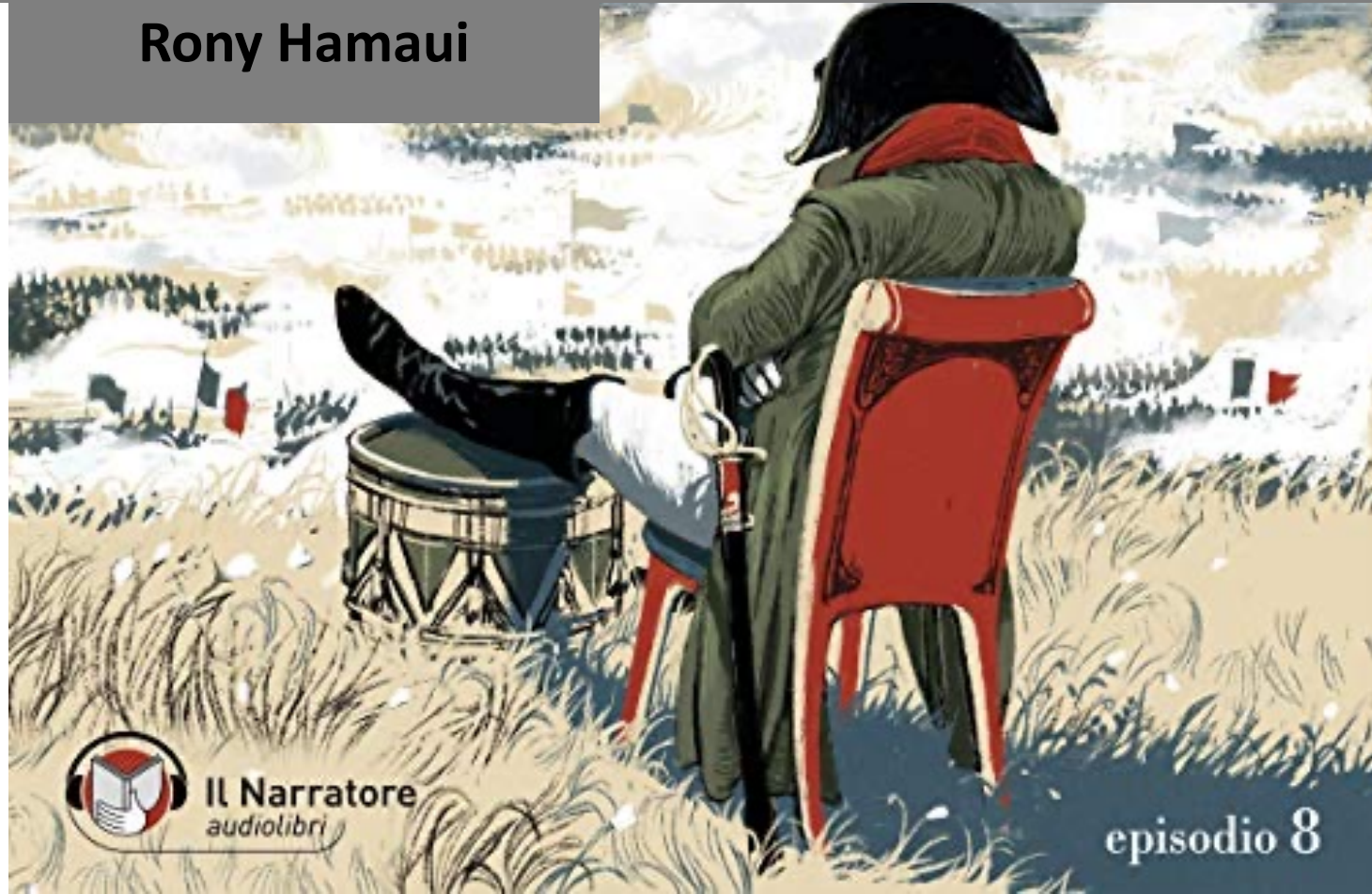


I MERCATI VALUTARI TRA GUERRE E PACE

Rony Hamaui



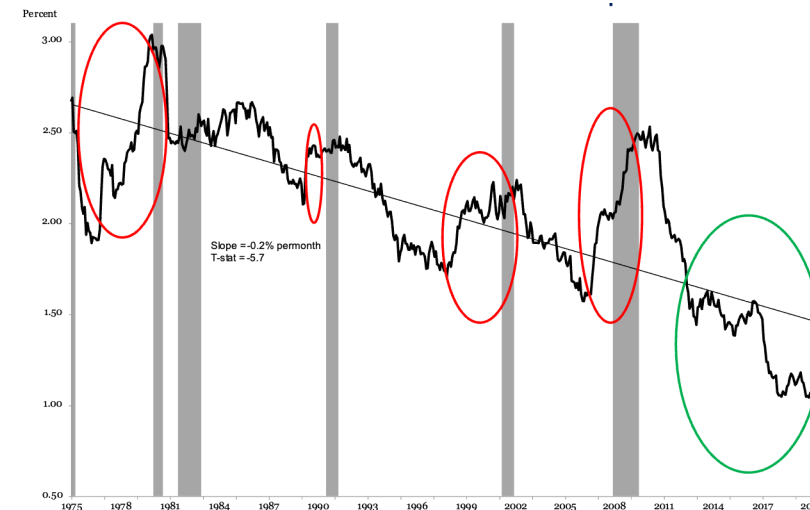
 Il Narratore
audiolibri

episodio 8

La tendenziale caduta della volatilità

- Dopo la caduta di Bretton Wood nel 1971-73 e le turbolenze valutarie che ne seguirono, i tassi di cambio hanno mostrato una **tendenziale caduta della loro volatilità**
- Solo a **ridosso delle crisi finanziare** e conseguenti recessione i tassi di cambio hanno registrato una certa turbolenza.
- **Neppure la crisi pandemica**, dopo un iniziale turbolenza è riuscita a invertire questa tendenza.

FIG. 1 -Volatilità del cambio \$/Euro



Media mobile a 4 anni delle variazioni mensili in valore assoluto del cambio
