

Corso di Economia Internazionale
Prof. Gianfranco Viesti

Modulo 16

Tassi di cambio, tassi di interesse
e movimenti di capitale

Hill, cap. 10 (seconda parte) ampliato e integrato



Determinanti del tasso di cambio

Teorie economiche per la determinazione 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
- Prezzi e tassi di cambio:
 - Legge del prezzo unico
 - Parità del potere di acquisto (PPP)
 - Offerta di moneta e inflazione
- Tassi di interesse e tassi di cambio
- Psicologia degli investitori ed effetto traino

La legge del prezzo unico

- In mercati competitivi privi di costi di trasporto e di barriere commerciali, prodotti identici, commerciati in paesi diversi, dovrebbero essere venduti allo stesso prezzo se espresso in una valuta unica

- Esempio: Tasso di cambio USA/Francia: $\$1 = 0,78\text{€}$

Una giacca venduta a 50\$ a New York dovrebbe essere venduta a 39,24€ a Parigi ($50 \times 0,78$)

La parità del potere d'acquisto

- Paragonando i prezzi di prodotti identici in diverse valute, dovrebbe essere possibile determinare il tasso di cambio “reale” o di PPA – se i mercati sono efficienti
- 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

Big Mac Index

luglio 2007

TABELLA IO2 Big Mac Index, luglio 2007						
	Prezzo del Big Mac in valuta locale	In US\$	Tasso di cambio PPA implicito* dell'US\$	Tasso di cambio di mercato dell'US\$ 2 luglio 2007	Sotto(-)/sopra(+) valutazione contro US\$ (in%)	
Stati Uniti	\$	3,41	3,41	-	-	-
Area dell'euro**	€	3,06	4,17	1,11	1,36	22
Argentina	Peso	8,25	2,67	2,42	3,09	-22
Australia	A\$	3,45	2,95	1,01	1,17	-14
Brasile	Real	6,90	3,61	2,02	1,91	6
Canada	C\$	3,88	3,68	1,14	1,05	8
Cile	Peso	1565	2,97	459	527	-13
Cina	Yuan	11	1,45	3,23	7,6	-58
Corea del Sud	Won	2900	3,14	850	923	-8
Danimarca	Dkr	5,08	5,08	8,14	5,46	49
Egitto	Pound	9,54	1,68	2,8	5,69	-51
Filippine	Peso	85,0	1,85	24,9	45,9	-46
Giappone	¥	280	2,29	82,1	122	-33
Hong Kong	HK\$	12,0	1,54	3,52	7,82	-55
Indonesia	Rupiah	15900	1,76	4,663	9015	-48
Malesia	Ringgit	5,5	1,6	1,61	3,43	-53
Messico	Peso	29,0	2,69	8,5	10,8	-21
Nuova Zelanda	NZ\$	4,6	3,59	1,35	1,28	5
Perù	New Sol	9,5	3	2,79	3,17	-12
Polonia	Zloty	6,9	2,51	2,02	2,75	-26
Regno Unito	£	1,99	4,01	1,71\$	2,01\$	18
Repubblica Ceca	Koruna	52,9	2,51	15,5	21,1	-27
Russia	Rouble	2,03	2,03	15,2	25,6	-41
Singapore	S\$	2,59	2,59	1,16	1,52	-24
Sud Africa	Rand	15,5	2,22	4,55	6,97	-35
Svezia	SKr	33,0	4,86	9,68	6,79	42
Swizzera	CHF	6,30	5,2	1,85	1,21	53
Tailandia	Baht	62,0	1,8	18,2	34,5	-47
Taiwan	NT\$	75,0	2,29	22	32,8	-33
Turchia	Lire	4,75	3,66	1,39	1,3	7
Ungheria	Forint	600	3,33	176	180	-2
Venezuela	Bolivar	7400	3,45	2170	2417	1

* Prezzo locale diviso il prezzo negli Stati Uniti (eccezione per euro e sterlina: rapporto inverso).

** Media ponderata dei paesi membri; ammontare di valuta locale per 1 US\$ (eccezione per euro e sterlina: ammontare di US\$ per valuta locale); media di New York, Chicago, San Francisco e Atlanta; dollari per euro; dollari per sterlina.

Fonte: The Economist, 5 luglio 2007.

Offerta di moneta e inflazione

- La teoria della PPA prevede che variazioni dei prezzi relativi causino variazioni dei tassi di cambio
 - Un paese con un alto tasso di inflazione dovrebbe aspettarsi un deprezzamento della sua valuta contro la valuta di un paese con un tasso di inflazione più basso
 - Si ha inflazione quando l'offerta di moneta cresce più rapidamente dell'output
- PPA puzzle

Offerta di moneta e inflazione

1. Perché non funziona la PPA?

- esistono costi di trasporto e barriere al commercio;
- in alcuni mercati i prezzi sono diversi perché le imprese hanno potere di monopolio;
- molti servizi non sono “commerciabili” (non possono essere consumati a distanza)



Tassi di interesse, tassi di cambio, movimenti di capitali

Tassi di interesse e tassi di cambio

Perché si chiede una valuta estera?

- Per acquistare i prodotti/servizi importati;
- Per acquistare titoli denominati in valuta estera.

Nel breve termine il tasso di cambio dipende dalla domanda/offerta di valuta.

