

Dipartimento di Scienze Politiche Università di Bari

Corso di Economia Internazionale 2020-21  
Prof. Michele Capriati

**Modulo 14**

Tassi di cambio, tassi di interesse  
e movimenti di capitale



# **Determinanti del tasso di cambio**

- I tassi di cambio sono determinati dalla domanda e dall'offerta di una valuta rispetto alla domanda e all'offerta di un'altra
- I tassi di cambio possono essere studiati nel breve (variazioni orarie, giornaliere, settimanali) e nel lungo periodo (anni)

# I tassi di cambio nel lungo periodo

- Per studiarli nel lungo periodo vediamo la legge del prezzo unico
- In mercati competitivi, privi di costi di trasporto e di barriere commerciali, prodotti identici, commerciati in paesi diversi, devono essere venduti allo stesso prezzo se espresso in una valuta unica
- Esempio: Tasso di cambio USA/Francia:  $\$1 = 2\text{€}$ . Una giacca venduta a 50\$ a New York dovrebbe essere venduta a 100€ a Parigi (50x2)



Perché deve essere così?

Se il prezzo non è identico, i consumatori continueranno a comprare il prodotto dove costa meno.

Per comprare il prodotto in quel paese, dovranno però procurarsi la valuta locale. Quindi ci sarà una forte domanda di quella valuta. Questo porterà quella valuta ad apprezzarsi. E quindi il prezzo del bene ad aumentare per i consumatori stranieri.

Gli acquisti/vendite di valute continuano finché conviene e riequilibrano i prezzi mutando il tasso di cambio

# La parità del potere d'acquisto

- Quel che vale per un singolo bene, vale per tutti i beni
- In mercati relativamente efficienti (pochi ostacoli al commercio e agli investimenti) il prezzo di un “paniere di beni” dovrebbe essere all'incirca equivalente in ogni paese
- Se non lo è, ci sono acquisti dove conviene, come per il singolo bene, in modo da pareggiare i prezzi nel lungo periodo tramite i movimenti dei cambi

## La teoria della parità del potere d'acquisto (PPA)

- Se vi sono differenze/variazioni dei prezzi relativi vi sono variazioni dei tassi di cambio;
- Se i prezzi in un paese salgono, i beni diventano meno convenienti; si acquistano all'estero; ma questo provoca vendite di valuta nazionale, che quindi perde valore

- Sono dunque il livello e la dinamica dei prezzi interni di un paese a determinare nel lungo periodo il valore relativo (tasso di cambio) della sua valuta



## **Implicazione fondamentale**

La dinamica dei prezzi di un paese influenza il suo tasso di cambio

Un paese con un alto tasso di inflazione avrà una valuta deprezzata nei confronti della valuta di un paese con un tasso di inflazione più basso


Un paese con un basso tasso di inflazione, avrà nel tempo una valuta che si rafforza



La PPA funziona però solo in modo parziale, nel lungo periodo

### **Perché non funziona la PPA?**

- esistono costi di trasporto e barriere al commercio;
- molti servizi non sono “commerciabili” (non possono essere consumati a distanza)
- in alcuni mercati i prezzi sono diversi perché le imprese hanno differente potere di mercato;
- Alcuni beni hanno importanza differente nei diversi paesi (consumi alimentari, trasporti...)



Quindi la teoria della PPA fornisce una importante regola per capire la dinamica di lungo periodo dei tassi di cambio, ma non fornisce indicazioni precise sul loro livello

Soprattutto, i meccanismi di riequilibrio della PPA richiedono tempo

Che cosa accade invece ai tassi di cambio nel breve periodo?




# **Tassi di interesse, tassi di cambio, movimenti di capitali**

# Tassi di cambio nel breve periodo

Perché si richiede una valuta estera?

- Per acquistare i prodotti/servizi importati;
- Per acquistare titoli esteri.

Nel breve termine il tasso di cambio dipende dalla domanda/offerta di valuta. Se vi è maggiore domanda di una valuta rispetto all'offerta, il suo prezzo relativo (cambio) tende a crescere



Nel mondo contemporaneo i movimenti finanziari sono molto più grandi dei movimenti dei beni (anche perché i capitali si possono spostare molte volte, mentre i beni in genere si spostano una sola volta).

Quindi determinanti principali della domanda/offerta di valuta (e quindi dei tassi di cambio a breve/medio termine) sono i movimenti di capitali per l'acquisto di titoli esteri.

