi specifici. Pur essendovi la possibilità di impiegare interventi non sterilizzati, essi rappresentano di fatto un cambiamento d'indirizzo della politica monetaria attuato sui mercati valutari. In quanto tali, non accrescono il margine di manovra delle banche centrali.

... e a determinati timori di natura non inflazionistica

La scelta del tasso ufficiale può influire sullo spazio di manovra

Ricorso ad altri strumenti ufficiali ...

... quali gli
interventi verbali ...

Mediante gli interventi verbali i responsabili delle politiche possono far conoscere la propria valutazione della situazione e segnalare i propri intendimenti. Ad esempio, alla luce del persistente vigore della corona negli ultimi anni, la banca centrale della Repubblica ceca ha dichiarato pubblicamente di essere pronta a considerare la possibilità di un intervento. Anche il preannuncio di operazioni ufficiali sul mercato in Brasile e Cile nel 2001 può essere interpretato alla stregua di un intervento verbale.

... e quelli
sterilizzati

Analogamente, l'opinione delle autorità ufficiali riguardo all'orientamento attuale e prospettico della politica monetaria può emergere anche dagli interventi sterilizzati noti o presunti. Nella Repubblica ceca, ad esempio, con un'inflazione ritenuta sostanzialmente sotto controllo, nel 2000 si è preferito contrastare il vigore della corona con interventi dichiarati anziché con modifiche del tasso d'interesse. Una linea d'azione analoga è stata seguita in Cile nel 2001 in reazione al rapido deprezzamento del peso. In entrambi i casi, gli interventi sono parsi ribadire che l'indirizzo della politica monetaria era considerato appropriato e sottolineare le preoccupazioni relative all'andamento dei cambi. Per contro, le vendite di dollari effettuate dal Brasile nel 2001 sono servite ad evitare un eccessivo inasprimento monetario, in quanto la decelerazione dell'attività economica e la minaccia di un crescente onere per il servizio del debito rendevano indesiderabile un ulteriore aumento dei tassi d'interesse. La pubblicazione del calendario degli acquisti ufficiali di dollari in Thailandia verso la fine del 2001 potrebbe aver preannunciato le successive riduzioni dei tassi.

Vi è motivo di ritenere che determinati canali mediante i quali potrebbero agire gli interventi sterilizzati funzionino meglio per le valute dei paesi emergenti che non per le maggiori monete a grande mercato. Un intervento può influire direttamente sul cambio in quanto modifica l'offerta relativa di attività in moneta nazionale e in valuta estera. Questo *effetto di portafoglio* potrebbe essere relativamente più importante nei mercati emergenti, specie in quelli dell'Asia orientale, dove le riserve valutarie delle banche centrali sono cospicue rispetto sia al volume delle contrattazioni sui mercati locali dei cambi sia allo stock di moneta nazionale (tabella V.3). Inoltre, intervenendo come market-maker, la banca centrale può concorrere a contenere dinamiche di mercato capaci di autoalimentarsi e ripristinare la consapevolezza dell'esistenza di un rischio tanto al rialzo quanto al ribasso. Questo *effetto di liquidità* potrebbe concernere in modo particolare i paesi emergenti con mercati meno spessi. Le iniziative delle banche centrali brasiliana e cilena intese a fornire obbligazioni, oltreché riserve, in dollari per agevolare il funzionamento dei mercati nel corso del 2001 possono essere interpretate in quest'ottica.

Minore impiego
degli interventi sui
mercati a termine

Per quanto riguarda il segmento di mercato specifico interessato da un intervento ufficiale, negli ultimi anni la situazione sembra mutata. In passato alcune banche centrali avevano fatto ricorso a interventi sul mercato degli strumenti a termine e derivati. Nonostante il vantaggio di non essere soggette a vincoli immediati di bilancio in termini di importo, operazioni di questo tipo paiono essere divenute meno frequenti. Ciò è dovuto in parte alle notevoli perdite generate dalle operazioni a termine durante le crisi valutarie degli anni novanta e alla crescente importanza attribuita di recente alla responsabilità e alla trasparenza dell'operato delle banche centrali. La strategia attualmente

seguita dal Sudafrica di chiudere le proprie posizioni a termine costituisce un esempio in questo senso.

Sebbene gli interventi valutari costituiscano un utile strumento alternativo, nel farvi ricorso occorre soppesarne i vantaggi a fronte dei potenziali limiti e costi. Anzitutto, essi non sempre riescono a influire sul cambio. Inoltre, nella misura in cui riducono eccessivamente la volatilità della moneta, rischiano di pregiudicare la crescita della capacità di market-making del settore privato. Un'analogia è fornita dal mercato interbancario interno, dove una minore frequenza delle manovre volte a livellare la variabilità dei tassi d'interesse è ritenuta propizia per lo sviluppo del mercato stesso. Un ulteriore costo potenziale è costituito dal fatto che, qualora un intervento venga considerato rivelatore degli obiettivi e delle preferenze dei responsabili delle politiche, il messaggio rischia di essere frainteso. Ciò potrebbe a sua volta pregiudicare l'efficacia dell'azione ufficiale. A questo proposito può essere utile uno sforzo inteso a comunicare al pubblico l'atteggiamento e l'approccio adottati dalle autorità riguardo agli interventi. Ad esempio, alla luce dell'esperienza del 2001, agli inizi di quest'anno la banca centrale svedese ha pubblicato un documento ufficiale per chiarire le procedure seguite nel quadro degli interventi sul mercato dei cambi.