I periodi di recessione negli Stati Uniti sono ombreggiate (NBER).

FIG. 2 – Volatilità del cambio \$/Yen



Media mobile a 4 anni delle variazioni mensili in valore assoluto del cambio
I periodi di recessione negli Stati Uniti sono ombreggiate (NBER).

Bretton Wood II

A spiegare questi andamenti hanno certamente concorso il trend discendente del

- **inflazione**
- **tassi d'interesse**

La conquistata **indipendenza delle banche centrali** e la definizione di un loro chiaro obiettivo in termini di stabilità dei prezzi spiegano queste dinamiche.

Questo si aggiunge al fatto che **il dollaro ha mantenuto una forte centralità** nel sistema monetario internazionale

FIG. 3 –Prezzi al consumo dei paesi OCSE

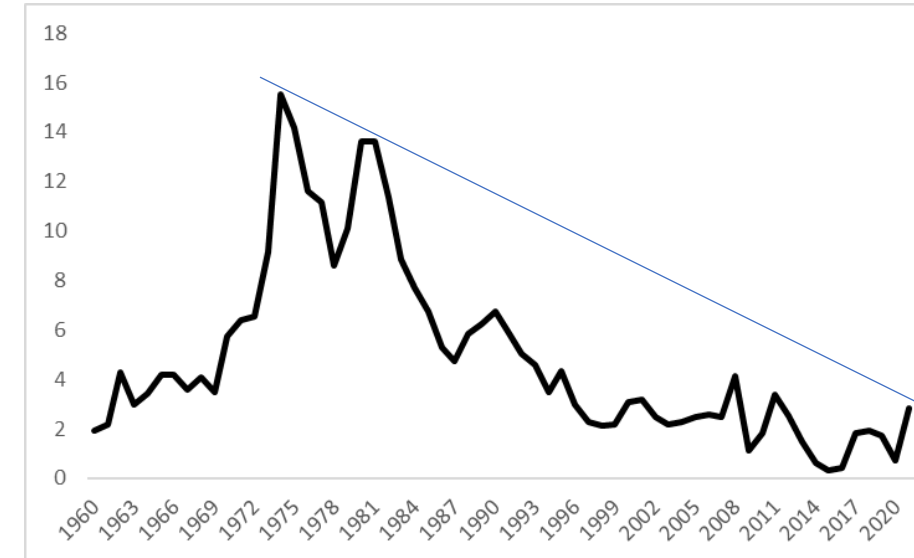
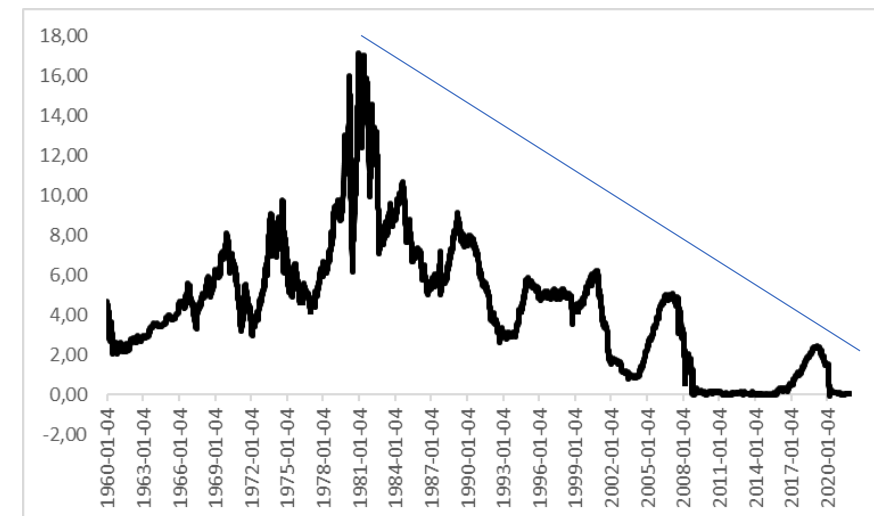