# Tassi di interesse e movimenti di capitali

Perché i capitali si spostano all'estero? Perché si desidera acquistare titoli esteri?

Ipotizziamo che gli investitori (coloro che possiedono i capitali) sono alla ricerca dei rendimenti più alti; e che quindi spostano le proprie risorse finanziarie verso i paesi che offrono rendimenti maggiori.

Ipotizziamo per semplicità un mondo in cui:

- ci sono due paesi, Europa e USA
- ciascuno ha una propria valuta, euro e dollaro
- in ogni paese vi è un solo titolo, nella valuta del paese
- il suo rendimento è definito tasso di interesse

In questo mondo, se il tasso di interesse in Europa è più alto, tutti gli investitori desiderano comprare il titolo europeo.

Gli investitori europei dispongono già degli euro per acquistarli; quelli americani dovranno prima procurarsi gli euro (vendendo dollari) e poi acquistare i titoli





Ma il solo tasso di interesse non è sufficiente per spiegare i movimenti dei capitali.

Gli investitori non considerano solo il rendimento del capitale, ma anche la variazione attesa nel tempo del valore del capitale (titolo).

Ipotizziamo per semplicità che entrambi i titoli abbiano un valore (es. quotazione del titolo) che resta fisso nel tempo all'interno del paese

Perché allora può variare il valore del titolo? Perché in futuro si modifica il tasso di cambio. Cerchiamo di capire perché.

La variazione attesa nel tempo del valore del capitale investito dipende dal tasso di cambio futuro.

**Esempio:** Un europeo ha un capitale di 1000 euro da investire per un anno

Tasso di interesse Europa 5%  $\longrightarrow$  rendimento 50

Tasso di interesse USA 10%  $\longrightarrow$  rendimento 100

Tasso di cambio oggi 1 euro = 1 dollaro

Ma per investire in USA deve cambiare oggi gli euro in dollari.

Quanto guadagna dopo un anno? Che succede dopo un anno?

Valore finale dell'investimento in Europa 1050 euro

Valore finale dell'investimento in USA 1100 dollari

Ma quanti euro valgono 1100 dollari fra un anno?

Dipende dal tasso di cambio futuro che ci sarà fra un anno!

Se ad esempio:

tasso di cambio fra un anno 1 euro = 1 dollaro,  
allora 1100 dollari varranno 1100 euro

**CONVIENE INVESTIRE IN USA**

Ma se

tasso di cambio fra un anno 1 euro = 2 dollari,  
allora 1100 dollari varranno 550 euro

**CONVIENE INVESTIRE IN EUROPA**



Quanto varrà il dollaro fra un anno?

Non lo sappiamo, e ipotizziamo per semplicità che non si faccia una operazione assicurativa sul cambio

L'investitore deciderà in base alla sua ASPETTATIVA; cioè alla previsione che fa su quale sarà il tasso di cambio euro/dollaro fra un anno



Ma ancora non basta.

Va anche considerato il “rischio-paese” relativo all’economia in cui si investe:


- rischio “default” = il paese non rimborsa l’investimento all’acquirente del titolo;
- rischi macroeconomici e politici = fanno diminuire i valori dei titoli in cui si investe in quel paese (caduta azioni, difficoltà banche, imprese, governi)



Quindi, concludendo:

Capitali vanno dove “conviene”, tenendo conto di :

- rendimenti dei titoli (tasso di interesse);
- Variazioni nel tempo del valore dell’investimento; dipende dalle aspettative sui tassi di cambio (differenza tra tasso di cambio attuale e futuro);
- rischio-paese



Quindi, tassi di interesse e tassi di cambio influenzano i movimenti di capitali.

Se i tassi di interesse sono elevati, attirano investimenti

Per il tasso di cambio, non è un problema di livello di oggi, ma di dinamica futura: se si ritiene che la valuta di un paese si apprezzerà, questo attira investimenti



# Movimenti di capitali e tassi di cambio

Ma non finisce qui. I movimenti di capitali influenzano a loro volta i tassi di cambio. Vediamo come; esempio:

rendimento Europa = rendimento USA;

rischio-paese Europa = rischio-paese USA;

tasso di cambio oggi 1 euro = 1 dollaro

tasso di cambio atteso 2 euro = 1 dollaro

Conviene investire in USA, perché il valore del dollaro aumenterà in futuro.

Ma per investire in USA gli europei devono comprare dollari. Tutti oggi domandano dollari.