Tassi di interesse e tassi di cambio

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 tassi di cambio

Perché i capitali si spostano?

Sono alla ricerca dei migliori rendimenti e quindi si muovono verso i paesi che offrono rendimenti (tassi di interesse) maggiori. Quindi, in un mondo a due paesi, A e B, se $i_A > i_B$, i capitali vanno verso A (ipotesi semplificatrice: un solo tasso di interesse in A).

Tassi di interesse e tassi di cambio

Ma questo non è sufficiente. Gli investitori non considerano solo il rendimento del capitale, ma anche la variazione attesa nel tempo del valore del capitale.

Tassi di interesse e tassi di cambio

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

Esempio:

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

Per investire in USA bisogna cambiare oggi gli euro in dollari.

Tassi di interesse e tassi di cambio

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!

Tassi di interesse e tassi di cambio

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

Tassi di interesse e tassi di cambio

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

- rischio “default” = che il paese non rimborsi l’investimento;
- rischi macroeconomici e politici = vanno a diminuire i valori dei titoli in cui si investe in quel paese (caduta azioni, difficoltà banche, imprese, governi)

Tassi di interesse e tassi di cambio

Quindi, concludendo:

Capitali vanno dove “conviene”, tenendo conto di :

- rendimenti dei titoli (i);
- aspettative sui tassi di cambio (differenza tra tasso di cambio attuale e futuro);
- rischio-paese

Tassi di interesse e tassi di cambio

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

Tassi di interesse e tassi di cambio

Ma i movimenti di capitali influenzano a loro volta i tassi di cambio.

Esempio:

rendimento Europa = rendimento USA;

rischio-paese Europa = rischio-paese USA;

Ma:

tasso di cambio oggi 1 euro = 1 dollaro

tasso di cambio atteso 2 euro = 1 dollaro

Tassi di interesse e tassi di cambio

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

Ma per investire in USA tutti oggi domandano dollari (e continuano a farlo perché conviene!); questo rafforza il dollaro oggi; e continua a rafforzarlo finché conviene, vale a dire fino a quando:

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

Tassi di interesse e tassi di cambio

Naturalmente funziona così se il tasso di cambio atteso rimane

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

Tassi di interesse e tassi di cambio

Può succedere che il tasso di cambio atteso resti
2 euro = 1 dollaro; movimenti di capitale lo hanno solo
anticipato; mercati finanziari restano in equilibrio (è cioè
indifferente investire oggi in Europa o USA).

Mercati sono “razionali”.

Tassi di interesse e tassi di cambio

Ma può succedere che cambino le aspettative future:

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

Tassi di interesse e tassi di cambio

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”.

Tassi di interesse e tassi di cambio

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, ma anche da variazioni indotte da altre variabili economiche e politiche), rischio-paese.

Tassi di interesse e tassi di cambio

Caso Corea 1997 (BOX).

Imprese coreane fanno grandi investimenti e si indebitano in dollari con l'estero (investitori prestano perché si aspettano profitti).

Previsioni di problemi di mercato per le imprese coreane.
Tutti vendono won e comprano dollari.

Quotazione won precipita.

Tassi di interesse e tassi di cambio

Come si difende una valuta?

1. 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).

Tassi di interesse e tassi di cambio

2. Alzando i tassi di interesse (ma questo ha effetti negativi sull'economia del paese: induce recessione)
3. Contrastando il deprezzamento del cambio attraverso l'utilizzo delle riserve ufficiali di valuta (ma dipende da dimensione riserve ufficiali).

Convertibilità della valuta

- I governi possono imporre restrizioni alla 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
 - Una valuta è detta **esternamente** convertibile quando solo i non residenti possono convertirla in una valuta estera senza alcun limite
 - Una valuta è **non convertibile** quando sia i residenti che i non residenti non possono convertire quella valuta in un'altra

Convertibilità della valuta

- Possibili limiti governativi
 - Limitazione della possibilità che i residenti convertano la valuta domestica in valuta estera
 - Limitazione della possibilità che le imprese domestiche portino valuta estera fuori dal paese
- I governi possono limitare o restringere la convertibilità per diverse ragioni:
 - Preservare le riserve ufficiali in valuta estera
 - Per il timore che la libera convertibilità porti ad una fuga delle riserve in valuta – fenomeno noto come fuga di capitali

Tassi di interesse e tassi di cambio

E' molto più facile contrastare **apprezzamento** (si vende valuta nazionale per evitare che suo valore salga: basta stamparla!)
che **deprezzamento** (occorre vendere valuta straniera per evitare che valore valuta nazionale scenda: ma bisogna avere ampie riserve!)

Tassi di interesse e tassi di cambio

Caso Corea 1997 (BOX).

Banca Centrale usa riserve per impedire caduta won.

Alza i tassi di interesse al 12%.

Ma inutile! Riserve si esauriscono, won continua a scendere.

Lezione: i mercati finanziari sono più forti delle Banche Centrali

Psicologia degli investitori ed effetto traino

Le variazioni dei tassi di cambio nel breve termine sono legati a:

- la psicologia degli investitori e l'effetto traino
 - Alcuni studi suggeriscono che questi fattori giocano un ruolo importante nelle variazioni di breve termine
 - Difficili da prevedere