

14 dicembre 2020

Il Sole **24 ORE**

SISTEMA FINANZIARIO

L'ASCESA (APPARENTE) DEL RUOLO INTERNAZIONALE DELL'EURO

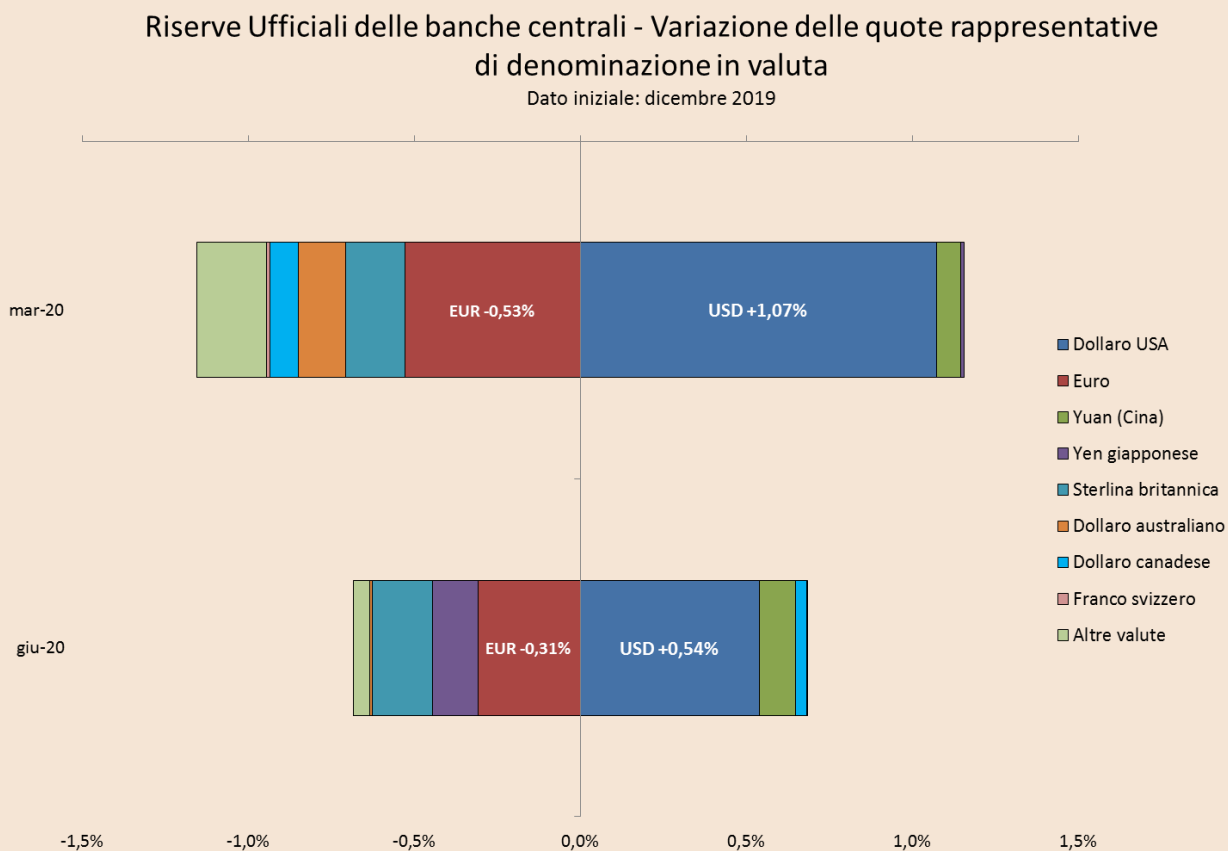
di Marcello Minenna

Lo *shock* pandemico del 2020 ha ribadito più che mai il ruolo centrale del Dollaro nel sistema finanziario internazionale, soprattutto per le economie emergenti.

Le riserve valutarie delle banche centrali sono in genere grandezze piuttosto stabili in aggregato; non subiscono particolari scossoni e movimenti superiori a pochi decimi di punti percentuali nella ripartizione tra valute sono già inusuali. Nel corso dei primi 6 mesi del 2020 è stata però osservata una deviazione significativa verso il Dollaro, con una crescita della quota delle riserve oltre l'1%, a spese delle altre valute dei Paesi occidentali (cfr. Figura 1).