FIG. 4 – Tassi d'interesse de T Bill a 3 mesi



Le turbolenze valutarie dopo la quiete

Quando nel corso del 2021 l'inflazione è esplosa e le banche centrali hanno aumentato i tassi

- il dollaro si è prima molto rafforzato, quando la determinazione della Fed è sembrata maggiore

- mentre la volatilità dei mercati valutari ha conosciuto una violenta impennata

FIG. 6 - Tasso di cambio EUR/USD



FIG. 5 - Indice di volatilità del \$ (BNCVIX USD)



Il processo di disinflazione sarà lungo e faticoso

Un recente lavoro di tre economisti dell'università del Michigan , dopo aver analizzato numerosi episodi inflazionistici occorsi, concludono:

- **gli episodi di forte inflazione tendono a essere persistenti**, poiché una volta raggiunto il picco il tasso di crescita dei prezzi rimane a lungo consistente.
- **i periodi di disinflazione**, che in media durano tre/quattro anni, **sono molto più lunghi** di quello di accelerazione dei prezzi;
- anche se gli episodi di forte inflazione sono inattesi, **le aspettative a breve si adeguano rapidamente**;
- **le aspettative di crescita dei prezzi a lungo termine crescono** dopo ma solo leggermente e per qualche anno rimangono su tali maggiori livelli;
- **i tassi d'interesse nominali salgono**, ma meno velocemente dei tassi d'inflazione,
- **le politiche fiscali non diventano particolarmente restrittive.**

Previsione sulla volatilità

- In questo contesto è probabile che **la volatilità sul mercato dei cambi si riduca gradualmente** con l'allentamento delle politiche monetarie restrittivi
- Ovviamente è sempre possibile che **altri shocks colpiscano l'economia mondiale** e che le tensioni politiche e militari internazionali tornino ad acuirsi
- **Ogni tensione politico militare rafforza il dollaro, moneta rifugio**



Il Ruolo del \$ sui mercati

- Dopo la seconda guerra mondiale il \$ ha assunto una posizione centrale sui mercati valutari
- Tale posizione è rimasta fino ad oggi anche se il peso del pil e del commercio internazionale americano si è fortemente ridotto



Il Ruolo del CNY- renmimbi

La quota della moneta cinese, sul mercato dei cambi è salita dal 4,3% al 7%, diventando **la quinta valuta più usata sul mercato dei cambi.**

Seppure la moneta cinese venga soprattutto scambiata a Hong Kong, Londra e negli altri centri off-shore, **il mercato domestico cinese (Mainland China- CFET) è diventato l'ottavo centro di trading mondiale,**



Quota delle riserve mondiali in \$

-
- la quota delle **riserve ufficiali denominate in dollari** ha **registrato negli ultimi anni una costante caduta**: da oltre il 70% dell'inizio degli anni 2000 a poco meno del 60% attuale.
 - Solo durante il periodo di crisi dell'euro, fra il 2013 e il 2016, il peso della moneta americana ha guadagnato posizioni a discapito del Euro
 - Le **riserve denominate in renmimbi**, hanno raggiunto quasi il 3%, conquistando così la quinta posizione dopo il dollaro, l'euro, la sterlina e lo yen.