Valutazione di costi e benefici

Controlli sui movimenti di capitali

Spesso affrontata solo sommariamente nella trattazione dei regimi monetari e di cambio, la possibilità di introdurre o inasprire i controlli sui capitali resta nella pratica una valida opzione di politica economica per una serie di paesi emergenti. L'esperienza recente insegna che in determinati casi questi controlli, ove ben concepiti e attuati, possono utilmente sostenere altre politiche o proteggere l'economia dagli aspetti destabilizzanti dei flussi di capitali.

I controlli sui capitali restano in certi casi un'opzione possibile ...

Ne costituisce un esempio l'obbligo di riserva infruttifera sugli afflussi di capitali introdotto dal Cile negli anni novanta. Riducendo l'effetto sul cambio di una politica monetaria restrittiva, tale obbligo ha concorso a conciliare le divergenti esigenze degli obiettivi interni ed esterni dell'economia. Esso ha contribuito a limitare la volatilità dei cambi scoraggiando gli afflussi di capitali a breve in favore degli investimenti di più lungo periodo. Si ritiene poi che abbia agevolato la transizione dell'economia verso un regime di cambi flessibili e una piena liberalizzazione dei movimenti di capitali.

In Malaysia l'imposizione di controlli sui deflussi di capitali nel 1998 è stata accompagnata dall'introduzione di un ancoraggio del cambio. Tuttavia, i controlli sono stati utilizzati altrove anche nel contesto di regimi flessibili durante episodi di movimenti valutari sfavorevoli. Nel 2000, ad esempio, in presenza di pressioni al ribasso sul cambio l'Indonesia e la Thailandia, oltre a ricorrere agli interventi valutari (e a un aumento dei tassi d'interesse nel caso dell'Indonesia), hanno cercato di ostacolare le vendite allo scoperto limitando l'accesso degli operatori internazionali alle rispettive valute. Agli inizi del 2002, quando il baht è tornato a rafforzarsi, la Thailandia ha poi allentato alcune delle suddette restrizioni.

I controlli sono stati inoltre impiegati come opzione di ultima istanza allorché l'utilizzo sia della politica monetaria sia degli interventi ufficiali era

per qualche ragione vincolato. A titolo di esempio, in risposta all'aggravarsi del deprezzamento del rand, le autorità sudafricane hanno inasprito l'applicazione dei controlli sui cambi nell'ultimo scorcio del 2001. In quel momento le pressioni inflazionistiche non apparivano ancora tali da giustificare una stretta monetaria, mentre un intervento sul mercato dei cambi non era di fatto proponibile, dato il basso livello delle riserve valutarie e l'impegno a ridurre le proprie esposizioni a termine.

... ma anch'essi hanno dei limiti

Anche i controlli sui capitali, come gli interventi ufficiali, presentano costi e limiti. Una loro applicazione rigorosa comporta di regola elevati oneri amministrativi. I vincoli introdotti potrebbero non consentire la distinzione tra investimenti desiderabili e capitali meno proficui; al tempo stesso l'atteggiamento negativo degli investitori nei confronti dei controlli rischia di limitare ulteriormente l'accesso dell'economia ai mercati finanziari internazionali. Provvedimenti pervasivi possono ostacolare lo sviluppo del settore finanziario e non rappresentano in ogni caso un'alternativa ai necessari progressi nelle riforme a livello sia macro che micro.

I timori legati al cambio persisteranno ...

In conclusione, la gran parte dei paesi emergenti considerati si trova ancora nelle fasi relativamente iniziali di aggiustamento a un contesto di maggiore flessibilità dei cambi. Per le proprie caratteristiche strutturali e, in determinati casi, l'esigenza di riprendersi da crisi recenti, le economie di questi paesi sono generalmente più vulnerabili di quelle dei paesi industriali alle conseguenze dei movimenti valutari su inflazione, crescita e sistema finanziario. Pertanto, almeno nel breve periodo, è presumibile che i movimenti dei cambi continuino a costituire un fattore relativamente più significativo nelle scelte di politica economica. Un'efficace comunicazione delle intenzioni delle autorità circa il ruolo del cambio sarà fondamentale per la credibilità dei regimi operativi adottati. A più lungo termine, tuttavia, gli sforzi intesi a ridurre alcune delle vulnerabilità intrinseche – quali ad esempio lo sviluppo insufficiente dei mercati valutari – dovrebbero mitigare i timori connessi con le oscillazioni dei cambi.

... ma potrebbero essere mitigati riducendo le vulnerabilità intrinseche