L'afflusso di riserve è stato più marcato nel primo trimestre 2020 mentre i mesi successivi hanno visto un parziale ribilanciamento delle posizioni. Anche lo Yuan è uscito vincente dalla crisi pandemica con un accrescimento della propria quota nei forzieri delle banche centrali di un significativo +0,11%. In ogni caso resta ferma la posizione privilegiata del Dollaro come valuta di riserva, con oltre il 61% delle riserve. L'Euro segue ben a distanza (19%), lontanissima la terza posizione detenuta dallo Yen giapponese (5,75%).

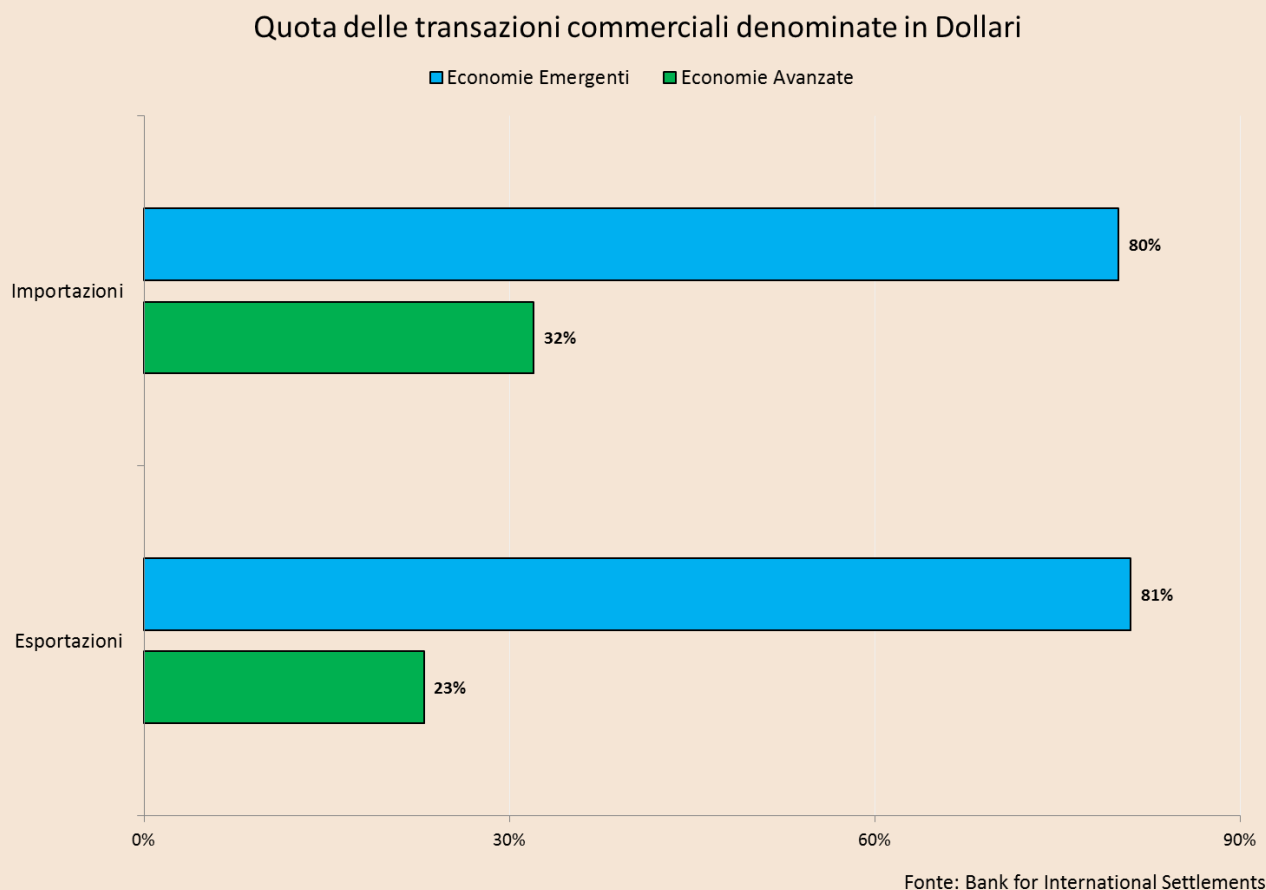
Figura 1



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Il più recente *report* sulla stabilità finanziaria della *Bank for International Settlements* (BIS, la banca centrale delle banche centrali) di dicembre 2020 rimarca l'assoluto dominio del Dollaro nelle economie emergenti, sia per quanto riguarda l'emissione di debito governativo in Dollari – ai massimi storici – sia per la gestione del commercio internazionale. Infatti oltre l'80% delle importazioni/esportazioni dai Paesi emergenti è denominato in Dollari, rispetto al 30% medio delle economie industrializzate (cfr. Figura 2).