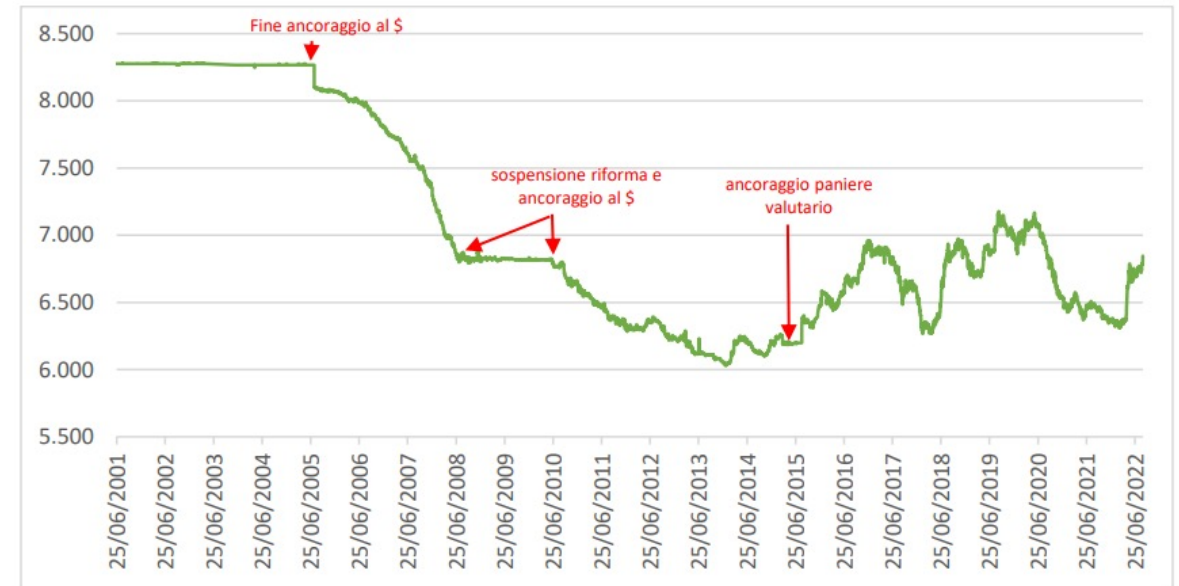
B. US dollar share of official foreign exchange reserves



Le riserve ufficiali cinesi

- Negli ultimi due decenni, la Cina ha operato prima in un **regime di tassi di cambio fissi** e poi a fluttuazione controllata,
- accumulando un enorme ammontare di **riserve ufficiali: oltre \$3,25 trilioni** (escluso l'oro).
- La Cina detiene oltre un quarto delle riserve mondiali
- Oltre il **60% sono denominate in \$**.
- Questo crea una reciproca dipendenza economica
- Stime recenti mostrano come una riduzione **dell'1% delle riserve ufficiali in \$** detenute dalla Cina, (\$19,5 miliardi di dollari) , causerebbero un aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro americano a lungo termine di oltre **20 punti base**

Tasso di cambio USD/CNY



Il ritorno all'oro

- Dopo l'imposizione delle sanzioni alla Russia, le statistiche sul mercato dell'oro mostrano come le banche centrali di molti paesi hanno aumentato in maniera importante i loro acquisti.
- Secondo i dati raccolti dal World Gold Council, per ritrovare simili livelli risalire alla fine degli anni 60' che precedettero il crollo di Bretton Wood.

Acquisti nette di oro delle banche centrali



Il campo di battaglia dei sistemi di messaggistica e di clearing...

Society for Worldwide
Interbank Financial
Telecommunication (SWIFT)



**C.I.P.S. (China International
Payment System)**

Nel giugno del 2022, CIPS contava **1341 partecipanti**, di cui 76 partecipanti diretti e 1265 partecipanti indiretti.

