

Imperi valutari: il dollaro domina, ma l'euro è in ascesa

Marcello Minenna

20 gennaio 2019

L'uso del Dollaro come valuta di riserva privilegiata negli scambi internazionali è una caratteristica dell'economia globale dal secondo dopoguerra. Meno noto è il ruolo svolto da altre valute-chiave quale lo Yen, la Sterlina, Il Marco tedesco e, negli ultimi 20 anni, l'Euro. Anche l'uso di queste divise ha superato ampiamente i confini geografici delle aree in cui avevano valore legale.

Un recente studio della Bank for International Settlements quantifica l'estensione delle aree di influenza di queste valute-chiave e ne segue l'evoluzione nel tempo a partire dalla fine degli anni '60. Il criterio utilizzato è dato dalla capacità di una valuta-chiave - ad es. del Dollaro - di determinare i movimenti del cambio di altre divise negoziate sui mercati FOREX (Foreign Exchange). In altri termini, più queste sono influenzate dal Dollaro, più i movimenti dei rispettivi tassi di cambio saranno coordinati.

Un'area valutaria "estesa" comprende dunque economie che utilizzano monete diverse, ma che sono relativamente stabili tra loro. In tali aree i trasferimenti di capitale transfrontalieri sono soggetti ad un rischio valutario inferiore, per via della minore volatilità dei tassi di cambio. Gli operatori tendono dunque a preferire, anche in caso di operazioni in valuta estera, la divisa dominante della propria area. Ad esempio, in Messico si userà quasi esclusivamente il Dollaro, mentre in Bulgaria l'Euro.

Il co-movimento dei tassi di cambio può dipendere non solo precise scelte di policy come la scelta di un cambio fisso, ma anche dalla calibrazione dei propri obiettivi di politica monetaria avendo come riferimento i tassi di interesse decisi da banche centrali estere. Infine hanno un peso i legami commerciali tra i Paesi. Ad esempio, il Peso messicano o lo szloty polacco tendono a seguire rispettivamente il Dollaro e l'Euro, in coerenza con il fatto che USA ed UE sono i principali partner commerciali. Questo ultimo fattore è fondamentale per le c.d. commodities currencies, cioè le valute di Paesi esportatori che sono governate dall'andamento dei prezzi delle materie prime.

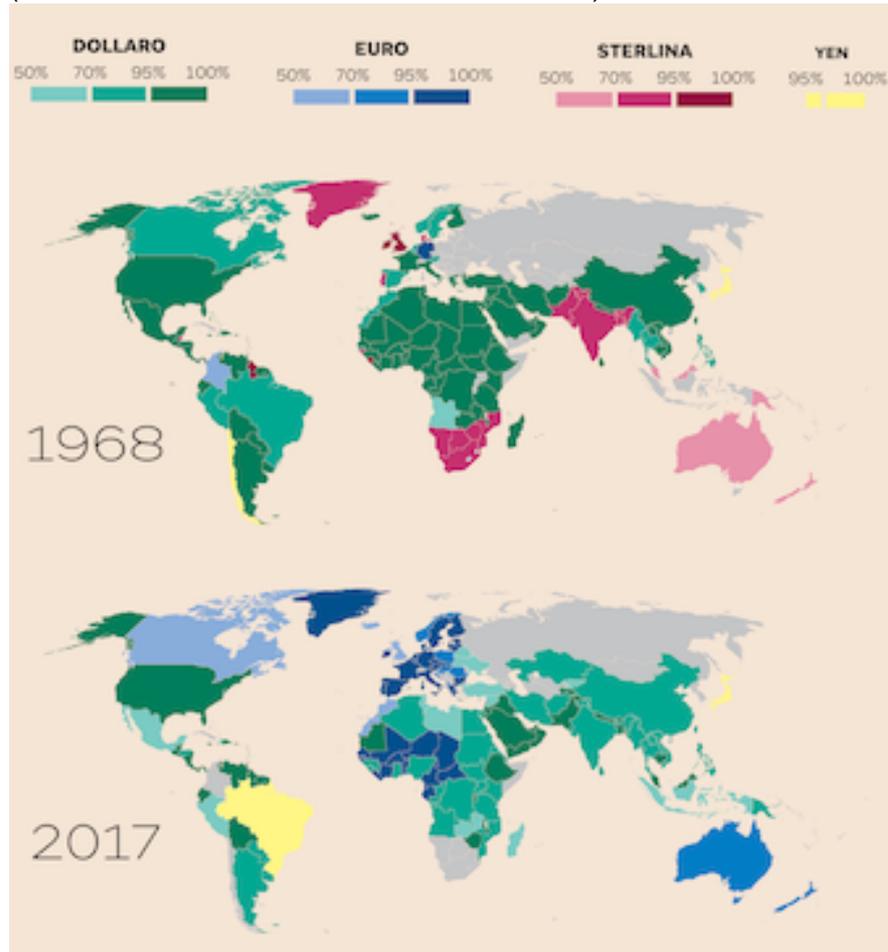
Non sorprendentemente, gli Autori "scoprono" che il 60% del PIL mondiale è prodotto in economie che orbitano all'interno dell'area del Dollaro. Tuttavia l'intensità della "Dollarizzazione" si è ridotta nel

tempo, per via dell'ascesa di un nuovo competitor, l'Euro. Come si evince dalla Figura, se nel 1968 le valute di America Latina, Africa ed Europa occidentale erano ancorate in maniera stretta al Dollaro, nel 2017 il Sud-America lo è molto meno, mentre Europa e parte dell'Africa (quella post-coloniale francese) hanno preso come riferimento l'Euro.