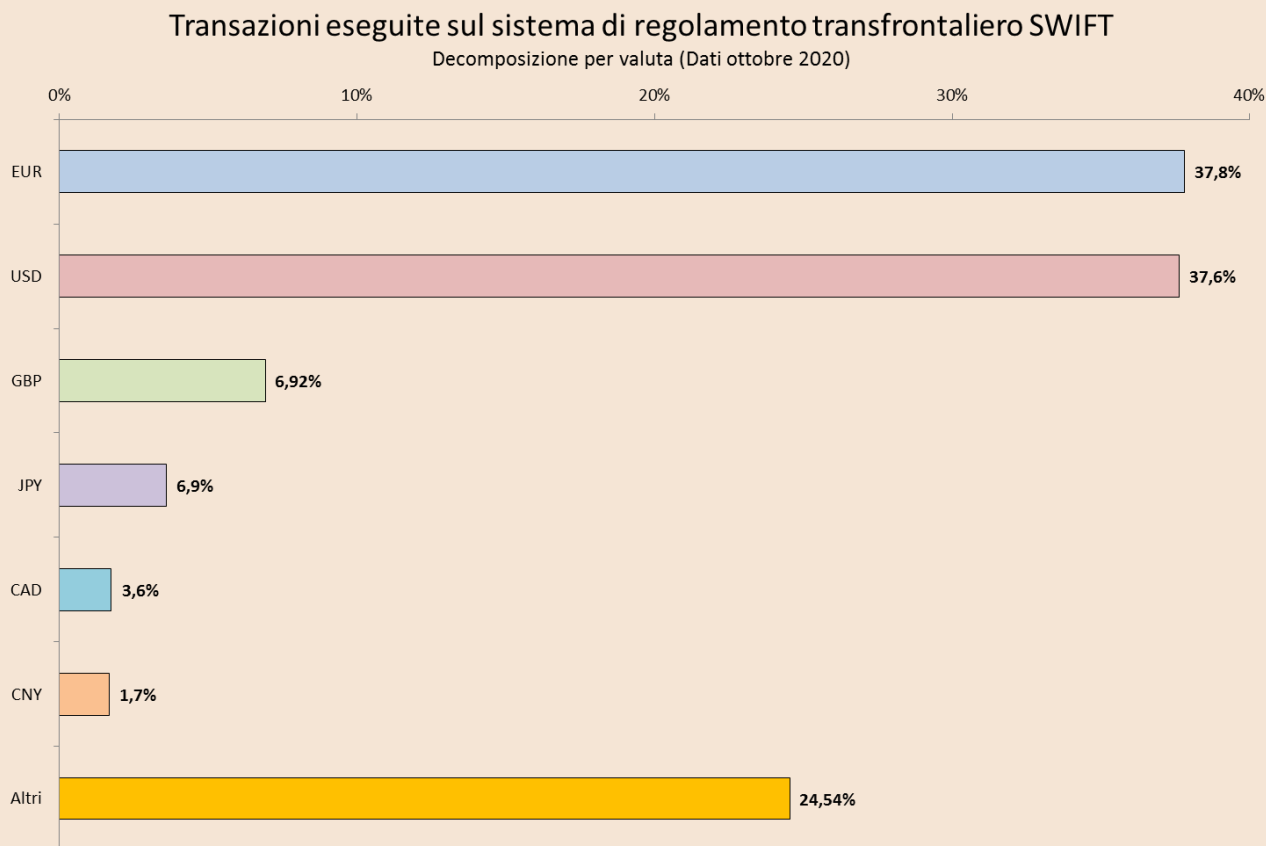
Figura 2



L'EURO COME PRIMA VALUTA NEGLI SCAMBI INTERNAZIONALI

Nelle ultime settimane ha avuto parecchio risalto un dato pubblicato dalla *SWIFT*, la società internazionale che gestisce il sistema di pagamenti transfrontalieri più diffuso al mondo. Secondo l'ultimo studio *SWIFT* l'Euro avrebbe conquistato il trono di valuta più utilizzata negli scambi internazionali con il 37,8% superando di un soffio il Dollaro (37,6%). Molto distanziate le altre valute comunemente utilizzate, come la Sterlina (6,92%), lo Yen (6,9%) o lo Yuan (1,7%).