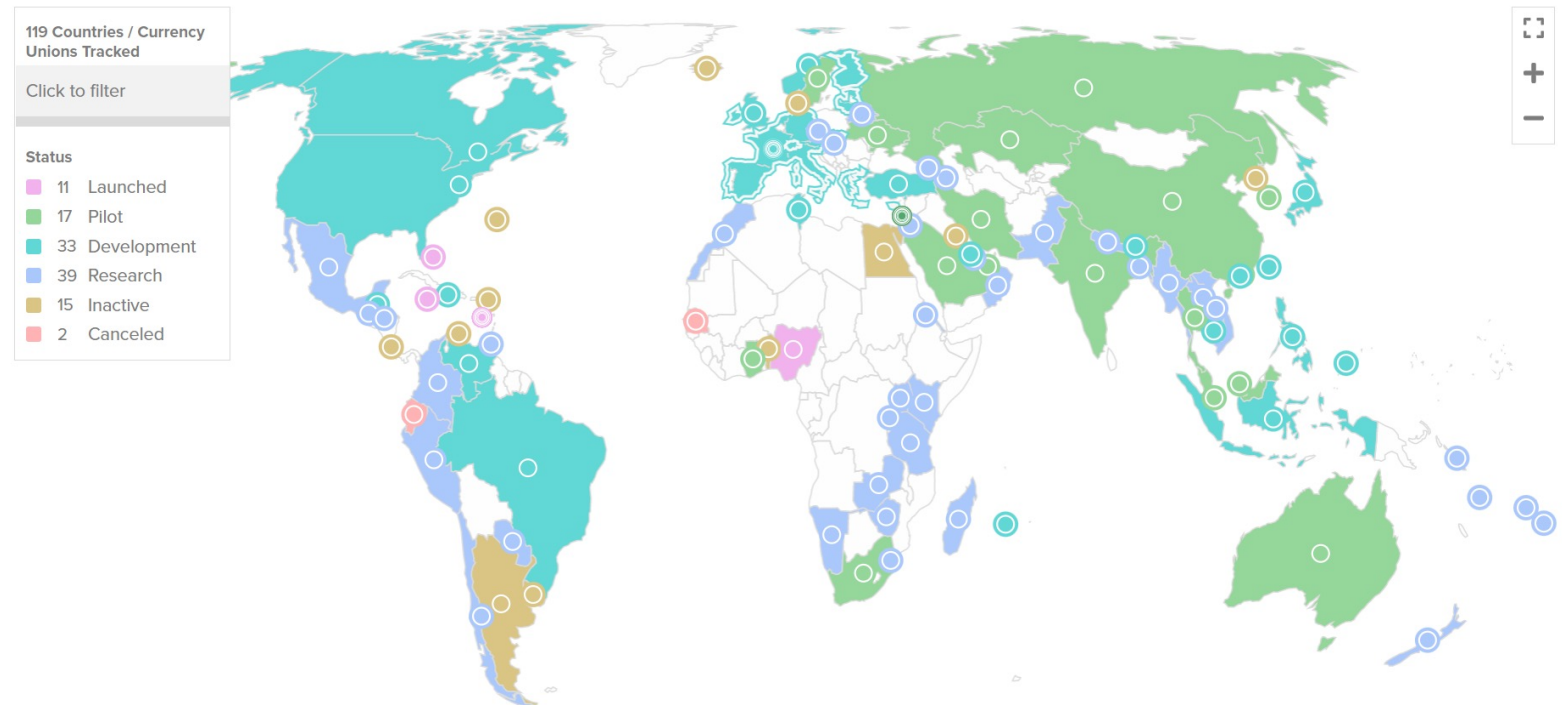
Tra i partecipanti indiretti, 965 provenivano dall'Asia (di cui 547 dalla Cina continentale), 185 dall'Europa, 46 dall'Africa, 29 dal Nord America, 23 dall'Oceania e 17 dal Sud America, coprendo così 106 paesi del mondo