AREA DI INFLUENZA DELLE PRINCIPALI VALUTE MONDIALI

Percentuale determinazione dei tassi di cambio di ogni Paese rispetto al resto del mondo.

(Fonte: Bank for International Settlements)



La zona estesa dell'Euro si è espansa ad est negli anni 2000 inglobando la corona ceca e lo zloty polacco, grazie alla progressiva integrazione di queste economie con quella dell'Eurozona. Il Rublo russo secondo gli Autori potrebbe essere sullo stesso percorso. Inaspettatamente, le divise di Canada, Australia e Nuova Zelanda hanno perso l'aggancio con il Dollaro, rientrando nel 2017 nell'area di influenza (lieve) dell'Euro. I Paesi all'interno dell'area estesa del Dollaro sono cresciuti in media più velocemente rispetto a quelli ancorati all'Euro, ma dubito esista un link causale evidente. Il risultato appare distorto verosimilmente dal peso che hanno all'interno della zona Dollaro le economie asiatiche ad alto ritmo di crescita, in primis la Cina.

Dollaro ed Euro si sono spartite le vestigia di quella che era fino agli anni '70 l'area di influenza della Sterlina. Nelle economie del Commonwealth infatti gli operatori prestavano, effettuavano investimenti privati e le istituzioni detenevano riserve in pounds. Dopo la crisi valutaria del 1976 e la perdita dello status di valuta di riserva, l'area della Sterlina sparisce; la valuta britannica viene attratta nella zona di influenza del marco tedesco mentre i Paesi del Commonwealth subiscono una rapida dollarizzazione. Tutt'ora circa la metà del debito estero privato britannico è regolato in Sterline, un residuo privilegio dell'età imperiale che ha aiutato a migliorare la posizione debitoria netta (Net International Investment Position - NIIP) del Regno Unito durante la recente svalutazione post-referendum Brexit.

Un caso a parte appare quello del Giappone: nel tempo l'area dello Yen è rimasta stabile ma non ha mai guadagnato terreno oltre il territorio nazionale. La ricaduta occasionale di commodity-currencies all'interno di quest'area (Cile nel 1968, Brasile nel 2017) può essere un artefatto del metodo statistico utilizzato, oppure approssimare l'influenza dello Yuan cinese nella determinazione dei prezzi dell'export dei Paesi sud-americani.

Lo Yuan ha guadagnato un più ampio ruolo internazionale dal 2015 dopo l'abbandono del cambio fisso con il Dollaro da parte della People Bank of China e l'ammissione nel paniere delle valute di riserva del Fondo Monetario Internazionale. Tuttavia secondo gli Autori i dati sono troppo pochi e troppo distorti dal periodo di altissima volatilità che è seguito alla rottura del peg Yuan/Dollaro per poter inferire risultati affidabili. Quel che sembra trasparire è che lo Yuan stia acquisendo influenza a discapito del Dollaro nell'intermediare i rapporti commerciali con i Paesi vicini.

La determinazione delle aree valutarie estese effettuata nello studio BIS assume importanza a latere nell'interpretazione degli squilibri nei conti con l'estero. Infatti i saldi delle bilance dei pagamenti vanno rivalutati in aggregato tra economie che sono relativamente stabili rispetto ad una valuta-chiave; sono solo i saldi aggregati che possono avere un'influenza significativa sull'andamento futuro del tasso di cambio. In questa prospettiva, il saldo delle partite correnti e la posizione debitoria netta (Net International Investment Position - NIIP) dell'area Dollaro appaiono molto diverse da quelle dei soli USA: se fino agli anni '80 partite correnti e NIIP aggregate risultano determinate dai deficit delle partite correnti USA, negli anni 2000 si discostano per via dell'accumulo di surplus commerciali ed asset finanziari di Cina, Giappone e Paesi asiatici emergenti che compensano le posizioni debitorie USA.

Con la crisi internazionale del 2008-2009, l'apprezzamento del Dollaro ha peggiorato il valore delle liabilities degli USA, ma ha fatto crescere quello degli asset in Dollari dei Paesi asiatici lasciando grosso modo in

equilibrio la posizione aggregata. Il Dollaro ha svolto dunque durante la crisi una funzione di assicurazione contro i disastri finanziari, di cui però hanno beneficiato soprattutto i Paesi satelliti dell'area del Dollaro.

Per quanto riguarda la zona estesa dell'Euro non si registrano fenomeni di riequilibrio intra-area. Il forte surplus delle partite correnti determinato dal crollo delle importazioni dei Paesi periferici durante la crisi del 2011-2013 non viene mai riequilibrato in aggregato, visto lo scarso peso dei Paesi extra-Eurozona e la mancanza di una corrispondente riduzione dei surplus dei Paesi dell'Europa del Nord. La posizione debitoria complessiva resta bilanciata, dopo una fase fortemente negativa nei primi anni 2000.

Anche dal lato valutario dunque l'economia globale appare orientata verso un assetto sempre più multipolare.

* Economista

@MarcelloMinenna

<https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2019-01-20/imperi-valutari-dollaro-domina-ma-euro-e-ascesa-104008.shtml>