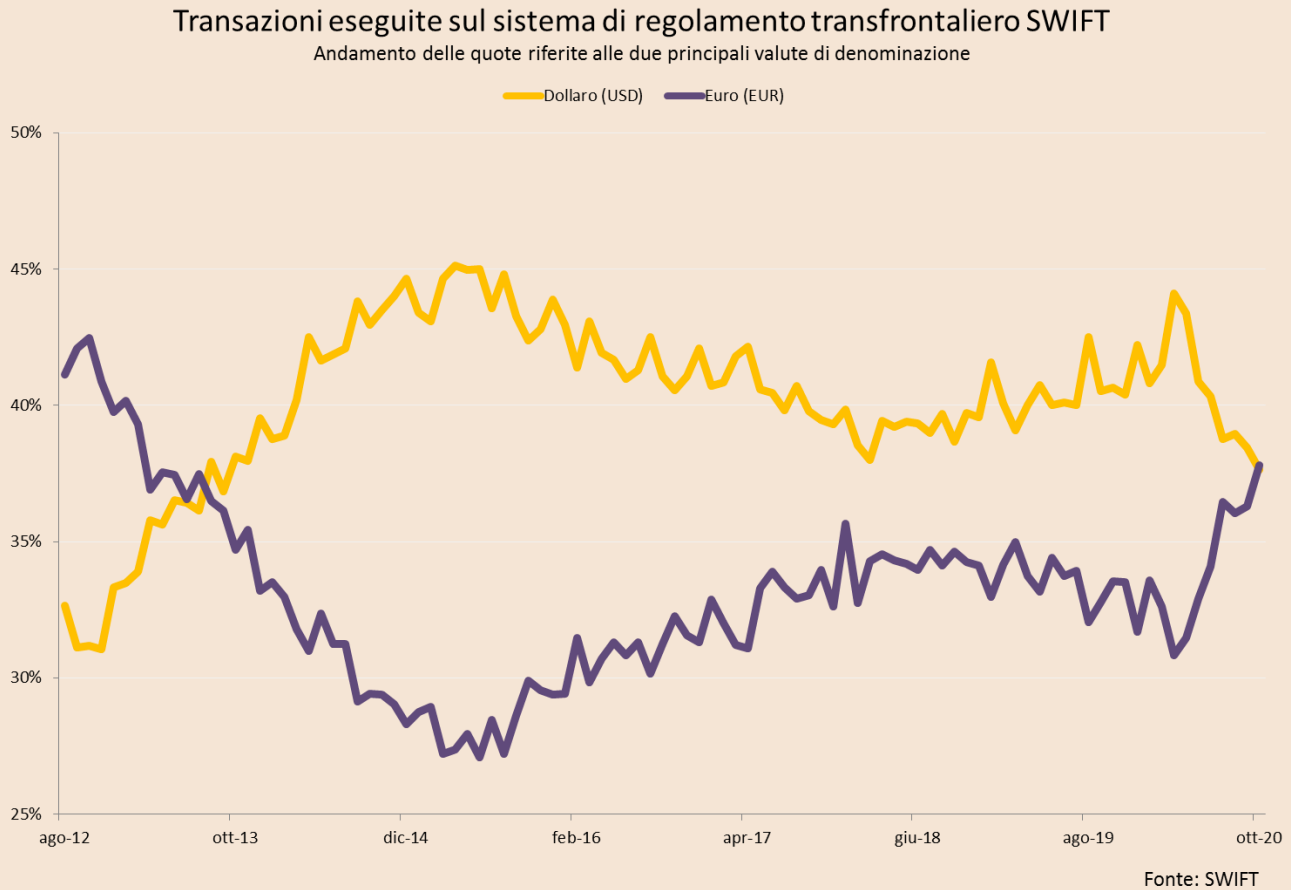
Figura 3



Fonte: SWIFT

Questo dato anomalo indubbiamente stride a fronte di un quadro generale che - come visto sopra- vede un rafforzamento della posizione dominante del Dollaro durante la crisi. L'aspetto più interessante è che il sorpasso dell'Euro sulla piattaforma SWIFT sia avvenuto dopo una rimonta durata diversi mesi, iniziata con l'avvio della crisi pandemica a marzo 2020. Fino a fine 2019 la situazione vedeva il Dollaro saldamente in prima posizione ed in tendenziale ascesa (cfr. Figura 4). Il *gap* tra l'utilizzo delle due valute sul sistema *SWIFT* di circa 8 punti percentuali si è rapidamente eroso nel corso del 2020, inducendo alcuni analisti ad ipotizzare una causa connessa alla pandemia in corso.