Meno performante è invece il sistema russo, **SPFS**

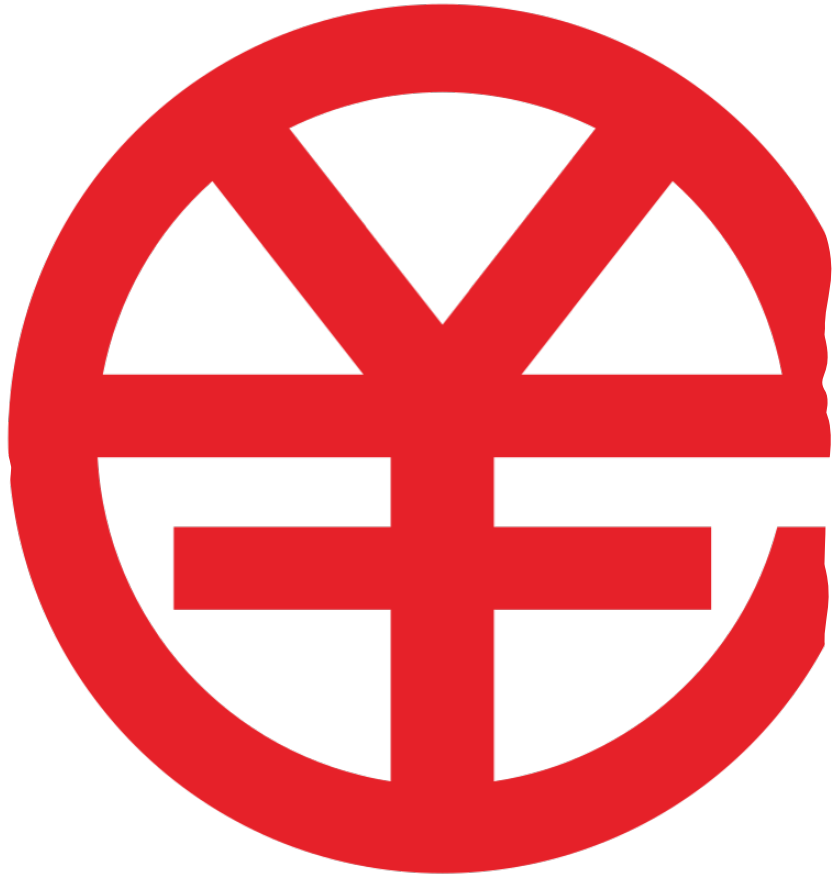
ma soprattutto delle valute digitali

- 11 paesi che hanno lanciato una propria moneta digitale,
- 17 paesi le stanno testando attraverso progetti pilota,
- 33 le stanno attualmente sviluppando e
- 39 sono impegnati in una fase di ricerca