Il valore del dollaro continua a salire; questo rafforza il dollaro oggi; e continua a rafforzarlo finché conviene comprare dollari per investire, vale a dire fino a quando:

tasso di cambio oggi 2 euro = 1 dollaro

A quel punto nessuno vuole più comprare dollari, perché l'investimento in Europa e in USA è equivalente, dato che il tasso di cambio di oggi è diventato uguale al tasso di cambio atteso (2 euro per dollaro).

Naturalmente funziona così se il tasso di cambio atteso rimane

tasso di cambio atteso  $2 \text{ euro} = 1 \text{ dollaro}$

Ci sono due diverse possibilità:

1) mercati razionali

Può succedere che il tasso di cambio atteso resti  
2 euro = 1 dollaro; movimenti di capitale lo hanno solo  
anticipato; mercati finanziari seguono determinanti  
dell'economia reale (ciò che conta sono i motivi per cui ci  
sono le aspettative di deprezzamento). Mercati si incaricano  
di riportare cambi al “vero valore” e poi restano in  
equilibrio (è cioè indifferente investire oggi in Europa o  
USA).

## 2) Seconda possibilità: mercati irrazionali

Ma può succedere che cambino le aspettative future, a seguito del comportamento degli investitori:

- ci si aspettava dollaro più forte;
- i capitali vanno in USA;
- il dollaro si è rafforzato;
- ci si aspetta dollaro ancora più forte (muta tasso di cambio atteso), anche perché lo si vede rafforzarsi.

Cioè:

aspettative di rafforzamento fanno rafforzare il dollaro  
(aspettative che si autorealizzano, *self-fulfilling prophecies*)

Ma rafforzamento dollaro può produrre nuove aspettative.


Mercati finanziari non vanno in equilibrio.

Continua movimento di capitali verso USA finché non si  
fermano le aspettative.

Mercati sono “irrazionali”.

Quindi sono decisive, per spiegare i movimenti di capitali e quindi i tassi di cambio, le aspettative.

Aspettative sul tasso di cambio futuro dipendono da PPA-inflazione, variabili economiche, rischio paese; ma anche da moltissime altre variabili economiche e politiche, e di natura psicologica.



I mercati finanziari internazionali, che si muovono anche in base alle **proprie aspettative**, determinano quindi nel breve-medio periodo i valori di cambio della valuta di un paese.

Ma il valore che si raggiunge può non essere quello desiderato dalle autorità di quel paese



# Politica del tasso di cambio

Se i mercati fanno **apprezzare molto** la valuta di un paese, per le autorità è abbastanza facile contrastare l'azione dei mercati.

Essi possono ad esempio ridurre i tassi di interesse, provocando una fuoriuscita di capitali e quindi un deprezzamento della valuta

Più complesso è in caso in cui che le autorità di un paese (governo/banca centrale) non vogliano che la propria valuta si **deprezzi**. Come possono impedirlo?

## Come si difende una valuta?

Con l'azione, anche congiunta, di tre strumenti:

1. **Alzando i tassi di interesse.** Ma aumentare l'appetibilità dei propri titoli e attirare capitali (ma questo ha effetti negativi sull'economia del paese: induce recessione). Difendere il cambio può *confliggere con gli obiettivi interni* del paese: se aumentano i tassi di interesse si riducono gli investimenti, la domanda interna, l'occupazione

2. **Contrastando le aspettative** (notizie, dichiarazioni, impegni di politica economica: dipendono da forza effettiva e da credibilità del paese e delle sue autorità di politica economica).

3. **Contrastando il deprezzamento del cambio attraverso l'utilizzo delle riserve ufficiali di valuta:** autorità contrastano il deprezzamento comprando la propria valuta; ma per farlo hanno bisogno di valuta estera, che è detenuta nelle riserve ufficiali (valute estere, oro).

E' molto più facile contrastare **apprezzamento** della propria valuta: si vende valuta nazionale per evitare che suo valore salga: basta stamparla!

che **deprezzamento**: occorre comprare la propria valuta; per questo bisogna vendere valuta straniera; ma la valuta straniera non si può stampare: occorre avere ampie riserve valutarie

# Convertibilità della valuta

- La valuta di un paese è detta **liberamente convertibile** quando il governo del paese permette sia ai residenti che ai non residenti di acquistare quantità illimitate di valuta estera
- I governi possono limitare o restringere la convertibilità per diverse ragioni:
  - Rallentare i meccanismi di mobilità dei capitali
  - Preservare le riserve ufficiali in valuta estera
  - Per il timore che la libera convertibilità porti ad una fuga di capitali