Figura 4



In altri termini, pur se le riserve ufficiali e le emissioni di debito pubblico e privato in Dollari si stanno accrescendo a livello globale, l'utilizzo del biglietto verde nelle transazioni commerciali internazionali sembrerebbe in riduzione progressiva a favore dell'Euro.

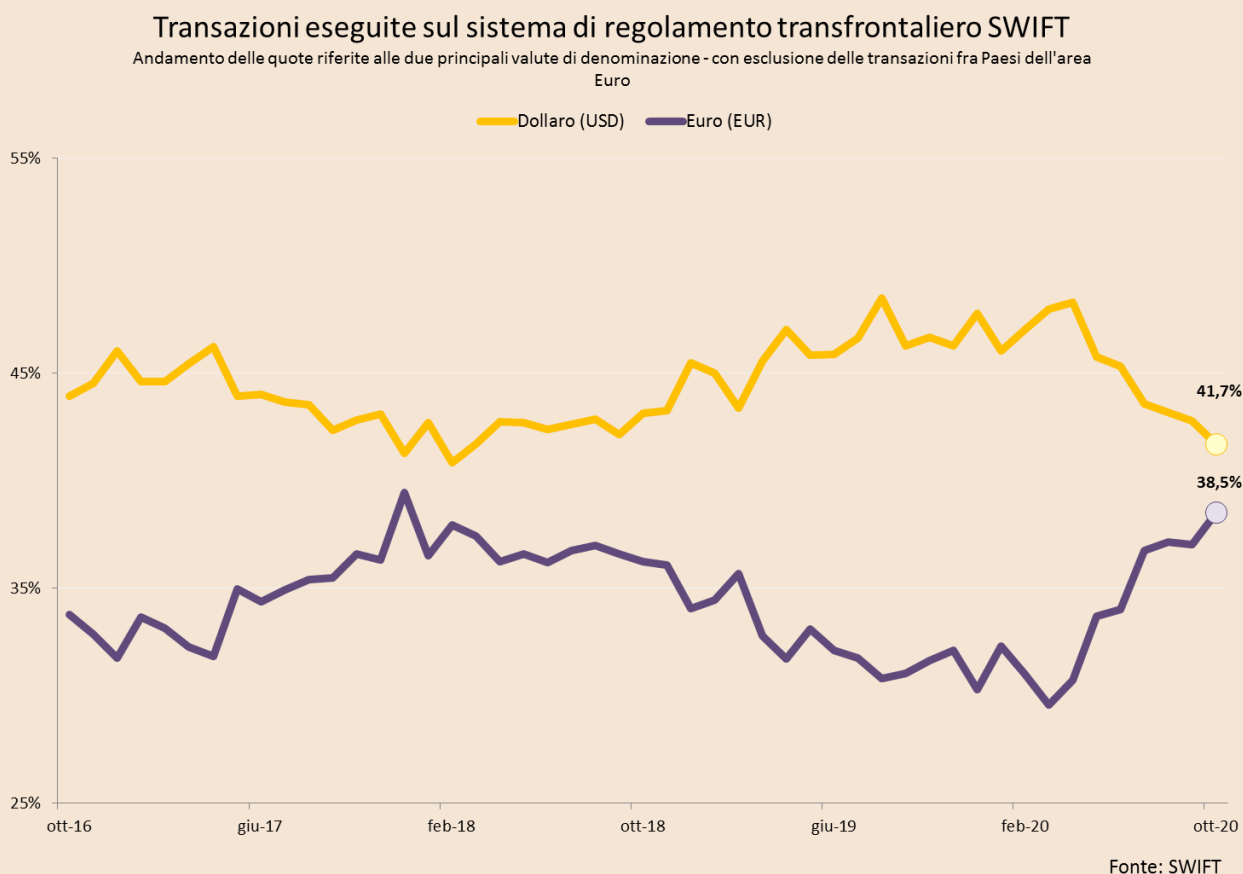
UN DILEMMA APPARENTE

Prima di avallare qualunque lettura semplicistica, è bene capire meglio come è costruito l'indicatore SWIFT. Si tratta infatti di un indice che risente delle variazioni del prezzo relativo delle divise; cioè il tasso di cambio influenza il valore delle transazioni considerate. La circostanza che l'Euro si sia rivalutato sul Dollaro dell'8,7% durante il 2020 accresce il peso delle transazioni in Euro ed influenza, a parità di altri fattori, l'andamento delle quote riportate in Figura 3. Tuttavia è verosimile che il tasso di cambio non rappresenti un fattore