Stato d'implementazione delle CBDC



E-CNY

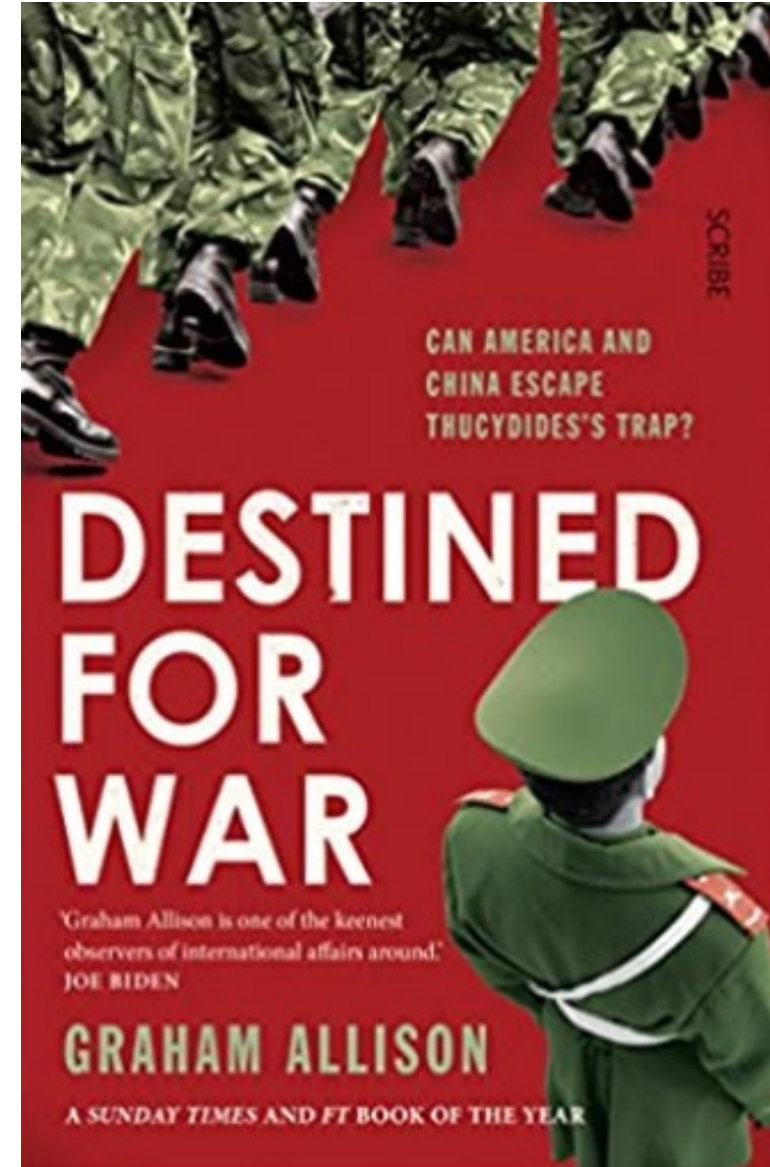


- nel 2017 il governo cinese ha lanciato un progetto e-CNY.
- Nell'aprile 2020, la Cina ha sperimentato la valuta digitale in quattro città
- All'inizio del 2022 le stime parlano di duecentosessanta milioni di portafogli aperti.
- Nel frattempo, la People's Bank of China (PBoC) ha stipulato accordi con le banche centrali di Thailandia, Emirati Arabi Uniti e Hong Kong,
- Molto più prudente e attendista appare l'atteggiamento del governo americano, che preferisce non mettere in discussione il primato del suo sistema monetario e finanziario..
- Europa è in una posizione intermedia

Le relazioni tra gli Usa e la Cina

Graham Allison, professore alla John F. Kennedy School of Government presso l'Harvard University, nel suo ultimo libro descrive i rapporti fra Cina e Stati Uniti in termini di «**trappola di Tucidide**»,

ovvero **una situazione nella quale una potenza in ascesa sfida la supremazia di una potenza consolidata**





Tucidide nel suo libro sulla guerra del Peloponneso, che devastò l'antica Grecia dal 431 A.C. al 404 A.C., spiega la guerra come:

La conseguenza inevitabile della forte ascesa di Atene e conseguente la paura che questa instillò in Sparta,

Sparta vinse la guerra ma l'egemonia politico culturale ellenica terminò per sempre

No	Period	Ruling Power	Rising Power	Domain	Result
1	Late 15 th century	 Portugal	 Spain	Global empire and trade	No war
2	First half of 16 th century	 France	 Habsburgs	Land power in western Europe	War
3	16 th and 17 th centuries	 Habsburgs	 Ottoman Empire	Land power in central and eastern Europe, sea power in the Mediterranean	War
4	First half of 17 th century	 Habsburgs	 Sweden	Land and sea power in northern Europe	War
5	Mid-to-late 17 th century	 Dutch Republic	 England	Global empire, sea power, and trade	War
6	Late 17 th to mid-18 th centuries	 France	 Great Britain	Global empire and European land power	War
7	Late 18 th and early 19 th centuries	 United Kingdom	 France	Land and sea power in Europe	War
8	Mid-19 th century	 France and United Kingdom	 Russia	Global empire, influence in Central Asia and eastern Mediterranean	War
9	Mid-19 th century	 France	 Germany	Land power in Europe	War
10	Late 19 th and early 20 th centuries	 China and Russia	 Japan	Land and sea power in East Asia	War
11	Early-20 th century	 United Kingdom	 United States	Global economic dominance and naval supremacy in the Western Hemisphere	No war
12	Early-20 th century	 United Kingdom <small>supported by France, Russia</small>	 Germany	Land power in Europe and global sea power	War
13	Mid-20 th century	 Soviet Union, France, UK	 Germany	Land and sea power in Europe	War
14	Mid-20 th century	 United States	 Japan	Sea power and influence in the Asia-Pacific region	War
15	1940s–1980s	 United States	 Soviet Union	Global power	No war
16	1990s–present	 United Kingdom and France	 Germany	Political influence in Europe	No war

Negli ultimi 500 anni, questa condizione si è verificata sedici volte, dodici delle quali ha condotto ad un distruttivo conflitto armato.

- Francia e l'Inghilterra nel XVII e XVIII secolo,
- Germania e l'Inghilterra che sfociò nella I guerra mondiale
- III Reich e il Giappone da una parte e la Francia, l'Inghilterra e gli Stati Uniti dall'altra, che condusse alla II guerra mondiale.

Solo in cinque casi l'ascesa di una potenza emergente non si è trasformata in una guerra armata.

- la rivalità fra la Spagna ed il Portogallo nel XV secolo,
- fra gli Stati Uniti e l'Inghilterra nel XX secolo,
- fra Stati Uniti e l'URSS, dal 1945 al

La rivalità sino- americana

-
- Oggi, ci ricorda Allison, **“una Cina inarrestabile si avvicina a un’America inamovibile.**
 - Sia Xi Jinping che Donald Trump hanno promesso di rendere i loro paesi **“di nuovo grandi”**.
 - In un clima di sospetto anche un piccolo incidente può provocare una severa crisi, così che **la storia evolva “as usual”** ovvero in una guerra devastante”.
 - **Biden,, non ha fatto che confermare** un conflitto commerciale e tecnologico



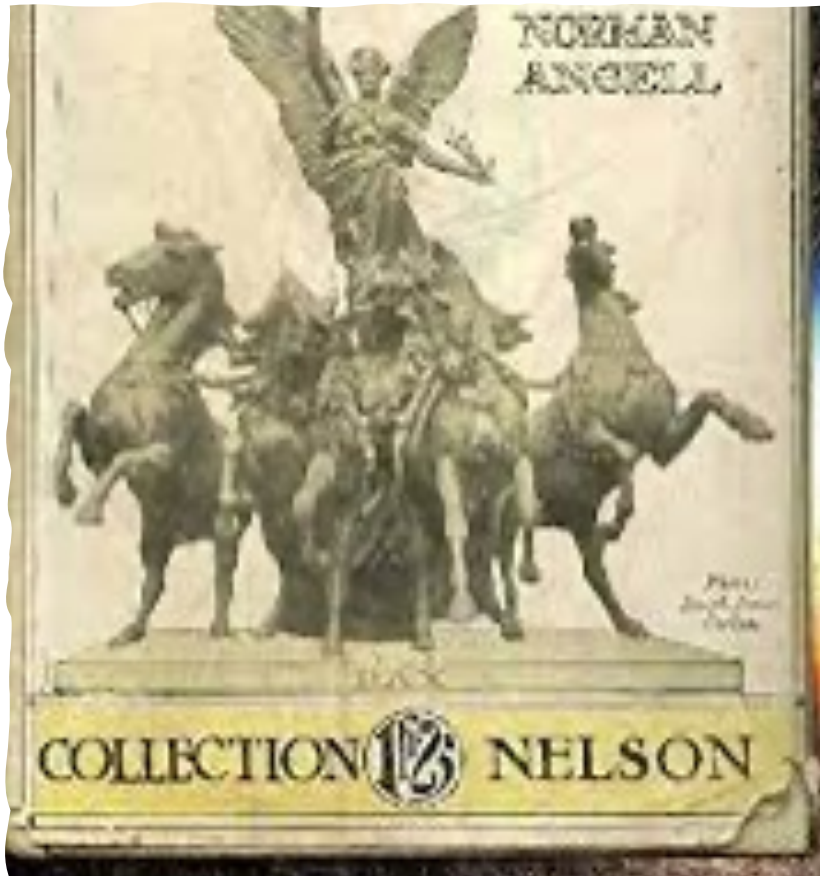
La grande illusione: i rapporti economici finanziari favoriscono la pace?

Montesquieu (1748) osservava che “il commercio è una cura per i pregiudizi più distruttivi; poiché quasi dovunque troviamo maniere oneste, lì fiorisce il commercio e dovunque c'è commercio, lì incontriamo maniere piacevoli”.

Adam Smith, Thomas Paine, Frederic Bastiat, John Stuart Mill e Richard Cobden, hanno ipotizzato che il commercio avrebbe contribuito alla pace e alla comprensione reciproca e quindi ridotto la probabilità delle guerre.



La grande illusione



- Rimane controversa la direzione di causalità.
- Per alcuni autori è la pace che favorisce gli scambi e non viceversa.
- Non sempre strette relazioni economiche e finanziarie garantiscono la pace.
- Lo scoppio della Prima guerra mondiale avviene dopo un lungo periodo di pace e globalizzazione.
- In un'era di pace tra grandi potenze, il commercio e la finanza tendono a crescere, mentre un clima di sospetto stimola il protezionismo e inaridisce gli scambi

La globalizzazione:

commercio mondiale quale percentuale del pil (%)



«Dì là dei ragazzi che giocano ai soldati.
Di qua dei soldati che giocano come ragazzi»

Il capitano De Boeldieu