determinante; in passato non lo è stato, come ad esempio tra il 2014 ed il 2017 quando la quota dell'Euro si è accresciuta di circa 10 punti percentuali a fronte di una svalutazione della moneta unica nell'ordine del 20%.

Alcuni analisti hanno inoltre correttamente fatto notare come l'indicatore SWIFT comprenda anche tutte le transazioni transfrontaliere (in Euro e altre divise) tra Paesi dell'area Euro, distorcendo il quadro a favore dell'Euro che per questi Paesi è ovviamente valuta domestica. Ciò è indubbiamente vero: infatti, utilizzando l'indicatore *depurato* dalle transazioni intra area Euro (disponibile dal 2016), le percentuali cambiano notevolmente (cfr. Figura 5). Il Dollaro torna in prima posizione con il 41,7%, mentre l'Euro segue al 38,5%. Vale la pena segnalare come si sgonfi notevolmente anche il peso della Sterlina britannica, che passa dal 6,92% al 4,22%, evidenziando la rilevanza delle transazioni tra Regno Unito ed area Euro.

Figura 5



Niente più sorpasso dell'Euro sul Dollaro quindi. Tuttavia questa osservazione non rappresenta un vero *debunking* perché non invalida il *trend* di progressiva erosione della posizione di dominanza del Dollaro durante la crisi pandemica. Infatti il declino delle transazioni in Dollari rimane perfettamente visibile anche nell'andamento delle serie depurate dall'influenza degli scambi intra area Euro.

C'è chi ha ipotizzato un effetto delle politiche fiscali e monetarie attuate dai governi e dalla Banca Centrale Europea, ma queste teorie sono criticabili per due ragioni: 1) le *policies* fiscali e monetarie hanno avuto probabilmente un effetto soprattutto sulle transazioni intra area Euro e 2) anche la *Federal Reserve* ed il governo USA hanno messo in atto politiche espansive in misura superiore ai paesi europei, che avranno verosimilmente incrementato le transazioni denominate in Dollari. Quindi a mio avviso questi effetti, se esistono, tenderebbero più che altro a compensarsi.

Il *puzzle* è tutt'altro che risolto, ma la spiegazione va ragionevolmente cercata nell'impatto asimmetrico della recessione globale sugli scambi commerciali. Infatti (cfr. di nuovo Figura 2) il Dollaro viene utilizzato non solo nelle transazioni da/verso gli USA ma anche negli scambi tra Paesi emergenti in aree geografiche eterogenee (ad esempio, tra Thailandia e Brasile), con un'incidenza che supera l'80% del totale delle esportazioni/importazioni. Al contrario, la quasi totalità delle transazioni in Euro prevede la presenza di almeno un Paese dell'area Euro nello scambio.

A livello teorico non è difficile intuire che uno *shock* globale agli scambi commerciali tenderà a ridurre in misura più che proporzionale le transazioni in Dollari piuttosto che quelle in Euro. Secondo questa linea di ragionamento non c'è pertanto nessuna crescita delle preferenze verso l'Euro nelle transazioni internazionali ma semplicemente un crollo più intenso dell'uso del Dollaro rispetto a quello dell'Euro, a fronte di uno scenario di scambi in forte contrazione per via della recessione globale.

Certo, una bella differenza rispetto a scenari rosei di un nuovo ciclo di internazionalizzazione dell'Euro dopo uno *stop* decennale a seguito della crisi di

9 anni fa. Se questa ipotesi fosse corretta sarebbe ragionevole supporre un rapido riallineamento delle posizioni Euro/Dollaro nel corso del 2021 con l'auspicata ripresa economica che seguirebbe le vaccinazioni di massa.

In ogni caso dunque, il Dollaro resterebbe saldamente in sella.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali