

APPUNTI DALLE LEZIONI DI ECONOMIA INTERNAZIONALE

Anno accademico 2010-2011

Salvato: 17/12/2010 19.47

Materiali didattici associati al testo disponibili sulla rete (oltre a quelli disponibili sul mio sito: <http://www.dse.ec.unipi.it/persone/docenti/Chilosi>)

www.hoepli.it/universita

<http://www.liuc.it/krugmanobstfeld/>

http://occawlonline.pearsoned.com/bookbind/pubbooks/krugman_awl/

<http://www.iie.com> : *Institute for International Economics. Diversi materiali di interesse corrente (in particolare gli Hot Topics) e studi su vari aspetti sulle economie del pianeta e sulle loro relazioni economiche*

<http://www.worldbank.org/> *Il sito della Banca Mondiale, con numerosi studi e notizie riguardanti l' economia mondiale e le relazioni economiche internazionale*

<http://www.eldis.org/trade/index.htm> *stesso tipo di materiale, con un particolare interesse rivolto ai paesi sottosviluppati*

Parecchi altri siti sono dedicati all' economia internazionale (basta fare un search con google digitando International Economics). Un sito che comprende una serie di link ragionati (anche di natura didattica) è: <http://www.internationaleconomics.net/>

PREMESSA

Quest' anno il corso si concentra sulla parte monetaria dell' economia internazionale, cioè sugli aspetti delle relazioni economiche internazionali che coinvolgono la considerazione delle grandezze monetarie, quali attività finanziarie, valute, mezzi di pagamento e che si riferiscono alla determinazione delle grandezze globali della contabilità nazionale in un quadro di economia aperta agli scambi con il resto del mondo. La parte "reale" del corso si riferisce invece alla considerazione degli aspetti delle relazioni economiche internazionali che possono venire affrontati indipendentemente dalla considerazione di tali grandezze e che essenzialmente riguardano le ragioni di fondo che generano il commercio internazionale e le conseguenze dello stesso, nonché le circostanze che spiegano gli ostacoli frapposti al libero movimento delle merci e dei fattori della produzione e le conseguenze dei medesimi. In maniera del tutto sintetica la conclusione di fondo che emerge dallo studio della parte reale è che il commercio internazionale è un modo con cui i

paesi riescono a procurarsi i beni e servizi che importano in maniera più efficiente che attraverso la produzione domestica. Attraverso lo scambio dei beni che un paese è in grado di produrre in maniera relativamente più efficiente e che vengono esportati con i beni prodotti altrove che vengono importati, nella cui produzione domestica la sua efficienza relativa (cioè il suo vantaggio comparato) è inferiore, il paese è in grado di ottenere una quantità maggiore dei beni importati che attraverso la produzione domestica, aumentando quindi le sue possibilità di consumo (il reddito nazionale).¹ Questo però danneggia, perlomeno nel breve periodo, i produttori del settore di produzione dei beni importati, che, attraverso la pressione sulle autorità di governo, possono riuscire ad imporre delle barriere al commercio che, nel lungo periodo almeno, sono suscettibili di ridurre, complessivamente, il benessere sia del paese che le introduce che degli altri paesi, che sono indotti come risposta a fare altrettanto. In definitiva, alla lunga è nell'interesse di tutti che ognuno si specializzi nella produzione di quello che sa fare relativamente meglio piuttosto che voler fare e produrre tutto quello che gli serve, anche quello che sa fare relativamente peggio di altri. Questo vale in genere ma vale ancora di più specificatamente nell'ambito del commercio internazionale. Ovviamente nella realtà le cose sono molto più complesse e lo studio del commercio internazionale considera tutta una serie di interessanti problemi che qui non abbiamo la possibilità di affrontare. Chi ne vuole sapere di più può consultare la parte reale di un qualsiasi testo di Economia Internazionale, il Krugman-Obstfeld in particolare.

CONTABILITÀ NAZIONALE E BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nella contabilità nazionale (salvo gli aggiustamenti di cui parleremo fra poco) il valore della produzione, che corrisponde a quanto pagato dagli acquirenti, è uguale al valore di quanto viene percepito dai fattori della produzione, cui i redditi derivanti dall'attività produttiva vengono ad essere attribuiti. Infatti il valore di ogni prodotto può essere scomposto nei redditi dei fattori che contribuiscono o appaiono contribuire alla sua produzione e fra i quali il valore della produzione viene ad essere distribuito. Per cui abbiamo l'uguaglianza di massima fra reddito nazionale e prodotto nazionale, la cui determinazione peraltro richiede qualche aggiustamento. Intanto esiste una differenza fra i prezzi a cui viene venduta la produzione e i redditi percepiti dai proprietari dei fattori della produzione, che è dovuta alle imposte indirette. Per cui possiamo distinguere il prodotto nazionale ai prezzi di mercato e il reddito nazionale al costo dei fattori, dove il secondo è uguale al primo meno le imposte indirette. In secondo luogo al reddito nazionale che si ottiene in seguito alla produzione occorre aggiungere i trasferimenti netti unilaterali dall'estero, cioè i redditi netti (cioè percepiti-erogati) provenienti dall'estero che non corrispondono alla produzione di beni e di servizi (pensioni, doni, riparazioni di guerra, aiuti). Infine parte del valore di quanto prodotto serve a rimpiazzare la riduzione nel valore dei beni capitali, in seguito a logorio fisico ed obsolescenza, cioè il deprezzamento degli stessi. Possiamo quindi distinguere il prodotto nazionale lordo da quello netto e analogamente il reddito nazionale lordo da quello netto, che possiamo indicare semplicemente come reddito nazionale. Quindi abbiamo che:

Reddito nazionale = Prodotto nazionale lordo - deprezzamento + trasferimenti unilaterali netti - imposte indirette.

In parte i redditi che vengono a costituire il reddito nazionale vengono prodotti all'estero (per esempio dividendi di società che operano all'estero ma sono proprietà di residenti nel paese), mentre parte della produzione del paese è attribuibile al contributo di fattori di proprietà di residenti esteri. Possiamo quindi considerare, come indice dell'attività svolta nel paese il prodotto interno lordo distinguendolo dal prodotto nazionale lordo. Il prodotto nazionale lordo fa riferimento ai redditi dei residenti che corrispondono alla contropartita dell'esercizio, vero o presunto, di un'

¹ Si tratta di un ragionamento che risale al contributo di David Ricardo (teorema dei costi comparati) e che rimane valido ancora oggi, anche se spesso mal compreso, nonostante possa essere articolato e discusso in maniera più complessa, tenendo conto delle possibili circostanze ed eccezioni. Si veda a tale proposito il bel saggio di Paul Krugman, "Ricardo's Difficult Idea" <http://web.mit.edu/krugman/www/ricardo.htm>.

attività produttiva, mentre il prodotto interno lordo al valore della produzione netta (cioè al netto delle cosiddette duplicazioni contabili) che si verifica **sul territorio del paese**. Quindi: prodotto interno lordo = prodotto nazionale lordo - i redditi dei residenti maturati all'estero + i redditi dei residenti esteri maturati nel paese. Nel corso delle lezioni che seguono in genere parleremo di PNL, che ci dà i redditi complessivi di cui beneficiano i residenti, cui gli altri aggregati sono peraltro in genere molto vicini, per cui per lo più prescindiamo in seguito dalle complicazioni sopra considerate per cui parleremo indifferentemente di prodotto nazionale e reddito nazionale, tranne che nei casi in cui la distinzione fra gli aggregati non sia particolarmente rilevante.² Ma le complicazioni non finiscono qui: in un'economia chiusa il valore della produzione è uguale al valore di quanto viene percepito dai fattori della produzione e anche al valore di quanto viene acquistato, in quanto quello che non viene venduto all'esterno dalle imprese viene considerato come acquistato dalle aziende medesime per aumentare la loro capacità produttiva come investimento in scorte, tenuto conto che non è facile distinguere l'accumulazione volontaria delle scorte al fine di gestire volumi accresciuti di produzione e quanto invece viene accumulato in scorte in seguito alla mancata vendita del prodotto, realizzando quindi quello che possiamo indicare come un investimento involontario in scorte. Accanto agli investimenti involontari in scorte possiamo avere disinvestimenti involontari, laddove le scorte si riducono in maniera inaspettata in seguito ad un aumento inaspettato della domanda, per cui il piano di accumulazione delle scorte non viene realizzato dalle imprese. Da questo deriva il ruolo cruciale della classificazione delle scorte nella determinazione delle identità della contabilità nazionale: nella misura in cui l'investimento e disinvestimento volontario e involontario non sono distinguibili, l'investimento volontario in scorte viene comunque identificato con la variazione delle medesime. Questa convenzione ci assicura l'identità fra valore della produzione, valore dei redditi distribuiti e valore della vendite, cioè della spesa nazionale, che, tenuto conto delle convenzioni e del fatto che si ipotizza che non vi sia razionamento (che altrimenti potrebbe rendere gli acquisti inferiori alla domanda solvibile), si identifica con la domanda aggregata. Abbiamo quindi che il reddito nazionale è identico al prodotto nazionale, che a sua volta è identico alla spesa e alla domanda nazionale, che a sua volta si suddivide, tenendo conto anche del settore pubblico, in consumi privati, investimenti privati e spesa pubblica: $Y = C + I + G$. Nel caso di un'economia aperta, alla domanda interna si aggiunge la domanda che si origina dall'estero, cioè le esportazioni, e si sottrae quella parte della domanda che si dirige verso l'estero, cioè le importazioni. Quindi abbiamo il seguente conto delle risorse e degli impieghi in un'economia aperta:

$$Y = C + I + G + EX - IM \quad (13.1)$$

Cioè la parte della spesa interna che non si dirige all'estero $C + I + G - IM$ più la spesa estera per i nostri beni e servizi, EX , è uguale al valore della produzione nazionale (dove anche l'accumulazione di scorte non intenzionale viene calcolata ai prezzi di mercato, come domanda di investimento in capitale circolante). Si noti anche che la spesa che viene riportata nella contabilità nazionale può essere maggiore della domanda volontaria (nella misura in cui questa è inferiore al valore della produzione), la differenza sono le scorte invendute, così come la spesa può essere inferiore alla domanda volontaria (in quanto la produzione può essere insufficiente a soddisfarla), per cui ci può essere una decumulazione inattesa di scorte (che corrisponde ad una riduzione

² In alcuni casi peraltro la divergenza fra prodotto interno lordo e prodotto nazionale lordo può essere notevole, in particolare se un paese ha ricevuto o fatto all'estero molti più investimenti di quelli che ha rispettivamente fatto o ricevuto. E' questo ad esempio il caso dell'Irlanda, che ha subito un forte processo di sviluppo negli anni novanta fondato in larga misura su un forte afflusso di investimenti esteri, passando dall'essere uno dei paesi più poveri della EU a uno dei più ricchi. Nel 2006 la differenza fra il Prodotto Interno Lordo e Prodotto Nazionale Lordo dell'Irlanda era circa del 17% di quest'ultimo (fonte: Central Statistical Office Ireland, <http://www.cso.ie/statistics/nationalingp.htm>). E' notevole, sull'altro versante, il caso del Brunei, dove il PNL è oltre una volta e mezzo il PIL. Per i dati relativi ai vari paesi si veda il sito delle Penn World Tables (<http://datacentre.chass.utoronto.ca/pwt/>).

inattesa nella spesa di scorte da parte delle imprese) oppure parte della domanda intenzionale rimane insoddisfatta in seguito ad un innalzamento inatteso del livello dei prezzi, che riduce rispetto alle aspettative il potere di acquisto dei consumatori. Altrimenti possiamo avere fenomeni di razionamento, in primo luogo code che denotano l'esistenza di una domanda solvibile insoddisfatta.

Indichiamo con CA^3 il saldo delle partite correnti (avanzo o disavanzo) (trascurando i trasferimenti unilaterali che verranno spiegati in seguito), dove con partite correnti si indicano le transazioni con l'estero (nel nostro caso esportazioni e importazioni) che derivano dalle operazioni legate alla formazione e all'utilizzazione del reddito corrente. Quindi:

$$CA = EX - IM.$$

CA è componente netta estera della spesa e fonte di riduzione o aumento delle attività patrimoniali nette del paese sull'estero, in quanto se il saldo è negativo corrisponde al finanziamento che il resto del mondo ci concede per importare più in termini di valore di quanto noi esportiamo o, se positivo, al finanziamento che noi concediamo al resto del mondo per importare più in termini di valore di quanto esporta verso di noi. CA è uguale quindi alla variazione della ricchezza netta del paese detenuta nei confronti dell'estero.

CA è anche uguale alla differenza fra reddito Y e assorbimento interno (definito come la spesa complessiva dei residenti per beni e servizi finali $C + I + G$: si veda la 13.1 più sopra). Se l'avanzo è negativo l'assorbimento sarà maggiore del reddito, finanziato attraverso un aumento dei nostri debiti, o comunque una riduzione delle nostre attività patrimoniali nette, nei confronti dell'estero e viceversa, se l'avanzo è positivo, si crea una disponibilità di risorse a favore dell'estero che si traduce in un aumento dei nostri crediti, o comunque delle nostre attività patrimoniali nette, nei suoi confronti.

I risparmi sono la parte del reddito che non viene spesa in consumi, pubblici e privati. In un'economia chiusa, anche in relazione alle convenzioni circa le scorte, sono identici agli investimenti. In un'economia aperta la parte del reddito non consumata può assumere la forma non solo di investimenti all'interno del paese, ma anche di attività estere.

Dalla (13.1) abbiamo infatti che $S \equiv Y - C - G = I + CA$.

Inoltre l'investimento interno può essere finanziato non solo dal risparmio interno, ma anche da quello proveniente dal resto del mondo (CA può essere negativo e quindi $I > S$). Ovviamente i residenti esteri ottengono dei diritti nei confronti del reddito futuro del paese che si indebita, si ha quindi uno scambio intertemporale: il paese dispone di risorse maggiori di quello che produce adesso, ma in cambio i residenti esteri accumulano posizione creditizie nei confronti del paese. CA prende anche il nome di "investimento estero netto", proprio in quanto impiego del risparmio nazionale che dà luogo a un reddito maggiore futuro se impiegato all'estero (o un impiego di risparmio estero all'interno che dà luogo a un pagamento di maggiori redditi futuri ai non residenti).⁴

Risparmio privato SP e pubblico SG .

Reddito disponibile: reddito nazionale Y meno le imposte nette T (cioè le imposte dirette meno i trasferimenti netti del settore pubblico). Risparmio privato: la parte del reddito disponibile che viene risparmiata:

$$SP = Y - T - C.$$

Risparmio pubblico:

$$SG = T - G.$$

La somma di risparmio pubblico e privato costituisce il risparmio nazionale:

$$SP + SG = Y - T - C + T - G = Y - C - G = S. \text{ Quindi, tenuto conto che } S = I + CA.$$

³ Corrispondente alle iniziali del termine inglese *Current Account*.

⁴ Si può quindi notare che il saldo delle partite correnti ha conseguenze sulla futura relazione fra prodotto nazionale lordo e prodotto interno lordo.

$$SP = I + CA - S^g = I + CA - (T - G) = I + CA + (G - T). \quad (13.2)$$

$(G - T)$ è il disavanzo del settore pubblico, cioè il risparmio pubblico col segno negativo. Si vede quindi dalla (13.2) che il risparmio privato può tradursi alternativamente in: 1) investimento interno (possiamo esplicitarlo come acquisto di titoli emessi dalle imprese con cui queste finanziano i loro investimenti); 2) investimento estero (acquisto di attività estere); 3) finanziamento di parte della spesa pubblica tramite acquisto di titoli del debito pubblico. In un' economia chiusa ci sono solo le alternative 1 e 3. Risolvendo per CA nella (13.2) abbiamo:

$$CA = S^p - I - (G - T). \quad (13.3)$$

Tale equazione⁵ può fornire una base per l' analisi delle determinanti del deficit pubblico, degli investimenti e del risparmio privato sull' andamento del saldo delle partite correnti. Caso dei disavanzi gemelli negli USA di Reagan (e di George Bush): **per ogni dato valore di $S^p - I$** , l' aumento del deficit della bilancia dei pagamenti corrente è uguale all' aumento del deficit del bilancio dello stato.⁶

Ciò apparentemente presenta a prima vista un' evidente prescrizione di politica economica: se si vuole ridurre un possibile deficit della bilancia corrente (un CA negativo) occorre ridurre il deficit pubblico. Ma la relazione di cui sopra non è meccanica (come sempre nel caso delle identità contabili, che sono tali per definizione, ma la cui configurazione ex-post dipende dai comportamenti individuali), in quanto tutto dipende dai comportamenti economici sottostanti, che vanno capiti a fondo per individuare gli strumenti di politica economica appropriati a conseguire i risultati voluti. In realtà tutto è possibile, come dimostra il caso dell' UE verso la fine degli anni novanta:

nonostante la riduzione dei deficit europei nell' UE, in concomitanza con la preparazione al lancio dell' euro (col primo gennaio 1999), non si ha un incremento del saldo della bilancia dei pagamenti correnti (CA) per la concomitante riduzione del risparmio privato (una possibile spiegazione sta nel fatto che il concomitante aumento dei valori mobiliari determinava un aumento della propensione al consumo per via dell' effetto di ricchezza, un altro che la più ridotta offerta di titoli del debito pubblico, conseguente al più ridotto fabbisogno di finanziamento degli stati, poteva aver disincentivato il risparmio privato diminuendo il tasso di remunerazione percepibile su di un impiego ritenuto del tutto sicuro quale quello dei titoli del debito pubblico). Altro caso è il surplus del bilancio dello stato dell' ultimo periodo dell' amministrazione Clinton che si accompagna ad un crescente deficit della bilancia corrente, da porsi in relazione con lo iato sopravvenuto fra risparmio e investimento interno (anche in tal caso in parte spiegabile con l' effetto ricchezza della crescita del valore dei titoli borsistici e degli immobili che comporta una diminuzione della propensione al risparmio). Il deficit della bilancia dei pagamenti correnti può inoltre derivare da un interesse del resto del mondo a comprare attività patrimoniali americane.⁷ Ciò determina un afflusso di valuta che comporta un apprezzamento della moneta, una diminuzione nella competitività delle esportazioni americane e conseguentemente un deficit della bilancia corrente. Ciò potrebbe contribuire a spiegare il deficit della bilancia corrente verso la fine degli anni novanta.⁸ Per

⁵ Dal punto di vista economico si tratta in realtà di una identità contabile, cioè di una uguaglianza che si verifica necessariamente per il modo con cui le variabili che in essa entrano sono definite nell' ambito della contabilità nazionale.

⁶ Per un' interessante analisi delle implicazioni del deficit della bilancia corrente americana si veda "The 2004 Per Jacobsson Lecture: The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy", di Lawrence H. Summers, Washington, D. C., 3 ottobre 2004, scaricabile gratuitamente da <http://www.perjacobsson.org/2004/100304.pdf>.

⁷ Del resto le attività patrimoniali di un paese dove il bilancio dello stato presenta aspetti "virtuosi" sono sicuramente più appetibili per gli investitori esteri rispetto a quelle di paesi meno "virtuosi".

⁸ Cfr. <http://www.thestreet.com/options/futuresshocktsc/10133825.html>;

<http://www.freetrade.org/pubs/pas/tpa-002.html> Si noti che il tasso di investimento negli USA era basso e orientato verso attività principalmente non esportabili (boom edilizio) non suscettibili di dar luogo

individuare la natura del deficit della partite correnti e le sue possibili conseguenze occorre quindi distinguere in particolare se il deficit è finanziato, poniamo, dall' afflusso di investimenti dal resto del mondo, motivato dalla maggiore profittabilità degli investimenti negli USA, o da un aumento dell' indebitamento del paese in seguito ad afflussi di valuta estera impiegata a breve, e quindi in modo precario, in quanto potenzialmente reversibili in modo improvviso, o dalle attività compensative della banca centrale del paese o di quelle estere. Queste informazioni sono desumibili dall' analisi della bilancia dei pagamenti.

Appendice. Il caso del passivo della bilancia dei pagamenti americana e i disavanzi gemelli.⁹

L' elevato persistente passivo della bilancia dei pagamenti correnti americana¹⁰ ha reso gli Stati Uniti il più grande debitore mondiale, tenuto conto delle dimensioni del saldo negativo fra attività e passività degli USA nei confronti dell' estero.¹¹ A differenza del caso in cui il debito fosse denominato in una valuta estera, che il paese deve poter prendere a prestito o procurarsi con un avanzo della bilancia corrente (non considerando gli interessi sul debito) per potere far fronte al servizio del debito, nel caso degli USA il debito estero così come quello interno (nei confronti dei residenti), è denominato essenzialmente in dollari.¹² Si noti inoltre che il debito pubblico federale americano detenuto dal pubblico (con l' esclusione di quello detenuto da altre entità pubbliche, come i fondi previdenziali pubblici) ammonta (inizio 2010) complessivamente a circa 8 trilioni (cioè migliaia di miliardi) di dollari¹³ ma questo costituisce il 55% circa del reddito nazionale del 2009¹⁴, considerando il debito lordo, siamo a circa 13.350 miliardi corrispondente all' 85% circa del GDP del 2009 (dato che possiamo confrontare con quello italiano, dove il debito pubblico ammonta ad oltre il 124% del prodotto interno lordo, e con quello greco, di cui tanto si parla, dove il debito pubblico era nel 2009 del 115% del PIL, ma veniva prospettato per il 2010 a oltre il 123% tenuto conto dell' elevato deficit di bilancio del PIL di quasi il 13% nel 2009). Una insolvenza eventuale futura è facilmente evitabile in termini contrattuali per quanto riguarda il debito pubblico, dato che gli Stati Uniti (a differenza, ad esempio, dell' Italia o della Grecia per quanto riguarda l' Euro) i dollari li possono emettere (ovviamente qualora vi sia la cooperazione della Riserva Federale), in particolare per far fronte ad una indisponibilità dei detentori esteri del debito pubblico americano (il cui ammontare detenuto all' estero era indicato in 3614 miliardi di dollari, circa, al dicembre 2009, di cui 755 detenuti dalla Cina e 769 dal Giappone)¹⁵ a continuare a rinnovare alla scadenza i titoli in loro possesso e ad acquistare le emissioni necessarie per finanziare il deficit, ma non in termini sostanziali: se i detentori di attività denominate in dollari ritengono di averne troppe in portafoglio e cercano di liquidarle cambiando i dollari con altre monete, il dollaro si svaluta e i

a maggiori esportazioni in futuro, mentre il tasso aggregato di risparmio era particolarmente ridotto (inferiore al 2%), anche in virtù del deficit pubblico (si veda lo scritto di Summers sopra citato).

⁹ Si consiglia una rilettura dopo aver studiato le pagine che seguono dedicate alla bilancia dei pagamenti.

¹⁰ 758 miliardi di dollari nel 2006, il 6% del PNL, ridottosi al 3% circa nel 2009 più o meno dello stesso ordine del deficit della bilancia dei pagamenti correnti italiana rapportato al PIL (2,7%).

¹¹ Si vedano i dati riportati nel testo di Krugman-Obstfeld (volume secondo, quarta edizione italiana, 2007, p. 42).

¹² Ma l' entità del debito estero netto in relazione alle dimensioni dell' economia era dell' ordine del 20%, non straordinariamente elevato nel confronto internazionale (ibidem).

¹³ <http://www.treasurydirect.gov/govt/govt.htm>, dove sono riportati i dati aggiornati giornalmente circa l' ammontare e la composizione del debito pubblico americano.

¹⁴ 14.500 miliardi di dollari circa nel 2009 (fonte: Bureau of Economic Analysis http://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2010/pdf/gdp4q09_adv.pdf). Per l' andamento del debito pubblico e più in generale delle finanze pubbliche americane si veda <http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy11/hist.html>

¹⁵ Cfr. <http://www.treas.gov/tic/mfh.txt>.

detentori di attività in dollari subiscono una perdita patrimoniale, che può essere rovinosa nel caso le aspettative sulla tenuta del dollaro si deteriorino in maniera improvvisa, come succede nel caso di crisi finanziarie. Alla perdita nel cambio si accompagnerebbe una perdita diretta del potere di acquisto del dollaro, per le spinte inflazionistiche derivanti dall' aumento del costo delle importazioni in seguito al peggioramento del cambio e dell' eventuale finanziamento del deficit tramite creazione monetaria. Per contrastare tale processo la Riserva Federale potrebbe determinare un aumento dei tassi di interesse che peraltro, a sua volta, renderebbe più gravoso il servizio del debito e comporterebbe una riduzione del valore dei titoli del debito pubblico detenuti il cui tasso di interesse è quello corrispondente alle passate emissioni. Il crollo del dollaro potrebbe costituire uno shock per l' economia mondiale e compromettere il ruolo futuro del dollaro medesimo come moneta di riserva. E' probabile che, prima di arrivare a un tale scenario, le autorità americane prendano provvedimenti, in primo luogo una drastica riduzione del deficit federale. Data la crisi finanziaria che si è trasformata in una grave crisi dell' economia reale, l' amministrazione Obama e quella Bush precedentemente sono state costrette a fare una politica reflazionistica che si è tradotta in un aumento del deficit e del debito interno ed esterno. Nello stesso tempo va sottolineato che la situazione attuale dipende anche dalla politica neomercantilistica dei paesi del Sud-Est asiatico che si sono ostinati a mantenere un tasso di cambio tendenzialmente fisso con il dollaro, nonostante la crescita della loro economia e in particolare il forte aumento della produttività abbiano reso il tasso di cambio col dollaro non più di equilibrio (cioè il tasso di cambio che rende uguale la domanda e l' offerta delle loro valute contro dollari). Questo si traduce in forti attivi delle loro bilance dei pagamenti, con afflusso di dollari che vengono impiegati in parte notevole in attività denominate in dollari (in particolare titoli del debito pubblico americano). Nello stesso tempo l' apprezzamento dell' euro rispetto al dollaro ha determinato un apprezzamento dell' euro rispetto anche a tali monete e difficoltà nella bilancia dei pagamenti europea e nei livelli di attività, tenuto conto che la rivalutazione ha un impatto di tipo deflazionistico sulla domanda aggregata (le esportazioni sono una componente della domanda aggregata, le importazioni una riduzione della stessa). Il contrario avveniva per le economie del Sud-est asiatico. Le quali in definitiva se ci rimettono dal lato della ragione di scambio (rapporto fra il prezzo delle loro esportazioni e quello delle loro importazioni) dalla sottovalutazione del corso della loro valuta, ci guadagnano in termini di reddito e di occupazione e di processi di apprendimento legati agli elevati livelli di attività (*learning by doing*). Tutto questo comporta un rischio di instabilità del sistema dei pagamenti internazionali e il rafforzamento delle spinte protezionistiche (che, fra l' altro, hanno contribuito al fallimento del Doha round del WTO), cui contribuisce anche l' attuale crisi. L' anomalia della presente situazione sta anche nel fatto che il più grande paese debitore in termini assoluti (gli USA) è anche quello che continua a prendere a prestito di più. L' attuale indebolimento dell' Euro derivante dall' eccessivo indebitamento dei cosiddetti "Pigs" (Portogallo, Italia cui da ultimo si è sostituita l' Irlanda, Grecia, Spagna) è suscettibile invece di ripristinare la competitività della zona dell' Euro (per così dire, non tutto il male vien per nuocere).

Attualmente al deficit della bilancia dei pagamenti corrente americana si accompagna il deficit del bilancio federale americano. Comunque la relazione fra i due non è necessariamente stretta. Come è ovvio dall' equazione 13.3 (che è in realtà un' identità contabile, cioè sempre valida per il modo con cui sono state definite le variabili) tutto dipende da cosa succede alla differenza $S^p - I$. Se una certa validazione all' ipotesi di una relazione statistica significativa fra il deficit del bilancio dello stato e il deficit della bilancia dei pagamenti correnti c' era durante il periodo dell' amministrazione Reagan negli anni ottanta (epoca in cui nasce la problematica dei deficit gemelli), durante gli anni novanta invece la relazione si interrompe. In particolare durante la presidenza Clinton un avanzo di bilancio si accompagna a un deficit della bilancia dei pagamenti correnti, dato il basso livello del risparmio interno (da porre in relazione con l' effetto reddito derivante dall' aumento dei titoli azionari e alla bolla immobiliare). In definitiva dietro le grandezze macroeconomiche stanno i comportamenti della gente, ed è al modo con cui i comportamenti determinano le grandezze

economiche che occorre rifarsi per capire la loro evoluzione, anche se la 13.3 indica le relazioni necessarie che si stabiliscono fra di loro

La bilancia dei pagamenti

Documento contabile che registra in aggregato le transazioni dei residenti nel paese con l' estero durante un certo periodo (in genere un anno solare).

Regola d' oro: ogni transazione suscettibile di tradursi in un pagamento dall' estero e quindi in un incasso di valuta estera, e in ultima analisi in domanda della valuta nazionale sul mercato delle valute, va contabilizzata a credito, ogni transazione suscettibile di dar luogo ad un pagamento all' estero quindi in un esborso di valuta estera, e in un' offerta di valuta nazionale sul mercato delle valute, va registrata a debito.¹⁶ Quindi, ogni acquisto all' estero, che dà luogo ad un pagamento in favore di un residente estero è contabilizzato a debito, ogni vendita all' estero, che dà luogo a un pagamento a favore di un residente nel paese, a credito. Questa regola può estendersi anche all' acquisto e vendita delle attività patrimoniali: ogni transazione che dà luogo a un aumento delle attività patrimoniali del paese nei confronti del resto del mondo va registrata al passivo, in quanto l' acquisizione di attività patrimoniali col resto del mondo richiede un esborso di valuta. Per cui "l' aumento delle attività e la riduzione delle passività verso il resto del mondo vengono registrate a debito nel conto movimenti di capitale e, analogamente, la riduzione delle attività o l' aumento delle passività verso il resto del mondo vengono registrate a credito del medesimo conto."¹⁷ Questo è coerente col fatto che gli incassi e i pagamenti che derivano da transazioni col resto del mondo vengono "registrati con segni opposti (e cioè, rispettivamente, a debito e a credito) a quelli delle transazioni che ne sono la causa", conformemente al principio della partita doppia.¹⁸

Per quanto riguarda la rilevazione concreta delle transazioni conviene riportare quanto indicato nella relazione del governatore della Banca d' Italia nel 2008 (con riferimento al 2007):¹⁹

In Italia, come nella gran parte dei paesi europei, le statistiche sugli scambi reali e finanziari con l'estero si sono tradizionalmente basate sulla rilevazione del pagamento corrispondente. Finché i pagamenti internazionali erano concentrati nel sistema bancario residente, la segnalazione da parte delle banche del valore e della natura delle transazioni per conto della clientela assicurava la buona qualità dei dati e consentiva una copertura censuaria dell'universo. I vincoli amministrativi un tempo esistenti sulle transazioni finanziarie e sulla detenzione di conti all'estero e la scarsa incidenza delle multinazionali tra le imprese italiane rendevano assai più semplice di oggi la rilevazione dei fenomeni economici sottostanti. Negli ultimi anni l'efficacia di questo sistema di rilevazione si è ridotta per la fortissima intensificazione delle transazioni internazionali e l'attenuarsi della corrispondenza tra residenza dei contraenti e luogo di regolamento del pagamento, e si ridurrà ancora con la creazione dell'area unica dei pagamenti. Da parte delle banche centrali e degli istituti di statistica si è sviluppata una riflessione in ambito

¹⁶ Per capire i criteri della classificazione delle varie poste aiuta una semplice ipotesi semplificatrice: che tutti i pagamenti dall' estero siano fatti in valuta estera che debba venire cambiata in moneta nazionale, dando quindi luogo a una domanda di quest' ultima e, viceversa, che tutti i pagamenti all' estero vengano fatti in valuta estera che viene acquistata in cambio di valuta nazionale, dando quindi luogo a una domanda di valuta estera. Chi volesse comunque approfondire il modo con cui le poste sono classificate nella bilancia dei pagamenti e la nozione di essa può rifarsi al manuale del Fondo Monetario Internazionale, liberamente scaricabile dal sito dell' IMF (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/BPM6.pdf>).

¹⁷ Giancarlo Gandolfo, *Economia Internazionale*, vol. 2. Torino: 1986, p. 49. Nella più recente formulazione delle regole contabili per la costruzione della bilancia dei pagamenti la sezione relativa ai movimenti di capitale prende la denominazione di "conto finanziario".

¹⁸ Per capire il quale occorre considerare che ogni vendita dà luogo o a un credito o a un incasso (e quindi alla creazione di un attivo patrimoniale) e ogni acquisto a un debito o a un pagamento (cioè a una riduzione del patrimonio netto). In caso di baratto si ha la vendita di un bene e il contemporaneo acquisto di un altro.

¹⁹ Le relazioni annuali del governatore della Banca d' Italia costituiscono un documento fondamentale per capire l' andamento dell' economia italiana nel contesto internazionale e sono liberamente scaricabili dal sito della Banca d' Italia (<http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relann>). Sull' area unica europea dei pagamenti citata nel brano si veda http://www.bancaditalia.it/sispaga_tesor/ssp/sepa.

internazionale sulla adeguatezza delle rilevazioni esistenti. Più paesi europei hanno modificato di recente il loro sistema di raccolta dei dati, passando alla rilevazione campionaria presso le imprese (finanziarie e non finanziarie) degli scambi con l'estero.

Due principali tipi di transazioni:

- 1) Importazioni ed esportazioni di beni e servizi. Queste entrano nelle partite correnti.²⁰
- 2) Acquisto e vendita di attività patrimoniali, che entrano nel conto finanziario.

Accanto al conto finanziario (che un tempo si chiamava conto capitale) sussiste un conto capitale, secondo l'attuale denominazione, che si riferisce anche a transazioni che prima erano comprese per lo più nel conto corrente. Per una maggiore specificazione delle poste contenute si veda il passo seguente, ripreso dalla relazione 2007 (concernente il 2006) del governatore della Banca d'Italia, che viene più ampiamente citata più avanti:

“Il Conto capitale include i trasferimenti unilaterali [quindi non a titolo oneroso] in conto capitale e le attività intangibili. I primi comprendono i trasferimenti di proprietà [a titolo gratuito] di beni capitali o di fondi collegati all'acquisto o alla dismissione di beni capitali e la remissione di debiti; si distingue tra trasferimenti pubblici e privati. Nel conto capitale sono incluse le transazioni nella proprietà (non nell'uso) di attività intangibili quali i brevetti e l'avviamento commerciale; sono esclusi i diritti di proprietà fondiaria”.

Si noti che, conformemente al principio della partita doppia ogni transazione dà luogo a due iscrizioni, una all'attivo e una al passivo, una per la transazione una per il suo regolamento.²¹ Conseguentemente la somma dei saldi delle partite correnti, del conto finanziario e di quello capitale (comprese le poste sotto la linea, di cui parleremo fra poco) è nullo. Si consideri che il saldo delle partite correnti corrisponde ad una variazione corrispondente della posizione patrimoniale del paese nei confronti del resto del mondo. Se, ad esempio, il saldo è positivo ciò significa che l'attivo patrimoniale del paese nei confronti del resto del mondo aumenta. Ma questo significa anche, dal punto di vista del conto finanziario, che gli stranieri ci hanno venduto per un ammontare corrispondente attività patrimoniali più di quanto noi abbiamo venduto loro. Infatti un attivo delle partite correnti significa che abbiamo venduto beni e servizi per un controvalore superiore a quello che abbiamo comprato. La differenza si traduce necessariamente in un aumento netto delle nostre attività patrimoniali (disponibilità valutarie, crediti, azioni, proprietà immobiliari ecc.). Viceversa nel caso di un passivo delle partite correnti.²²

Suddivisione delle partite correnti

1. Transazioni commerciali (importazioni ed esportazioni di beni; *merchandise trading*, secondo la terminologia anglosassone, cioè bilancia commerciale).

Vi sono poi le cosiddette partite invisibili, così denominate in quanto non evidenziabili in termini di movimenti di beni alla frontiera, che costituiscono le poste seguenti:

2. Redditi. Redditi da lavoro ottenuti nel paese dai residenti esteri e redditi da lavoro ottenuti all'estero da parte dei residenti nel paese. Redditi da capitale: pagamenti per interessi e dividendi, che costituiscono compensi per i servizi prestati dai capitali dei residenti esteri o che vengono maturati all'estero da parte dei residenti nel paese.

²⁰ Per quanto riguarda la terminologia si consideri che “in linea di massima ... il conto delle partite correnti include tutte le transazioni che incrementano o consumano reddito nazionale”, cioè che si riferiscono alla produzione o all'utilizzazione del reddito, mentre il conto finanziario “contiene le variazioni della posizione debitoria e creditoria del paese verso l'estero” (Gandolfo, op. cit., p. 49).

²¹ Ogni acquisto dà luogo ad un pagamento e ogni vendita ad un incasso: se riporto gli acquisti su un lato della bilancia e le vendite sull'altro, col valore dato dalla contropartita monetaria della transazione, e lo stesso faccio, all'inverso, per pagamenti e incassi, evidentemente la somma dei valori riportati sulle due colonne deve essere identica, dove i pagamenti e gli incassi possono assumere anche la forma di debiti o crediti.

²² Supponendo, per semplicità, che tutte le transazioni vengano regolate in valuta estera se abbiamo venduto più di quanto comprato i pagamenti dall'estero sono stati maggiori dei nostri pagamenti all'estero e questi si traduce in un aumento dei nostri averi valutari. Viceversa nel caso contrario.

- 3 Servizi, quali spese turistiche, assicurazioni e noli, licenze per l'uso (non l'acquisto: l'acquisto va nel conto capitale) di proprietà intellettuali, quali brevetti o programmi informatici.
4. I trasferimenti unilaterali (rimesse degli emigranti, aiuti, doni, ecc.), che vengono effettuati senza contropartita. Non sono compresi i trasferimenti unilaterali che si riferiscono alla di proprietà di beni capitali o al trasferimento di fondi collegati all'acquisto o alla dismissione di beni capitali e la remissione di debiti, che entrano invece nella bilancia dei capitali.

Gli errori ed omissioni

Gli errori e omissioni (che fanno sì che le cifre assolute sul lato dell'attivo e quelle del passivo della bilancia dei pagamenti in pratica non coincidono, come dovrebbero in teoria) derivano dal fatto che le varie poste sono rilevate da fonti diverse, con diversa accuratezza, e che vi sono transazioni che sfuggono alla rilevazione. Inoltre ci possono essere discrepanze temporali fra le varie transazioni che esercitano i loro effetti in anni diversi. In parte gli errori sono peraltro di natura sistematica. A livello aggregato la somma degli errori e omissioni delle bilance dei pagamenti di tutti i paesi del mondo dà costantemente un valore negativo, che può venire interpretato come derivante dalla mancata registrazione della creazione di attività nei confronti dell'estero (per esempio di pagamenti trattenuti all'estero in corrispondenza ad esportazioni regolarmente registrate, che non vengono contabilizzati in quanto sfuggono alla rilevazione statistica, ma che andrebbero ovviamente contabilizzati al passivo della parte finanziaria). Nel caso dell'Italia nel periodo in cui c'era il controllo dei cambi e il divieto di crearsi disponibilità valutarie all'estero, le banconote che venivano illegalmente trasferite all'estero creando dei conti a favore di residenti italiani tornavano in Italia inviate dalle banche estere per la conversione in accrediti a loro favore. Questi accrediti costituivano una posta all'attivo della parte finanziaria della bilancia dei pagamenti italiana senza che le esportazioni di valuta e la conseguente creazione di attivi all'estero da parte di residenti italiani venisse registrata. Questo creava conseguentemente l'esigenza di inserire una posta corrispondente di "errori e omissioni" al passivo della bilancia dei pagamenti per il suo riequilibrio contabile.²³

La bilancia delle transazioni ufficiali ("sotto la riga")

La bilancia delle transazioni ufficiali (che viene indicata anche, con un po' di confusione terminologica, come bilancia dei pagamenti) indica la parte dei pagamenti netti del paese all'estero che è finanziata da una variazione delle riserve (mezzi di pagamento internazionali) detenute dalla Banca Centrale, ed è pari alla somma del saldo dei pagamenti correnti, del conto capitale e del conto finanziario, tranne la variazione delle riserve. Tale bilancia è pari alla variazione complessiva delle riserve, che viene contabilizzata nella bilancia dei pagamenti, ma col segno invertito (cioè un aumento delle riserve va al passivo, una diminuzione delle riserve all'attivo, conformemente al criterio usuale adottato per le transazioni finanziarie).

Se la bilancia delle transazioni ufficiali ("sotto la riga", in fondo cioè al documento contabile della bilancia dei pagamenti) è positiva, ciò significa che diminuiscono le attività nette estere della banca centrale del paese, cioè diminuiscono le riserve, per un ammontare uguale al passivo della bilancia dei pagamenti "economica", cioè "sopra la riga". Un altro modo di vedere questo è che la domanda autonoma (derivante dalle transazioni contabilizzate nella parte "sopra la riga" della bilancia dei pagamenti) di valuta estera contro moneta nazionale ai tassi di cambio correnti è maggiore dell'offerta, ovvero che l'offerta autonoma di moneta nazionale è maggiore della domanda sul mercato delle valute. Tale divergenza è colmata dall'istituto di emissione (la Banca Centrale Europea nel nostro caso) attraverso l'acquisto compensativo di moneta nazionale in cambio di valuta estera, con conseguente riduzione delle riserve, con l'obiettivo di evitare che la divergenza fra domanda e offerta della nostra valuta non determini un suo deprezzamento (questo avviene in particolar modo

²³ Per chi sia interessato ad approfondire queste questioni si rimanda Marco Committeri, "Errori ed omissioni nella bilancia dei pagamenti, esportazioni di capitali e apertura finanziaria dell'Italia". *Temi di discussione del Centro Studi della Banca d'Italia*, n. 352, giugno 1999, liberamente scaricabile dal sito della Banca.

quando il paese è tenuto a mantenere un certo tasso di cambio con un' altra valuta in base ad un accordo specifico, ma succede anche perché obiettivo dell' azione delle Banche Centrali è quello di evitare eccessive variazioni del tasso di cambio con le altre valute suscettibili di turbare l' ordinato corso dei rapporti economici con l' estero). Tale processo non può andare avanti indefinitamente, in quanto se continua prima o poi le riserve ufficiali si esauriscono e il paese deve necessariamente in tal caso riportare il saldo economico negativo (derivante dai movimenti autonomi) della bilancia dei pagamenti a zero, il che può verificarsi in circostanze drammatiche. Le riserve della banca centrale infatti costituiscono una riserva strategica per gli acquisti all' estero in caso di emergenza nazionale (un tempo principalmente una guerra o una carestia), ma soprattutto costituiscono una riserva per regolare, operando sul mercato dei cambi, il valore internazionale della moneta e per finanziare le oscillazioni nei pagamenti internazionali. Se invece la bilancia dei pagamenti è in attivo, succede il contrario: cioè la banca centrale accumula riserve (aumenta quindi il proprio attivo patrimoniale verso il resto del mondo), finanziando per quella via il resto del mondo, processo anch' esso non desiderabile al di là di certi limiti.

Vediamo adesso come si contabilizzano, in dettaglio, le singole transazioni nella bilancia dei pagamenti. Come abbiamo già accennato, una voce all' attivo della bilancia dei pagamenti presuppone una corrispondente voce al passivo (includendovi i movimenti delle riserve) e viceversa, nella misura in cui tutte le transazioni sono finanziate: ad ogni vendita o ad ogni acquisto corrisponde una contropartita, che può anche assumere la forma di un credito o di un debito o di una contropartita in natura e che viene corrispondentemente contabilizzata a seconda dei modi specifici del finanziamento.

Le transazioni che vengono ad essere contabilizzate nella bilancia dei pagamenti possono essere dei seguenti tipi:

- “1) Acquisto o vendita di merci e servizi con contropartita finanziaria (ad esempio con pagamento in moneta o apertura di un credito); un trasferimento reale ed un trasferimento finanziario.
- 2) Scambio di merci e servizi (baratto): due trasferimenti reali.
- 3) Scambio di strumenti finanziari contro altri strumenti finanziari (ad esempio, acquisto di titoli con pagamento in moneta, estinzione di un debito precedente con pagamento in moneta, etc.): due trasferimenti finanziari.
- 4) Acquisizione o cessione di merci o servizi senza contropartita (ad esempio doni in natura): un trasferimento reale.
- 5) Acquisizione o cessione di strumenti finanziari senza contropartita (ad esempio doni in moneta): un trasferimento finanziario.”²⁴

Il primo tipo di transazione dà luogo ad un' iscrizione nella parte corrente (a credito nel caso di una vendita all' estero, cioè di un' esportazione, e a debito nel caso di importazione), ovvero nel conto capitale laddove la transazione si riferisce ad acquisto di beni intangibili, come brevetti e copyright, e un' altra opposta nella parte finanziaria (aumento delle attività in valuta del paese esportatore, se il pagamento avviene in contanti, aumento delle attività bancarie all' estero dello stesso se l' importatore deposita il pagamento sul conto dell' esportatore all' estero, e così via; se il pagamento non viene effettuato, abbiamo che il venditore acquista comunque la titolarità di un credito nei confronti dell' acquirente, anche nel caso che, poniamo, tale credito non sia esigibile in quanto l' acquirente sia insolvente. Tale credito, in linea teorica almeno, dovrebbe essere iscritto al debito nella parte finanziaria; potrebbe sembrare un po' strano che un credito vada iscritto al debito, ma si tratta, nozionalmente almeno, di un acquisto, sia esso volontario o meno, di un' attività finanziaria estera).²⁵

²⁴ Giancarlo Gandolfo, *Economia Internazionale*, vol. 2. Torino, Utet, 1986, pp. 47-48.

²⁵ Si consideri comunque che, al di là degli aspetti nozionali e teorici, le transazioni vengono contabilizzate solo in quanto di fatto statisticamente rilevate.

Nel secondo caso abbiamo una iscrizione all' attivo e un' altra al passivo delle partite correnti. Nel caso di un baratto ("countertrade") infatti l' esportazione corrispondente viene iscritta all' attivo, l' importazione corrispondente al passivo della bilancia corrente.

Nel terzo caso abbiamo una iscrizione all' attivo ed un' altra al passivo nel conto finanziario.

Nel quarto caso si ha contabilizzazione delle merci o dei servizi come esportazioni o come importazioni; la corrispondente contropartita viene contabilizzata al lato passivo della parte corrente o di quella capitale, a seconda dei casi, come trasferimenti unilaterali.

Nel quinto caso il paese che cede lo strumento finanziario ha, nella voce appropriata del conto finanziario, una riduzione del proprio attivo nei confronti con l' estero, cui corrisponde nelle partite correnti (o nel conto capitale a seconda dei casi) una voce al passivo (per esempio dono, che con la cessione dello strumento finanziario viene considerato essere finanziato).

*Alcuni esempi concreti*²⁶

1. Esportazione di merci per 100 dal paese A al paese B. Il pagamento avviene con valuta del paese B in un conto bancario che l' esportatore ha nel paese B. Tale conto costituisce un' attività del paese A (in quanto appartiene ad un suo residente). Conseguentemente nella bilancia dei pagamenti del paese A vi sarà una registrazione all' attivo alla voce "Esportazione di beni" e una dello stesso ammontare al passivo alla voce: "aumento delle attività bancarie sull' estero" della bilancia finanziaria. Nella bilancia dei pagamenti del paese B abbiamo esattamente le registrazioni opposte.
2. Importazioni del paese A per un valore di 50 in cambio di merci da B per lo stesso valore. Si tratta di un baratto che dà luogo in ognuno dei due paesi a due iscrizioni: una all' attivo della parte commerciale della bilancia corrente come esportazioni e un altro al passivo della medesima come importazioni.
3. Un residente di A acquista obbligazioni da B per 200, pagando in valuta di B dopo aver prelevato il contante da un deposito bancario che detiene in B. Abbiamo due iscrizioni nella parte finanziaria. In A una al passivo, acquisto di titoli, e una all' attivo, riduzione degli attivi bancari detenuti all' estero, e due scritture reciproche in B.
4. A dona a B merci. Le merci vengono contabilizzati come esportazioni di A e importazioni di B. Il finanziamento viene contabilizzato nella parte corrente come trasferimenti unilaterali, al passivo di A e all' attivo di B.
5. Il paese A paga 20 in valuta estera per riparazioni di guerra attingendo dalle proprie riserve internazionali. In A si contabilizza 20 al passivo nella parte capitale come trasferimenti unilaterali e il finanziamento all' attivo nella parte finanziaria come riduzione di attività in moneta estera. In B vengono effettuate le scritture reciproche.

Nei casi 3 e 4 la voce trasferimenti unilaterali ci permette di creare una voce fittizia che rende compatibile delle transazioni senza contropartita col sistema della partita doppia.

La bilancia dei pagamenti italiana

La bilancia dei pagamenti dell' Italia, come riportata nella Relazione del Governatore della Banca d' Italia: dal 1998 il sistema segue quello stabilito dalla sesta edizione del manuale della bilancia dei pagamenti dell' IMF (liberamente scaricabile dal sito dell' IMF). Tripartizione in: poste

²⁶ Ibidem, p. 51.

correnti, parte capitale (comprende transazioni che precedentemente erano incluse nella parte corrente) e conto finanziario (parte che si riferisce alle transazioni patrimoniali e che un tempo si chiamava conto capitale). Per ulteriori dettagli sulla natura e l'organizzazione delle poste della bilancia dei pagamenti si rimanda ai documenti contenuti nell'appendice più sotto.

Nella lezione vengono discussi i dati riportati nel capitolo dedicato alla bilancia dei pagamenti dell'Italia, contenuta nella Relazione del Governatore della Banca d'Italia del 2010 con riferimento al 2009, scaricabile gratuitamente, così come le precedenti relazioni, dal sito della Banca d'Italia (<http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relann>).

Nel testo con riferimento alla bilancia commerciale entrano due sigle: fob e cif. La prima, "free on board" si riferisce alla valutazione delle esportazioni e importazioni senza il costo del trasporto e dell'assicurazione. In particolare è quello che ottengono gli esportatori dalla vendita del prodotto. I costi del trasporto e dell'assicurazione che viene in linea di massima coperto dagli importatori esteri è a parte. Il secondo "cost, insurance, freight" è quello che costa il prodotto agli importatori nazionali che devono coprire anche le spese di trasporto e dell'assicurazione. Tradizionalmente quindi le esportazioni venivano calcolate fob e le importazioni cif. Questo però presenta dei problemi di coerenza e compatibilità fra le statistiche del commercio internazionali dei vari paesi. Per cui si tende a passare alla valutazione fob anche per le importazioni, mentre le spese di trasporto e assicurazione vengono calcolate a parte nella bilancia dei servizi.

Appendice (per chi volesse saperne di più)

Bilancia dei pagamenti dell'Italia (Nota metodologica dall'appendice statistica)²⁷

La tavola riporta statistiche compilate secondo i nuovi standard del V Manuale del Fondo monetario internazionale, a cui si rinvia per una trattazione completa. Le principali innovazioni riguardano: la distinzione delle partite correnti tra conto corrente e conto capitale; l'inclusione nel conto finanziario dei movimenti di capitale, bancari e non bancari, e della variazione delle riserve ufficiali; la ripartizione degli investimenti diretti in base al criterio direzionale; la ripartizione dei capitali bancari in base al criterio funzionale; la separata evidenza della voce "Derivati"; l'inclusione nella voce "Riserve ufficiali" della sola variazione delle poste attive; quella delle poste passive confluisce alla voce "Altri investimenti". Le statistiche compilate secondo il V Manuale dell'FMI sono solo parzialmente comparabili con quelle pubblicate in precedenza. Le nuove serie sono state ricostruite all'indietro per i principali aggregati; la ricostruzione è provvisoria e, soprattutto per alcune voci disaggregate, i dati presentati potranno essere soggetti a revisioni. Nel Conto corrente sono comprese tutte le transazioni tra residenti e non residenti che riguardano voci diverse da quelle finanziarie; si distingue tra merci, servizi, redditi e trasferimenti unilaterali correnti. Le merci comprendono le merci in generale, le merci in lavorazione o lavorazioni, le riparazioni, le provviste di bordo e l'oro non monetario. Le merci sono registrate secondo la definizione *fob-fob*, ovvero vengono valutate alla frontiera del paese esportatore (le statistiche del commercio estero presentano tipicamente la valutazione *cif-fob*, ovvero le importazioni sono valutate alla frontiera del paese che compila le statistiche). Nei servizi si distingue tra trasporti, viaggi e altri (comunicazioni, costruzioni, assicurazioni, servizi finanziari, servizi informatici e di informazione, royalties e licenze, altri servizi per le imprese, servizi personali e servizi per il governo). I trasporti includono i noli e il trasporto di passeggeri, qualunque sia il modo del trasporto, e una serie di altri servizi distributivi e ausiliari connessi al trasporto. Tra i servizi ausiliari sono compresi, ad esempio, il carico e scarico e l'immagazzinamento, la revisione e la pulizia dei mezzi, le commissioni di spedizionieri e agenti. Sono esclusi i servizi di assicurazione connessi al trasporto, le provviste di bordo, le riparazioni, e il noleggio senza equipaggio. I viaggi comprendono i beni e i servizi acquistati dai viaggiatori che si trattengono meno di un anno in un paese in cui non sono residenti. Il vincolo temporale non vale per gli studenti e per i ricoverati in strutture sanitarie; sono esclusi i militari e il personale di agenzie governative e ambasciate e i loro familiari.

I redditi sono da lavoro (salari, stipendi e altri benefici, in natura o denaro e secondo la valutazione lorda, pagati a lavoratori non residenti) e da capitale (incassi e i pagamenti connessi con la detenzione di attività finanziarie estere o, rispettivamente, con le passività finanziarie verso non residenti).

I trasferimenti unilaterali correnti registrano la contropartita di cambiamenti di proprietà tra residenti e non residenti di risorse reali o di attività finanziarie; i trasferimenti correnti comprendono trasferimenti pubblici e privati.

Il Conto capitale include i trasferimenti unilaterali in conto capitale e le attività intangibili.

I primi comprendono i trasferimenti di proprietà di beni capitali o di fondi collegati all'acquisto o alla dismissione di beni capitali e la remissione di debiti; si distingue tra trasferimenti pubblici e privati. Nel conto capitale sono incluse le

²⁷ Tratto dalla relazione del governatore della Banca d'Italia tenuta nel maggio 2002 con riferimento al 2001.

transazioni nella proprietà (non nell'uso) di attività intangibili quali i brevetti e l'avviamento commerciale; sono esclusi i diritti di proprietà fondiaria.

Nel Conto finanziario sono compresi gli investimenti diretti, quelli di portafoglio, gli altri investimenti, i derivati e le riserve ufficiali.

Gli investimenti diretti includono la transazione iniziale e tutte quelle successive tra l'investitore e l'impresa oggetto dell'investimento; l'investimento diretto viene classificato a seconda che riguardi azioni, utili reinvestiti e altre transazioni tra investitore e impresa o con altre collegate ai due soggetti menzionati. Quest'ultima previsione (legata ad esempio ai prestiti tra società collegate) non vale per le banche, riguardo alle quali si registrano negli investimenti diretti solo le transazioni in azioni e debito subordinato. Negli investimenti di portafoglio vengono registrate le transazioni tra residenti e non residenti che riguardano titoli azionari e obbligazionari. Sono escluse quelle che confluiscono negli investimenti diretti e quelle in derivati finanziari che ricevono separata evidenza. Nella voce "Altri investimenti" sono inclusi i crediti commerciali, i prestiti, i depositi, e altre transazioni assimilabili.

Le riserve ufficiali della Banca centrale europea e delle Banche centrali nazionali facenti parte dell'Eurosistema sono definite come le attività in valuta diversa dall'euro dotate di liquidità, commerciabilità e qualità elevate detenute in contropartita di non residenti nell'area della moneta unica. Le transazioni relative a tale aggregato sono registrate in questa voce; i derivati sono evidenziati come componente dell'aggregato.

LA LETTURA CHE SEGUE È RIPORTATA SOLO PER CHI VOLESSE SAPERNE DI PIÙ:

Il significato economico della bilancia dei pagamenti e gli aggregate della contabilità nazionale (da: IMF, Balance of Payments Manual, quinta edizione, pp. 158-166)²⁸

Introduction

550. Preceding sections of the *Manual* present, in considerable detail, concepts underlying the standard components of the balance of payments and the international investment position of an economy. The importance of this accounting and statistical reporting framework describing a country's international transactions derives primarily from the links between these transactions and the domestic economy. These links go in two directions: (i) from the external to the internal side of the economy and (ii) from changes in domestic economic conditions to changes in a country's transactions with the rest of the world. This section discusses some of these major links and a number of important connections between the major components of the balance of payments and between these components and a country's international investment position. This discussion directs particular emphasis to the factors influencing external transactions and the extent to which such factors are sustainable. Finally, some of the implications of balance of payments adjustments for economic policy are considered. In this appendix, it is assumed, by and large, that international and domestic transactions are not constrained by formal or informal administrative controls and that market participants are free to respond to price signals and macroeconomic policies.

General Framework

551. The relationship between the balance of payments and the domestic economy has already been described (in Chapter 3 and Appendix 1) in terms of the SNA and the **current account**. Embodied in an identity derived in Chapter 3, this relationship shows that the current account balance is equal to the difference between gross domestic saving (**S**) and investment (**I**): (1) $CAB = X - M + NY + NCT = S - I$ when **X** = exports of goods and services **M** = imports of goods and services **NY** = net income from abroad **NCT** = net current transfers. Thus the **current account** balance mirrors the saving and investment behavior of the domestic economy. In analyzing changes in the **current account** position of a country, it is therefore important to understand the manner in which these changes reflect movements in saving and investment. For example, an increase in domestic investment relative to domestic saving will have the same impact on the **current account**—at least in the short run—as a decline in saving relative to investment. However, the longer-run implications for the external position of the country may be quite different. More generally, equation (1) shows that any change in a country's current account position (e.g., a larger surplus or smaller deficit) must necessarily be matched by an increase in domestic saving relative to investment. This highlights the importance of ascertaining the extent to which any policy measures designed to alter the current account balance directly (e.g., changes in tariffs, quotas, and exchange rates) will affect domestic saving and investment behavior in such a way as to achieve the intended effects of the policy measures on the external sector.

552. This link between the domestic and external sectors of an economy can be expressed alternatively in terms of the difference between gross national disposable income (**GNDY**) and expenditure on goods and services by domestic residents (**A**). These two variables are defined as: (2) $GNDY = C + I + G + CAB$ (3) $A = C + I + G$ = domestic absorption or expenditure. From these two equations, it follows that the balance on goods, services, and net income plus net current transfers is equal to the difference between gross national disposable income and the use or absorption of this income.

²⁸ L'intero manuale la cui consultazione è consigliata per chi voglia chiarirsi dei dubbi (ad esempio facendo un search sul file con riferimento ai concetti che ci si vuole chiarire) è scaricabile gratuitamente dal sito <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>

through expenditures by residents: (4) $CAB = GNDY - A$ The implication of this relationship for balance of payments analysis is the same as that already noted: improvement in a country's **current account** requires that resources must be released through a fall in domestic absorption (i.e., a reduction in expenditure relative to income). Alternatively, it may be possible to achieve an improvement in the external position by means of an increase in national income that is not matched by a commensurate rise in absorption. Implementation of structural measures that reduce distortions and increase the efficiency of the economy would be one way to achieve this objective.

553. This last point highlights an important aspect of the equations shown previously; these are identities that define relationships among variables rather than describe the behavior of economic agents. By themselves, the equations cannot provide a full analysis of the factors determining developments in the **current account**. For example, total spending on goods and services by domestic residents (**A**) is likely to be influenced in part by their income (**GNDY**). Thus it would be inappropriate to use equation (4) to analyze the impact of a change in **GNDY** on the balance of goods and services without taking full account of the induced response in **A** of such a change. In particular, if an increase in income were spent by domestic residents entirely on additional goods and services (foreign and domestically produced), higher income would have no impact on the external balance. This example illustrates the necessity for understanding the spending propensities of domestic residents when analyzing the balance of payments.

554. The interrelationship between the internal and external sectors of an economy can be seen in greater detail by distinguishing between the private and government sectors. Private saving and investment (**Sp** and **Ip**) and government saving and investment (**Sg** and **Ig**) are identified: (5) $S - I = Sp + Sg - Ip - Ig$ Use of the definition of the **current account** from equation (1) then gives: (6) $CAB = (Sp - Ip) + (Sg - Ig) = S - I$ This equation shows that, if government sector dissaving is not offset by net saving on the part of the private sector, the **current account** will be in deficit. More specifically, the equation shows that the budgetary position of the government (**Sg-Ig**) may be an important factor influencing the current account balance. In particular, a sustained current account deficit may reflect persistent government spending in excess of receipts, and such excess spending suggests that fiscal tightening is the appropriate policy action.

555. To reiterate an important point, however, equation (6) cannot be used by itself to analyze developments in the foreign sector in terms of investment and saving on the part of the private and government sectors because there are links between the variables on the right-hand side of equation (6). For example, an increase in taxes could be considered the appropriate policy measure both to raise government saving (or reduce dissaving) and to contribute to an improvement in a country's current account position. In analyzing the impact of higher taxes, it is necessary to take account of the behavioral response of private saving and private investment. Private investment could be positively or negatively affected by higher taxes. The effect would depend, in part, on whether the taxes were levied on consumption, an action that would release domestic resources and thereby tend to "crowd in" domestic investment, or on returns to capital. In addition, private saving would tend to fall because of the decline in disposable income caused by taxes on consumption. Thus equation (6) provides only a starting point for an analysis of the interaction between domestic saving and investment decisions and the external sector; the equation must be supplemented by specific information about the factors that determine the behavior of both the private sector and the government before the effect of policy measures on a country's **current account** can be ascertained.

556. In addition to current transactions (i.e., those involving the exchange of goods, the provision of services, and the receipt and payment of income and transfers), the flow of financial transactions (i.e., those involving changes in financial claims on, and liabilities to, the rest of the world) must be analyzed. As noted in chapters 8 and 16, these transactions have two main components: (i) narrowly defined financial transactions in *direct investment*, *portfolio investment*, and *other investment* (including trade credits, loans, and deposits) and (ii) transactions in *reserve assets*. There are direct linkages between these components of a country's international transactions. For example, imports of goods are often financed by nonresident suppliers so that an increase in imports will typically be matched by a financial inflow. At the expiration of the financing period, the payment to the nonresident supplier will involve either a drawdown of foreign assets (e.g., foreign deposits held by domestic banks) or the replacement of the liability to the nonresident supplier by another liability to nonresidents. There are also close connections between many financial account transactions. For example, the proceeds from the sale of bonds in foreign capital markets (a financial inflow) may be invested temporarily in short-term assets abroad (a financial outflow).

557. As noted in Chapter 2, the basic principle of double-entry bookkeeping used in constructing the balance of payments implies that the sum of all international transactions—current and capital and financial, including *reserve assets*—is in principle equal to zero. However, because data for balance of payments entries often are derived independently from different sources, implementation of the double-entry recording system is not perfect. As a result, there typically are net credits or net debits (i.e., net errors and omissions in the accounts). To simplify the exposition in this section, it is assumed that there are no recording errors or omissions and that the sum of all current and capital and financial account items, including *reserve assets*, is equal to zero. This property of the entire set of a country's international transactions, which is called the balance of payments identity, is stated by equation (7), in which (again for simplicity) it is assumed that net capital transfers are equal to zero.

$$(7) CAB = NKA + RT$$

when **NKA** = net capital and financial account (i.e., all capital and financial transactions excluding *reserve assets*) **RT** = reserve asset transactions

558. This equation shows that the current account balance is necessarily equal (with sign reversed) to the net capital and financial account balance plus reserve asset transactions. This relationship shows that the net provision, as measured by the current account balance, of resources to or from the rest of the world must—by definition—be matched by a change in net claims on the rest of the world. For example, a current account surplus is reflected in an increase in net claims, which may be in the form of official or private claims, on nonresidents or in the acquisition of *reserve assets* on the part of the monetary authorities. Alternatively, a deficit implies that the net acquisition of resources from the rest of the world must be paid for by either liquidating foreign assets or increasing liabilities to nonresidents. Seen in this light, the balance of payments identity constitutes the budget constraint for the entire economy.

559. The previously described framework for analysis of the balance of payments is applicable, irrespective of the exchange rate regime adopted by a country. For example, if the exchange rate is pegged, then transactions in *reserve assets* will be determined by the net demand or supply of foreign exchange at that exchange rate (i.e., $RT = CAB - NKA$). At the other extreme, if the exchange rate arrangement involves a pure float so that no exchange market intervention takes place, then $CAB = NKA$. In the intermediate case of a managed float, purchases and sales of *reserve assets* are typically undertaken to achieve a desired exchange rate path for the domestic currency in terms of one or more foreign currencies. (This section does not cover the advantages and disadvantages of particular exchange rate arrangements and policies. However, the exchange rate is an important instrument of balance of payments adjustment, and a subsequent section includes information on this topic.)

The Capital and Financial Account and Balance of Payments Financing

560. The **capital and financial account** measures net foreign investment or net lending/net borrowing vis-à-vis the rest of the world. This account is one channel through which a country invests its net wealth; the other is primarily tangible domestic capital. The wealth accumulation aspect of the **capital and financial account** can be seen more clearly by recalling that the **current account** is equal to the difference between total domestic saving and investment. Hence equation (7) can be rewritten as: (8) $S - I = NKA + RT$. Thus, to the extent that domestic saving is not matched by an increase in domestic capital accumulation, there will be an increase in private or official assets held in the rest of the world.

561. Equation (8) describes flows of resources and capital over time. The summation, over an extended period of time, of a country's saving provides a picture of the stock of its total wealth. As defined in Chapter 3, a nation's stock of assets consists of nonfinancial and financial assets. As the financial assets and liabilities of domestic sectors cancel each other, a country's balance sheet consists of its stock of domestic nonfinancial assets plus its net international investment position (the stock of external financial assets minus the stock of external liabilities).

562. Concepts and measurement issues related to a country's international investment position are discussed in Chapter 23. As noted there, the net international investment position of a country at the end of a specific period reflects not only financial flows, which are given by the right-hand side of equation (8), but also valuation changes and other adjustments during the period, all of which affect the current value of a country's total (private and official) claims on nonresidents and its total liabilities to nonresidents. (Valuation and other adjustments are omitted as the primary focus of this discussion of the balance of payments is on links between stocks of claims and liabilities vis-à-vis nonresidents, changes in these stocks, and the **current account**.)

563. There is another connection between the **financial account** and the **current account**. Financial flows generate changes in foreign claims and liabilities. In nearly all cases, these financial stocks earn a rate of return (interest, dividends, or profits) that appears in the **current account** as *investment income*. This link between the accounts is particularly relevant in the case of a country running a current account deficit because there is an important dynamic relationship between an existing deficit and the future current account position. A deficit in the **current account** must be financed by some combination of an increase in liabilities to nonresidents and a reduction in claims on nonresidents so that the net result is a decline in net foreign assets. As a consequence, there will be a reduction in net investment income (unless rates of return adjust in an offsetting manner), and this reduction will increase the current account deficit. This interaction between the **current account** and the **financial account** can lead to a destabilizing situation in which the current account position progressively worsens unless changes in economic policies or adjustments in certain variables (e.g., exchange rates) are made to arrest the deterioration.

564. In analyzing the balance of payments and, in particular, the sustainability of any specific current account situation, it is important to consider the determinants of financial flows. These relate mainly to factors affecting the rate of return and risk on foreign and domestic assets. Such factors include interest rates, the profitability of direct and other investments, expected changes in exchange rates, and tax considerations. These factors are embodied in the expected real (i.e., adjusted for exchange rates and inflation) after-tax rate of return on the stock of foreign assets held by residents and on the stock of claims held by nonresidents. Residents and nonresidents are subject to different legal and tax considerations, which affect the rates of return on asset holdings. However, both are similarly affected by economic conditions external to the countries in which they are resident. Moreover, these external conditions are exogenous to an individual country. Therefore (for the purposes of this discussion), it seems reasonable to assume that these conditions

are constant and to focus on the domestic economic situation affecting rates of return on investments in the relevant country.

565. In addition, domestic and nonresident investors appear to be influenced largely by the same set of factors affecting rates of return on domestic investments. In other words, irrespective of whether the investor's residence is in the home country or abroad, the decision of whether to invest in the home country or another country will be influenced—for the most part—by the same set of considerations relating to expected returns on domestic assets. Changes (such as interest rates, rate of profit, inflation, and the exchange rate) in domestic variables are therefore likely to have similar effects on residents deciding to invest at home or abroad and on nonresidents choosing to invest in their home countries rather than in other, worldwide investment opportunities. Consequently, when one views the net *financial account*, one may plausibly assume that the stock of claims on nonresidents and the stock of liabilities to nonresidents are influenced by the same array of considerations.¹⁹ **566.** On the basis of this background, it is possible to examine a key aspect of balance of payments analysis (namely, the financing of a current account deficit by means of net financial inflows and *reserve assets*) and some of the economic policy issues involved.²⁰ For such an analysis, it would be helpful to use equation (7), the balance of payments identity, and to assume that initially $S = I$ (i.e., that the **current account** is zero and that net capital and financial account and reserve asset account transactions are also zero). From this initial situation, it is instructive to trace the effects²⁹, on the **current account** and the *financial account*, of an autonomous increase, which is generated by a rise in the productivity of capital, in domestic investment. If this additional investment is not matched by a corresponding rise in domestic saving, interest rates will tend to rise as long as the monetary authorities do not peg the rates. The excess of investment over domestic saving will be reflected in a current account deficit, which may be financed by a net financial inflow induced by the rise (in comparison to interest rates abroad) in domestic interest rates.

567. Whether there is spontaneous financial account financing of a current account deficit depends on a number of considerations. First, the financial inflow may be directly related to increased domestic capital spending in the form of foreign direct investment, loans obtained from foreign banks, or bonds issued in international capital markets. The foreign financing can be for the purchase of foreign goods and services required for an investment project and for the purchase of domestic inputs. Alternatively, additional investment may be financed domestically by means of bank loans or issues of equities and bonds. In this case, there is no direct link between increased domestic expenditures and foreign financing. However, the tendency for domestic interest rates to rise (in comparison with rates abroad) because of the increased investment will provide an incentive for funds to flow into the country. Whether or not funds do so depends largely on how investors view the economic prospects of the country. The prevalence of stable economic and political conditions—particularly if it is not likely that the higher interest rate will be offset by a continuing depreciation of the exchange rate of the country—will increase the spontaneous movement of funds into the country.

568. The financial inflow associated with the excess of investment over saving involves a reduction in the net foreign asset position of the country and the reduction, in turn, will change the net investment income flow of the country. The key analytical issue is whether the country will be able to service the change in the net foreign investment position without undertaking significant modifications in economic policies or without incurring undesirable changes in interest rates or exchange rates. Servicing is likely to occur without changes if the investment makes a significant contribution to the productivity of the economy. Such a contribution can be manifested in two ways: first, the firm or government enterprise undertaking the investment must be sufficiently profitable to pay the rate of return that will attract the funds to finance the investment; second, the additional investment must enhance the debt-servicing capacity of the economy. As long as funds imported from abroad are invested productively in the domestic economy, external financing for a current account deficit is likely to be forthcoming for a considerable period of time. In this situation, the capital-importing country's current account deficit manifests an efficient allocation of resources.

569. Alternatively, it is useful to consider a case in which investment is unchanged but domestic saving declines—either because of an increase in government spending not matched by a rise in tax and other revenue or because of an increase in private consumption not matched by an offsetting change in government saving. In this situation, domestic interest rates would also tend to rise. However, unlike the previous case, the shift to a current account deficit is not paralleled by an increase in productivity in the economy. Under these conditions, there may not be a spontaneous inflow of funds if investors view the deterioration in the **current account** as reflecting inappropriate and unsustainable government policies. For example, the decline in domestic saving may reflect an enlarged public sector deficit that is not associated with increased investment. Alternatively, the rise in absorption may be due to higher private spending

²⁹

¹⁹This perspective includes the assumption that there are no controls on international capital flows. As such controls are not typically applied in the same manner to transactions involving residents and to those undertaken by nonresidents, the presence of such controls implies that the same factors are likely to affect residents and nonresidents in different ways. ²⁰Balance of payments presentations sometimes show an overall balance, which has been variously defined according to the perspectives of the analyst. This measure involves distinguishing transactions recorded above the line from those recorded below the line. This procedure is linked to the double-entry system of recording balance of payments entries because the two groups must be numerically equal with opposite signs. Drawing the line involves making certain analytical distinctions. In many instances, the overall balance is equal, with the exclusion of transactions in *reserve assets* and exceptional financing, to the sum of current and capital and financial account transactions. According to this definition of the overall balance, below-the-line transactions are considered to be accommodating or financing the net result of above-the-line transactions, which are considered autonomous. In other balance of payments presentations, the overall balance is equal, with the exclusion of transactions (including those in *reserve assets*) of the domestic banking sector, to the sum of current and capital and financial account transactions. In such a presentation, the below-the-line transactions correspond to the net foreign assets of the banking system (including the central bank). This presentation may be helpful in analyzing the impact of such transactions on the creation of domestic liquidity.

generated by an expansionary monetary policy. Under these circumstances, investors may not wish to increase their net claims on the country.

570. In the absence of a spontaneous financial inflow, some combination of the following will be necessary: policy actions to attract private funds, the use of *reserve assets* for balance of payments financing, and/or the implementation of balance of payments adjustment measures. From the balance of payments identity (equation (7)), it can be seen that, if the **current account** shifts into deficit, financing must take place either by drawing down the country's international *reserve assets* or by increasing incentives for attracting private funds. The latter can be achieved by enhancing the domestic economic environment for long-term investment. The adoption of monetary and fiscal policies that support stable economic conditions and encourage direct and other investment would tend to induce financial inflows on a sustained basis. Funds may also be induced to flow in from abroad—and to provide balance of payments financing—by the raising of domestic interest rates. Such a policy may well be appropriate if the current account deficit is caused by aggregate demand pressures; a restrictive monetary policy would have the effect of dampening excess demand and providing short-term financing. However, such financing may not be dependable from a long-term perspective as, for example, changes in foreign monetary conditions may make investment of liquid assets in the domestic economy appear unattractive. Therefore, it is necessary to look at the underlying causes of a current account deficit requiring fundamental balance of payments adjustment to such an extent that the deficit cannot be financed by financial inflows on a sustained basis.

571. The appropriateness of using *reserve assets* to finance a gap between domestic expenditure and income, rather than undertaking adjustment measures to reduce or eliminate this gap, depends on the extent to which the gap is temporary or reversible. As a country's stock of owned *reserve assets* (as well as the resources it can borrow to supplement its *reserve assets*) are limited, the use of *reserve assets* to finance a current account deficit is confined within these limits. However, by mitigating the necessity for balance of payments adjustment, official financing can perform a useful buffer function. For example, temporary shocks, such as poor harvests or other temporary supply disruptions, to domestic output do not necessarily require comparable changes in the domestic absorption of goods and services. Thus the financing, through the use of *reserve assets*, of a temporary excess of consumption and investment over national income can provide a desirable smoothing of the path of expenditures by residents. The *reserve assets* can also be used to finance seasonal swings in foreign payments and receipts. While the financing of temporary shocks is appropriate, recourse—although it can make the adjustment path smoother and more gradual—to owned or borrowed *reserve assets* does not obviate the necessity for adjustment if deterioration in the **current account** persists.

572. There are limits on the extent to which private funds and official resources can finance a current account deficit. The willingness of the private sector to invest in the country may be directly influenced by ongoing changes in *reserve assets*. If the existing stock of *reserve assets* is relatively low in comparison with the current account deficit and the monetary authorities are expected to exhaust the country's *reserve assets* within the investment horizon of the investors, then the probability of a depreciation of the exchange rate or the introduction of other policy measures adversely affecting the rate of return expected by investors would tend to increase significantly. Under these circumstances, any private funds from abroad that are financing all or part of a current account deficit could quickly switch from a net inflow to a net outflow. As can be seen from equation (8), unless adjustment measures are implemented to reverse both the current account deficit and the financial account outflow, *reserve assets* would be required to finance both an excess of domestic investment over saving and a net increase in claims on nonresidents. Such a situation would probably result in a loss of confidence in the currency, exacerbation of the financial outflow, and a rapid exhaustion of *reserve assets*.

Balance of Payments Adjustment

573. There are many situations in which it may not be feasible to rely on private and official resources to finance a current account deficit on a sustained basis. For balance of payments analysis, it is therefore important to consider the possible introduction of adjustment measures to achieve a viable external payments position (i.e., conditions under which a deficit on goods and services can be financed by private and official transfers, private capital inflows, and some recourse to *reserve assets*). The subsequent discussion examines briefly the roles of exchange rate changes, fiscal measures, and monetary policy in achieving balance of payments adjustment.

574. In this analysis, it is useful to rewrite equation (8) as: (9) $S - I = CAB = TB + SIB + TRANB = NKA + RT$ when **TB** = trade balance **SIB** = service and income balance **TRANB** = current transfer balance The magnitude of the necessary adjustment in the balance of payments depends, to some extent, on the nature of the components of the current account balance. For example, a country may have been running a persistent trade deficit that was financed, in part, by borrowing from private and official sources. In this situation, the country is also likely to be running a deficit on the service and income balance that reflects the servicing of this debt. Part of the deficit arising from trade, service, and income transactions may, however, be offset by a surplus from **current transfers**, which could reflect both official and private transfers. If such inward transfers are expected to be of a long-term nature and can confidently be relied upon to finance all or part of the deficit in other components of the **current account**, then the extent of the necessary balance of payments adjustment may be rather small.

575. However, even in the case of a small adjustment, it is nonetheless important to be fully cognizant of the fact that foreign debts must be paid in the future. Thus the amortization schedule of the country is an important factor for judging the sustainability of a particular balance of payments position. If large amortization payments are due in the near future and expected financial inflows are not sufficient to cover payments falling due, it may be necessary to

undertake adjustment measures beforehand to avoid more drastic measures required for dealing with a subsequent balance of payments crisis.

576. In the face of an unsustainable current account deficit, one adjustment measure that should be considered is a depreciation of the exchange rate of the domestic currency. Such a depreciation may be necessary to offset a domestic price rise (relative to prices abroad) that—by penalizing exports and encouraging imports—worsens the trade balance. To the extent that the depreciation raises the prices of traded goods (i.e., exports and imports) in comparison with the prices of non-traded goods and services, depreciation will promote the substitution of domestic products for imported goods and stimulate foreign demand for domestic output. However, as the depreciation will be accompanied by a rise in domestic prices in response to the increase in the cost of imported goods and services and the rise in demand for exports and domestically produced import substitutes, the improvement in international competitiveness generated by the exchange rate change will be partially or fully eroded. Such a development underscores the importance of supplementing the exchange rate adjustment with restrictive monetary and fiscal policies to facilitate the shift in resources signaled by the change (caused by the depreciation) in relative prices. Thus, an expenditure-switching policy in the form of exchange rate depreciation must generally be supported by expenditure-reducing measures; indeed, such measures are essential if there is no excess capacity in the economy.

577. The need for such action can be seen from equation (9), which shows that any improvement in the **current account** must be matched by a corresponding positive change in the difference between domestic saving and investment. An exchange rate depreciation by itself may generate such a change in the desired direction. In particular, if there is no change in the stance of monetary policy, the increase in demand generated by the depreciation will raise the demand for money. With an unchanged money supply, the greater demand for money will tend to increase nominal and real domestic interest rates. As a result, interest-sensitive expenditures will be dampened, and there could be a positive impact on domestic saving. However, it is unlikely that this induced effect on the gap between savings and investment will itself be sufficient, particularly if the economy is at full employment, to achieve the desired improvement in the **current account**. Therefore, in all likelihood, it will be necessary to accompany the adjustment in the exchange rate with measures to reduce the level of domestic expenditure through tighter monetary and fiscal policies that release resources to expand output in the exporting and import-substitution industries.

578. The discussion of equation (6) pointed to fiscal deficits as one potential cause of external imbalances. Changes in government spending and taxation may therefore be mandated to achieve the required reduction in the saving/investment gap—to the extent that an exchange rate depreciation does not induce a sufficient response in the difference between total domestic saving and investment. However, it is important that fiscal policy measures be designed to achieve the desired objective and not exacerbate the adjustment problem. For example, cuts in infrastructure investment may have the desired short-run balance of payments effect, but such cuts could have, particularly if the spending reductions are in such areas as transportation, a long-run adverse impact on the supply potential of the country and the generation and supply of energy designed to relieve bottlenecks. Moreover, tax measures that result in very high marginal tax rates or that are aimed particularly at capital income could have the undesired side effect of inducing offsetting reductions in private saving and reducing incentives to invest in the country. Such disincentive effects can be avoided by implementing fiscal action aimed at reducing or eliminating subsidies to inefficient government enterprises and the private sector and by cutting back on government activity that can be performed equally well, if not better, by the private sector.

579. The stance of monetary policy plays an important role in balance of payments adjustment. The existing external imbalance may reflect an excess of domestic investment over saving (or what is the same thing—an excess of domestic spending over income) that results from an excessively expansionary monetary policy. It is, first of all, important to adjust the stance of monetary policy so that interest rates are generally positive in real terms and provide an incentive to savers and so that domestic economic conditions are sufficiently stable to encourage investment. From the perspective of aggregate supply and demand, it can be seen from equation (4) that monetary policy should ensure that the level of domestic expenditure is in line with the productive capacity of the economy. Thus, from the point of view of balance of payments analysis, the objective of monetary and fiscal policies is to limit domestic spending to what is available from domestic resources and foreign financing.

580. One important aspect of monetary policy in balance of payments adjustment is the link between reserve asset transactions and domestic monetary conditions. A decline in *reserve assets* may be associated with a current account deficit and/or a net financial outflow caused by an expansionary monetary policy. The reserve asset decline can lead to a reduction in the monetary base and therefore to a tightening in the stance of monetary policy. A more restrictive monetary policy tends to correct the payments imbalance through higher interest rates that dampen domestic demand and make domestic assets more attractive to investors. However, this built-in adjustment mechanism can be short-circuited if the monetary authorities offset the effect of the loss of *reserve assets* on the monetary base by increasing the domestic component of the base (e.g., through open market purchases of securities held by the banking system). Such offsetting action tends to prevent domestic interest rates from rising and thereby contributes to the persistence of the balance of payments deficit.

581. The foregoing discussion focuses entirely on an economy that faces an actual or incipient balance of payments problem in the form of a persistent current account deficit or financial outflow that may also be accompanied by a loss of *reserve assets*. This concentration on external deficits reflects the more prevalent tendency for domestic expenditure to exceed available income and the frequent necessity of formulating policies to deal with the financing or adjustment

of a balance of payments deficit.²¹ The opposite situation (namely, a persistent current account surplus, inflow of capital, and substantial accumulation of *reserve assets*) occurs less often and generally does not pose as severe a problem for economic policy.

582. Nonetheless, an analysis of some aspects of a surplus balance of payments situation is useful. As can be seen from equation (7), the balance of payments identity, a surplus in the **current account** is reflected in an increase in net claims held by the private sector or government (**NKA**) on nonresidents and/or an increase in official *reserve assets* (**RT**). The change in the net foreign asset position may be due to a reduction in liabilities to nonresidents rather than to an increase in gross claims. Such a reduction may well be a desirable development if a previous large buildup of liabilities has imposed a severe debt service burden on the country. In this case, a current account surplus can be an appropriate step toward achieving a viable balance of payments position.

583. The case of an economy with no recent deficits of payments and an increase in its gross private claims on the rest of the world reflects an excess of aggregate domestic saving over domestic investment. If the government's fiscal position is in deficit, private sector saving will exceed domestic investment. The allocation of part of domestic saving to foreign assets presumably reflects the fact that investors find the rate of return on these assets more attractive, at the margin, than investment opportunities in the domestic economy. The provision of resources to the rest of the world in the form of a buildup of net claims on nonresidents will, by and large, result in an efficient allocation of the domestic economy's saving as long as the buildup of net claims reflects the operation of market forces rather than government policies designed directly or indirectly to increase such claims.

584. Thus, for analyzing the balance of payments of a country in persistent surplus, one key consideration is whether government policies distort saving/investment decisions and thereby bias the payments position of an economy toward a surplus. Such distortions can take many forms. First, there are measures aimed directly at influencing the **current account**. Examples are tariffs and quotas that limit imports, restrictions on payments abroad, and export subsidies and government procurement policies that give preference to domestic producers. Moreover, an exchange market intervention policy may be directed at deliberately undervaluing the country's currency to achieve a current account surplus. Finally, there may be measures that limit foreign acquisition of domestic assets—a limitation that would tend to bias the **financial account** toward a net outflow and thereby shift the **current account** in the direction of a surplus.

585. These measures may, in fact, not be successful in achieving a larger current account surplus. Policy actions aimed at particular components of the balance of payments will, over time, lead to offsetting movements in other components in the absence of changes in the underlying determinants of saving and investment. In any event, if a large and persistent current account surplus appears to arise from such distortionary measures, the appropriate policy action is the reduction and eventual removal of these distortions. If a persistent surplus remains after such measures are eliminated, then the accumulation of net claims on the rest of the world would appear to manifest the saving and investment propensities of the economy. If, in this case, one were to identify the surplus as a problem, it would generally be necessary to establish that private saving or government saving was excessively high or that domestic investment was too low. It is considerably more difficult to arrive at such a conclusion than to identify the previously enumerated distortions that relate directly to international transactions.

586. A current account surplus, while reflecting entirely a response to market forces, may cause economic difficulties for a country. For example, a country with "Dutch disease" experiences either a natural resource discovery or a substantial improvement in the terms of trade for the natural resources sector. The expanding sector or terms of trade gains lead to an improvement in the **current account** and an appreciation of the exchange rate. This development tends to make other sectors of the economy contract and be less competitive internationally. If the newly discovered resources are expected to be depleted fairly rapidly and the gains in terms of trade to be transitory, it may be appropriate to protect the sectors adversely affected. One way to achieve this objective is through exchange market intervention to prevent or moderate the exchange rate appreciation. The accumulation of *reserve assets* tends to insulate the real economy from having to adjust to the short-run disturbance.

587. The general conclusion of such an analysis is that, when no government policy actions are aimed at achieving a surplus balance of payments position, it may be difficult to establish that an economy is investing too much of its saving abroad. However, it may be somewhat easier to reach a conclusion with respect to *reserve assets*. Rather than leading to a rise in net foreign assets held by the private sector, a current account surplus can be reflected in a buildup of foreign *reserve assets*. A buildup represents specific government policy action in the form of foreign exchange market intervention. Intervention, which involves the sale of domestic currency in exchange for foreign currency, has the tendency to keep the foreign exchange value of the domestic currency lower than it otherwise would be. The accumulation of *reserve assets* may therefore limit the extent to which the currency appreciates and thereby prevent the operation of the self-correcting mechanism that would tend to reduce the current account surplus.

588. Thus, one aspect of balance of payments analysis for a country with a persistent current account surplus involves an appraisal of the level of external *reserve assets* held by monetary authorities. The accumulation of such assets is excessive if the assets exceed, by a wide margin, the amount required to finance short-run balance of payments deficits. In such a situation, the country's resources may well be better invested in domestic capital formation. If the private and government sectors are unlikely to increase domestic capital formation, cessation of reserve asset accumulation would lead to an increase in domestic absorption and/or to a rise in net foreign investment by domestic residents.²² In either case, allocation of the economy's resources would tend to be more efficient as the allocation would be responding to market forces.

²²Countries that are large exporters of nonrenewable resources, such as oil, may have limited domestic investment opportunities. In such cases, the buildup of foreign assets can be viewed not so much as an accumulation of *reserve assets* for balance-of-payments financing purposes but rather as a diversification of the country's stock of wealth. Also, there may be a case for the accumulation of *reserve assets* in the instance of a country subject to Dutch disease if the effects are expected to be transitory.

²¹Of course, for the world as a whole, the balance of payments positions of all countries are equal to zero. Nonetheless, the recorded balance of payments position for the world, which is equal to the sum of the positions of all countries, is not equal to zero because of measurement problems. For a discussion of this issue, see the International Monetary Fund's *Report on the World Current Account Discrepancy*, September 1987, and *Report on the Measurement of International Capital Flows*, September 1992

Il tasso di cambio

Prezzo di una valuta in termini di un'altra. A seconda della valuta che si prende come numerario (cioè il cui prezzo è posto uguale ad uno) possiamo avere due modi diversi di calcolare tale prezzo relativo. Possiamo considerare quante unità di valuta nazionale corrispondono ad un'unità di valuta estera (poniamo, 1,12 euro per una sterlina), in gergo incerto per certo, dove ci si pone nell'ottica di chi deve cambiare la valuta estera in valuta nazionale, in quanto il cambio risulta dal rapporto fra un numero incerto e variabile, le unità di valuta nazionale, e il valore unitario della valuta estera, che è dato e costante (essendo 1) o a quante unità di valuta estera corrisponde un'unità di valuta nazionale (0,894 sterline), il che è uguale al rapporto tra 1 e il valore in termini di valuta nazionale di un'unità di valuta estera, in gergo certo (il valore unitario della moneta estera) per incerto. In passato in Italia si usava la definizione incerto per certo, per cui se la moneta nazionale si rafforzava il tasso di cambio si riduceva. Attualmente invece dopo l'accezione all'euro si usa la seconda definizione per cui se la moneta nazionale si rafforza il tasso di cambio aumenta. La stessa definizione viene adottata anche negli USA e in Gran Bretagna. In altri paesi invece vale la convenzione opposta.

Si ha un apprezzamento della nostra moneta quando il tasso di cambio (nella prima accezione) diminuisce, viceversa per un deprezzamento. Il contrario per l'accezione certo per incerto. Le due opposte convenzioni danno luogo a possibili confusioni. Seguendo il testo noi adotteremo la convenzione incerto per certo, la quale peraltro porta a risultati alquanto controintuitivi (quando la valuta si apprezza il cambio diminuisce e cresce quando si deprezza), ma che rende marginalmente più facile la trasformazione di valori esteri in valori nazionali (occorre moltiplicare il prezzo in valuta del bene estero per il tasso di cambio, invece che dividerlo, come nel caso del cambio certo per incerto).

Operatori sui mercati dei cambi:

1. Banche. Quasi tutte le transazioni internazionali valutarie comportano addebiti o accrediti su conti bancari, e la grande maggioranza scambi di accrediti e addebiti.

La banca può operare su delega di un cliente, o per modificare il proprio portafoglio valutario.

La maggior parte delle transazioni sul mercato delle valute è fra banche. Il margine fra i tassi di cambio "al dettaglio", cioè quelli praticati alla clientela e quelli interbancari (applicati a transazioni fra banche superiori al milione di dollari) rappresentano il margine di guadagno delle banche per i servizi di cambio alla clientela.

2. Società. Effettuano transazioni principalmente allo scopo di far fronte a pagamenti e trasferire gli incassi in paesi diversi.

3. Istituzioni finanziarie non bancarie (tipo fondi pensione, fondi di investimento, società di assicurazione).

4. Banche centrali. Importanza delle loro transazioni, in genere di minore rilievo quantitativo, come indice delle loro intenzioni circa la gestione della politica monetaria, ed eventualmente della politica macroeconomica del governo, volte a condizionare in particolar modo l'andamento del cambio della propria valuta.

Ordine di grandezza e sviluppo degli scambi sui mercati valutari (progressiva globalizzazione).

Nel 1980 il valore degli scambi giornalieri sui mercati valutari era di circa 18 miliardi di dollari, nell'aprile del 1989, circa 600 miliardi, nell'aprile del 2001, 1200 miliardi, di cui 504 scambiati a Londra, 254 a New York e 147 a Tokyo. Nell'aprile 2004 1900 miliardi, di cui 753 scambiati a Londra, 461 negli USA e 199 a Tokyo. Nell'aprile 2007 il valore degli scambi medi giornalieri in

era di 3081 miliardi di dollari, di cui 2660 in dollari, 1140 in euro, 510 in yen, 461 in sterline, 209 in franchi svizzeri, 130 in dollari canadesi.³⁰

L'equalizzazione dei tassi di cambio nei vari mercati e l'arbitraggio.

La maggior parte delle transazioni sono svolte in dollari. Ruolo di pivot del dollaro americano anche negli scambi fra valute minori. I tassi incrociati: causa l'arbitraggio sono allineati a quelli diretti. Ad esempio, il tasso di cambio fra franchi svizzeri e shekel israeliani (quanti franchi svizzeri vale uno shekel) può essere ottenuto dividendo il tasso di cambio fra franco svizzero e dollaro (quanti franchi svizzeri vale un dollaro) e quello fra shekel e dollaro (quanti shekel vale un dollaro), dato che dividendo i franchi svizzeri per gli shekel che hanno lo stesso valore in termini di dollari si ottiene quanto vale in franchi svizzeri ogni shekel.

Il dollaro come principale valuta chiave (*vehicle currency*), con l'euro distante secondo,³¹ mentre il ruolo della sterlina, un tempo seconda al dollaro, si è molto ridotto.

Tassi di cambio a pronti e a termine.

Transazioni a pronti (spot) e giorno di valuta della medesima transazione (quello in cui le parti possono effettivamente disporre dei fondi), che in genere è almeno due giorni dopo il momento della stipulazione, tenuto conto del tempo necessario ad eseguire quanto stipulato. Peraltro con **Continuous Linked Settlement**, organizzazione istituita nel 2002 da un gruppo di grandi banche con lo scopo di regolare simultaneamente le transazioni valutarie fra di loro e nei confronti dei propri clienti e terze parti interessate, le transazioni vengono perfezionate istantaneamente.³² Nel caso in cui il giorno di valuta sia concordato più in avanti di quanto strettamente necessario per effettuare il regolamento della transazione si ha a che fare con le transazioni a termine.

Motivi per le transazioni a termine: dettate da avversione al rischio e di copertura dei rischi di cambio o dalla percezione di possibilità di guadagno tramite la speculazione, anche in ragione delle diverse aspettative degli agenti.

Forme assunte dalle transazioni sul mercato dei cambi:

Swap.

Swap sui tassi di cambio: vendita di una valuta a pronti collegata al riacquisto dopo un certo periodo. Permette di risparmiare sui costi di transazione rispetto a due transazioni distinte. Supponiamo che abbia ricevuto il pagamento nella valuta x e debba effettuare un pagamento con la stessa valuta dopo tre mesi. Però non mi conviene tenere i miei fondi nella valuta x in quanto, ad esempio, la valuta y permette di ottenere un migliore rendimento, tenuto conto del tasso di interesse sul mercato della valuta y, del cambio a pronti e di quello a termine. Allora mi conviene cambiare la valuta x in y e ricambiare a termine la valuta y nella valuta x a tre mesi e mi conviene farlo con un solo contratto di swap con cui scambio la valuta x a pronti con la valuta x a tre mesi. Potrei anche ottenere lo stesso risultato con una transazione a termine (acquisto della valuta x a termine) e una spot (cambio della valuta x nella valuta y a pronti), ma incorrerei in maggiori costi di transazione.

Futures

I contratti relativi ad attività future (*futures*). Consistono nella stipulazione di uno scambio futuro a un prezzo determinato o determinabile con riferimento al prezzo di mercato di un certo momento. Corrispondono a tipi standard e danno luogo a scambi continui sui mercati finanziari internazionali. Possono essere utilizzati sia a fini di ridurre il rischio, sia di affrontarlo speculando. In particolare i futures comprendono anche contratti che hanno oggetto lo scambio di valute. Un contratto di tale tipo viene venduto e comprato sul mercato dei *futures* prima della scadenza, con possibilità di dar

³⁰ Ogni tre anni viene effettuata un'indagine statistica, con riferimento al mese di aprile, da parte della Banca dei Regolamenti Internazionali (*Bank of International Settlements*), da cui i dati sopra indicati sono riportati (cfr. la parte statistica scaricabile da <http://www.bis.org/publ/rpfx07a.pdf>). Il testo completo dell'ultimo rapporto triennale è scaricabile dal sito della BIS

³¹ Cfr. European Central Bank, *The International Role of the Euro*. Luglio 2008, scaricabile dal sito <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role200807en.pdf>

³² Cfr. http://en.wikipedia.org/wiki/Continuous_linked_settlement

luogo a perdite e guadagni a carico degli agenti interessati, che vengono man mano liquidati. In genere si dà effettiva esecuzione solo a una piccola parte dei contratti futuri.

Contratti a termine

Come i future i contratti a termine si riferiscono alla stipulazione di contratti la cui esecuzione è stipulata in un momento futuro. La differenza è che si tratta di contratti non tipizzati come i future e che quindi non possono venir scambiati su mercati liquidi, dove i prezzi di mercato sono determinati continuamente, ma solo caso per caso ("on the counter"). Nel caso dei *futures* le variazioni nel valore di mercato del *future* danno luogo man mano a quotidiani aggiustamenti nelle posizioni delle parti contraenti, riducendo l'impatto delle possibili perdite e guadagni nel momento futuro in cui si dà esecuzione al contratto. Questo non si verifica per i contratti a termine; laddove la differenza fra i prezzi di mercato e il prezzo stipulato al momento dell'esecuzione sia ingente possono nascere problemi di solvibilità. L'aggiustamento quotidiano delle posizioni che derivando dalla variabilità delle quotazioni dei future limita questo problema.³³

Opzioni

Le opzioni. Un'opzione dà diritto al titolare di vendere o comprare una certa attività (nel nostro caso la valuta estera) in un certo periodo di tempo. Il titolare del diritto ha la scelta se esercitare o meno l'opzione e del momento di esercitarla nel periodo contrattualmente stabilito.

Un'opzione *put* dà diritto a vendere una certa attività (nel nostro caso la valuta estera) in un certo periodo di tempo. Un'opzione *call* di comprarla. Anche le opzioni sono soggette a scambi sugli specifici mercati finanziari.

Se io so che dovrò effettuare un pagamento o ricevere un incasso in valuta in un certo periodo di tempo, senza peraltro conoscere il giorno esatto, potrò cautelarmi contro i rischi di cambio acquistando un'opzione di acquisto a un tasso prefissato di valuta estera in quel periodo (*call*) oppure l'opzione opposta di vendita di valuta estera (*put*). Se nel periodo si determina poi un cambio spot per me più favorevole posso non esercitare l'opzione (il cui valore di mercato in tal caso diventa nullo).

Attraverso i contratti sopra considerati possono essere eliminati i rischi di cambio, al costo del premio che viene pagato all'intermediario, ma questa opportunità è ristretta ad un orizzonte temporale limitato, entro il quale esistono mercati organizzati per le corrispondenti transazioni. Nel lungo è più difficile e costoso effettuare transazioni, anche perché la variabilità delle circostanze rilevanti e quindi i rischi relativi sono molto maggiori nel lungo che nel breve. L'apertura di impianti di produzione in altri paesi dove vi sono i mercati di sbocco da parte delle multinazionali serve anche a tutelarsi dal rischio del cambio, in quanto i costi di produzione vengono sostenuti nelle stesse valute in cui vengono effettuate le vendite.

A parità di altre circostanze (e in particolare per un dato livello di rischiosità, cioè di variabilità dei risultati) conviene detenere il proprio patrimonio in forme che ne assicurino la massima crescita nel tempo, cioè il massimo tasso di rendimento in termini reali, cioè in termini di potere di acquisto. La differenza fra il tasso di rendimento³⁴ in termini nominali (cioè in termini di valori monetari correnti) e quello reale è dato dal tasso di inflazione. Cioè: $r=h-p$, dove r è il tasso di crescita dell'attività in termini reali, h il tasso di crescita in termini nominali (poniamo, nel caso di un deposito, il tasso di interesse nominale, che, se pagato sul conto alla fine del periodo, costituisce il tasso di crescita proporzionale del deposito) e p il tasso di inflazione. (Si ricordi che il tasso di crescita di una variabile è dato dalla variazione proporzionale della grandezza nell'unità di tempo e cioè dalla variazione della variabile nel corso del periodo di tempo considerato, diviso per il livello della variabile all'inizio del periodo.) Poniamo ad esempio che il tasso di interesse nominale sia il 10% ma nel periodo di tempo il tasso di inflazione sia del 6%, allora il tasso di interesse reale sarà del

³³ Cfr. http://en.wikipedia.org/wiki/Futures_contract.

³⁴ Possiamo definire come tasso di rendimento l'aumento del valore dell'attività nell'unità di tempo (ipotizzando che i rendimenti derivanti dall'attività non vengano consumati ma accumulati accrescendone il valore) rapportato (cioè diviso) per il valore dell'attività al momento iniziale.

4%. Se abbiamo due attività che hanno diversi tassi di rendimento nominali, la differenza nei tassi di crescita reali sarà uguale alla differenza dei tassi di crescita nominali. Infatti siano x e y i tassi di crescita nominali di tali attività e p il tasso di inflazione. Allora i rispettivi tassi di crescita reali saranno $x_R = x - p$ e $y_R = y - p$. Facendo la differenza $x_R - y_R = (x - p) - (y - p) = x - y$. Ovviamente perché due tassi di rendimento possano essere comparati occorre che le grandezze siano misurate nella medesima unità monetaria. Non avrebbe senso, ad esempio considerare la differenza fra un tasso di rendimento in yen e uno in dollari. Se confrontiamo il tasso di rendimento degli impieghi in varie valute occorrerà considerare, accanto ai diversi tassi di interesse, i diversi andamenti dei cambi fra le valute.

Il cambio a termine permette agli operatori di eliminare i rischi del cambio. Ma in realtà la grande massa delle transazioni che si svolgono sul mercato dei cambi non sono dettate dall'obiettivo di eliminare il rischio del cambio, da parte di operatori la cui attività sul mercato dei cambi è dettata dalla necessità di finanziare transazioni correnti, ma dall'obiettivo degli operatori di ottenere il rendimento più elevato da impieghi di natura patrimoniale. Dalla loro attività, da cui risulta la grande liquidità del mercato internazionale dei cambi e il livellamento dei prezzi delle valute sui vari mercati, profittano anche gli operatori il cui motivo nel domandare valute è principalmente transattivo, rivolto cioè alla creazione di scorte liquide da utilizzare per il finanziamento delle transazioni del commercio internazionale.

Da cosa dipende il tasso di cambio a termine?

Tassi di cambio a pronti e a termine e la parità coperta dei tassi di interesse

La convenienza ad entrare in un contratto a termine dipende sia dai tassi di cambio a pronti e a termine che dai tassi di interesse sui depositi nelle varie valute. Se il tasso di interesse sui depositi in una valuta è maggiore di quelli in un'altra, la differenza fra i tassi di interesse deve essere compensata dalla differenza nei tassi di cambio a pronti e a termine, in modo che non si possa guadagnare attraverso operazioni di arbitraggio che comportino un'operazione di cambio a pronti e una a termine. Si noti che si tratta di arbitraggio e non di speculazione, in quanto un tale tipo di transazioni non comporta rischi legati al verificarsi di circostanze future (tranne che gli eventuali rischi politici relativi alla possibilità che uno dei paesi interessati ponga dei vincoli ai movimenti di capitali o dal rischio che la controparte non dia esecuzione alla sua prestazione contrattuale; ma da questi prescindiamo). Se si verificasse una discrepanza gli operatori professionali sui mercati dei cambi ne trarrebbero subito partito, effettuando domande spot e vendite a termine della valuta i cui piazzamenti rendono di più. Conseguentemente la valuta in questione si apprezzerrebbe spot e si deprezzerebbe a termine, riducendo e quindi annullando il rendimento di tale tipo di operazioni.

In definitiva, in equilibrio la differenza nei tassi di interesse deve essere uguale al premio (o allo sconto) del cambio a termine rispetto a quello a pronti, dove il premio a termine della valuta x rispetto alla valuta y è dato da $(F_{yx} - E_{yx})/E_{yx}$, dove F_{yx} è il cambio a termine (numero delle unità di y che corrispondono ad una unità di x per valuta a termine) e E_{yx} quello a pronti di y con x , dove con E_{yx} indichiamo le quantità di y che si scambiano con un'unità di x , cioè l' "incerto per il certo" nel paese della valuta y , notazione cui noi ci atteniamo. Chiaramente se $F_{yx} > E_{yx}$ la valuta x vale di più in termini di valuta y a termine che a pronti e viceversa per la valuta y relativamente alla valuta x . In tal caso se la valuta x fa premio rispetto alla valuta y , la valuta y fa sconto rispetto alla x . Viceversa ovviamente nel caso contrario. Supponiamo ad esempio di avere a che fare con due valute, dollari ed euro. Allora la condizione della parità coperta (coperta nel senso che si riferisce a transazioni prive di rischio, quindi, in gergo, coperte) dei tassi di interesse comporta che: $i_{\$} - i_{\epsilon} = (F_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon}) / E_{\$/\epsilon}$. In realtà si tratta di una formula approssimata. Il motivo è il seguente. Trasformiamo l'equazione precedente nella maniera seguente $i_{\$} = i_{\epsilon} + (F_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon}) / E_{\$/\epsilon}$. Il lato sinistro ci dà il tasso di rendimento dei dollari depositati a interesse. In equilibrio dovrà essere uguale al tasso di rendimento derivante dall'operazione a termine, che dovrebbe essere l'espressione indicata sul lato

destro. Vediamo quindi tale espressione più in dettaglio per renderci conto dell' approssimazione cui abbiamo fatto riferimento. $E_{\$/\epsilon}$ ci dà quanti dollari vale un euro, cioè quanti dollari dobbiamo spendere per acquistare un euro. $F_{\$/\epsilon}$ ci dice quanti dollari otteniamo in cambio di un euro a termine. La differenza ci dà ovviamente il guadagno (o la perdita) in termini di dollari che otteniamo dall' operazione di acquistare un euro a pronti e di rivenderlo a termine. A questo dobbiamo aggiungere quanto otteniamo in termini di interessi sull' euro acquistato a pronti nel periodo fra l' acquisto a pronti e il termine in cui avviene il cambio inverso. Questa componente dell' operazione è data dal tasso di interesse sui depositi in euro moltiplicato per il cambio a termine $F_{\$/\epsilon}$. Per cui la resa complessiva dell' operazione in termini assoluti è $i_{\epsilon}F_{\$/\epsilon} + (F_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon})$. Dividendo tale rendimento in termini assoluti per il numero di dollari inizialmente spesi per acquistare un euro otteniamo il tasso di rendimento di tale acquisto (cioè di quanto varia la cifra iniziale come proporzione o percentuale che dir si voglia di tale cifra). Cioè dobbiamo dividere per $E_{\$/\epsilon}$ ottenendo $[i_{\epsilon}F_{\$/\epsilon} + (F_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon})]/E_{\$/\epsilon}$. Dato che il rapporto $F_{\$/\epsilon}/E_{\$/\epsilon}$ è in genere molto vicino all' unità (le oscillazioni dei cambi non sono poi così grandi, soprattutto in periodi brevi) si vede come la condizione di equilibrio possa semplificarsi in quella indicata prima. Si noti anche che $i_{\epsilon}F_{\$/\epsilon}/E_{\$/\epsilon} = i_{\epsilon} - i_{\epsilon} + i_{\epsilon}F_{\$/\epsilon}/E_{\$/\epsilon} = i_{\epsilon} + i_{\epsilon}[(F_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon})/E_{\$/\epsilon}]$, dove l' espressione fra parentesi quadre costituisce il prodotto di due frazioni in genere alquanto piccole, soprattutto con riferimento a periodi di tempo relativamente brevi e quindi può venire tranquillamente trascurata. La semplificazione si giustifica anche per il fatto perché comunque sia i dati rilevanti dell' analisi dei mercati dei cambi si riferiscono alle grandezze sopra considerate (tasso di cambio a pronti, tasso di cambio a termine, differenziale dei tassi di interesse). Anche nella formula non semplificata una variazione del tasso di interesse sulla moneta estera altera la condizione di equilibrio; se il tasso di interesse estero aumenta, aumenta la convenienza dell' operazione a termine, se si riduce si riduce comunque la convenienza. Portarsi dietro la formula completa nelle analisi che seguono non ci servirebbe a niente.

L' equilibrio sul mercato delle valute e la condizione della parità scoperta dei tassi di interesse

Abbiamo visto la condizione della parità coperta dei tassi di interesse. Una analoga condizione vale anche con riferimento ai tassi di interesse sulle varie valute e alla relazione fra tali tassi e le variazioni attese sui tassi di cambio a pronti (non abbiamo a che fare qui con transazioni a termine, ma solo con aspettative di variazione dei cambi a pronti). Ad esempio, se il tasso di rendimento (in termini di euro) di un deposito in dollari è maggiore del tasso di interesse in euro conviene, a parità di altre circostanze, investire in dollari, altrimenti in euro. Questo però vale solo a parità di rischio, cioè di variabilità dei risultati attesi, e di liquidità, cioè di possibilità di vendita dei cespiti patrimoniali (attività) incorrendo in bassi costi di transazione e in un breve lasso di tempo. In quello che segue ipotizzeremo, per semplicità, che non vi siano differenze di rischio e di liquidità fra i vari impieghi.

Analogamente a quanto si è visto prima, il tasso di rendimento atteso in euro di un deposito in dollari è dato dal tasso di interesse sui dollari più il tasso di crescita atteso (e non a termine questa volta, quindi intrinsecamente incerto: in questo caso si tratta di speculazione, non di arbitraggio) del cambio euro-dollari. Per cui, analogamente a prima, la condizione di parità scoperta dei tassi di interesse, che ci garantisce l' uguaglianza dei tassi di rendimento attesi sui depositi nelle varie valute, e quindi l' equilibrio dei mercati dei cambi, è che in equilibrio le differenze fra i tassi di interesse delle varie valute siano uguali ai tassi proporzionali di variazione dei cambi attesi. Abbiamo quindi una condizione del tutto simile a quella della parità coperta. In termini ad esempio di dollari ed euro abbiamo che la condizione della parità scoperta è: $i_{\$} - i_{\epsilon} = (E^{\epsilon}_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon})/E_{\$/\epsilon}$, dove con E^{ϵ} indichiamo il tasso di cambio atteso. Anche qui si trascura, nella formula, per lo stesso tipo di motivazioni, l' elemento addizionale dato dalla variazione del valore in termini di una valuta degli interessi percepiti nell' altra.

Supponendo che i tassi di cambio futuri attesi siano dati, il deprezzamento di una valuta (al momento presente, dato che si suppone per il momento che il tasso di cambio futuro atteso sia dato)

ne produce un aumento del tasso di rendimento relativo alle altre per ogni dato valore del tasso di interesse, in quanto al tasso di interesse si accompagna un maggiore tasso di apprezzamento (o un minore tasso di deprezzamento).

Supponiamo infatti di avere due valute, la valuta x e la valuta y. Il rendimento di un deposito in valuta y in termini di valuta x è dato dal tasso di interesse sulla valuta y più l' aumento relativo delle unità di x che si possono comprare con una unità di y, ovverossia del cambio di x in termini di y. Cioè da $R_y + (E_{xy}^e - E_{xy})/E_{xy}$, dove E_{xy}^e è il tasso a pronti atteso. Se prescindiamo dalla diversa rischiosità di tenere depositi denominate nelle varie valute (in relazione, poniamo, alla variabilità dei cambi attesi in rapporto ad una data valuta di riferimento, quale il dollaro), in equilibrio tale tasso di rendimento dovrà essere uguale al tasso di interesse sulla valuta x (condizione della parità scoperta dei tassi di interesse). Nel caso il tasso di cambio corrente fra la valuta x e la y (cioè il numero di x necessario per acquistare una y) sia più elevato di quello che assicura la parità dei tassi di interesse (date le aspettative di cambio future) converrà agli operatori spostarsi sulla valuta x, di cui si prospetta un apprezzamento maggiore di quello compatibile con la parità dei tassi di interesse, riducendone il cambio (facendola cioè apprezzare) e l' inverso per quanto riguarda il caso opposto. Solo se vale la condizione di parità non si hanno forze che fanno variare il cambio.

Se il tasso di interesse su una valuta aumenta, si riduce il suo tasso di cambio con le altre valute compatibile con la condizione di parità e quindi la valuta si apprezza.

Tutto questo però dato il tasso di cambio futuro. Nella realtà delle cose tuttavia tassi di cambio futuri e presenti sono interrelati. Ma su tali temi ritorneremo in seguito, una volta capito da che cosa dipendano i tassi di interesse.

Se il tasso di cambio futuro atteso di una valuta cresce (cioè ci si attende un suo deprezzamento), diminuisce il tasso di rendimento dei depositi in tale valuta, e quindi, supponendo dati i tassi di interesse, si riduce la domanda di essa al momento attuale e quindi la valuta si deprezza anche al momento presente.

Si noti che dalle condizioni individuate separatamente della parità coperta e scoperta dei tassi di interesse si trae la conclusione che il tasso di cambio a termine riflette le aspettative relative al cambio a pronti al momento futuro (nel contesto semplificato in cui ci muoviamo tasso di cambio a termine e tasso di cambio atteso sono in equilibrio identici, altrimenti le condizioni relative alla parità non potrebbero valere contemporaneamente). Inoltre un operatore potrebbe guadagnarci direttamente dalla differenza. Supponiamo ad esempio che io ritenga che i dollari si deprezzino di più di quanto implicito nel cambio a termine. Allora posso guadagnarci vendendo a termine dollari, in quanto al momento in cui dovrò completare la transazione potrò procurarmi a pronti i dollari pagandoli di meno (in quanto maggiormente deprezzati) di quanto incasserò dalla loro vendita secondo il contratto stipulato a termine. Se gli operatori avessero le stesse aspettative tutti farebbero la stessa cosa e il cambio a termine del dollaro si deprezzerebbe allineandosi a quello atteso. In pratica gli operatori hanno aspettative diverse e quindi diversi comportamenti. Dalla loro complessiva attività si evince, attraverso l' osservazione del cambio a termine, il cambio atteso mediamente dal mercato.

Cosa succede quando il tasso di cambio a pronti cambia

Supponiamo che si deprezzi una valuta (aumenti il suo tasso di cambio a pronti) dati i tassi di interesse ed il cambio atteso. In tal caso le altre valute diventano più care e il loro tasso di rendimento in termini della valuta il cui cambio si è deprezzato diminuisce (sarà meno conveniente comprarle a pronti vendendole a termine). Aumenta quindi il tasso di rendimento della valuta deprezzata in relazione alle altre e quindi la sua domanda. Viceversa nel caso di un apprezzamento. Prendendo in considerazione le solite valute, dollaro ed euro, qualora, a parità di condizioni, tassi di cambio a termine e tassi di interesse, si deprezzi il dollaro rispetto all' euro, il rendimento in termini di dollari dei depositi in euro diminuisce (in quanto a pronti si ottengono meno euro per ogni dollaro) e viceversa nel caso di un apprezzamento. Il tasso di cambio di equilibrio è appunto quello in corrispondenza del quale il tasso di rendimento in dollari dei tassi di depositi in euro è pari al

tasso di interesse del dollaro (e il tasso di rendimento in euro dei depositi in dollari è pari al tasso di interesse dell' euro).

Cosa succede quando cambiano i tassi di interesse.

Se cambia il tasso di interesse in una valuta, debbono corrispondentemente cambiare i tassi di rendimento in termini di tale valuta dei depositi in altre valute. Se, ad esempio, il tasso di interesse sul dollaro aumenta, a parità di altre circostanze aumenta il rendimento di detenere dollari, la domanda di dollari aumenta, si rivaluta quindi il cambio spot del dollaro. Questo significa che il tasso di rendimento in termini di dollari di detenere valuta estera aumenta (costa di meno acquistarne). A parità di tasso di cambio atteso, questo significa un maggiore deprezzamento del dollaro e quindi un maggiore tasso di rendimento di detenere valuta estera invece di dollari. In equilibrio la condizione di parità viene ristabilita. Chiaramente nella realtà dei fatti un aumento del tasso di interesse comporta probabilmente anche una rivalutazione del tasso di cambio atteso, ma per il momento non consideriamo tale questione, rimandandola a quando avremo chiari i fattori che determinano il tasso di cambio atteso.

Cosa succede se cambia il tasso di cambio atteso

Se ad esempio si deprezza il tasso di cambio atteso della nostra moneta, aumenta il tasso di rendimento in termini di valuta nazionale di detenere valuta estera (perché aumenta la quantità di moneta nazionale che si può ottenere con un' unità di moneta estera in futuro). Conseguentemente aumenta la domanda di valuta estera a pronti e si deprezza il cambio della nostra moneta a pronti. Il contrario succede in caso di rivalutazione del tasso di cambio atteso.

Moneta, tassi di interesse e tassi di cambio

Relazione fra grandezze monetarie e tasso di cambio: le grandezze monetarie influenzano i tassi di interesse (e quindi i tassi di cambio correnti) e le aspettative di cambio. La moneta è un' attività patrimoniale di speciale natura tenuto conto delle caratteristiche specifiche che la caratterizzano, come intermediario degli scambi, unità di conto e riserva di valore. Si tratta dell' attività patrimoniale più liquida in quanto può essere tramutata negli altri beni prontamente e col costo di transazione minimo possibile. Offerta di moneta: circolante e depositi bancari in conto corrente = M1. Se ci aggiungiamo i depositi a risparmio abbiamo M2. Noi però considereremo M1, in quanto ipotizzeremo per semplicità che le disponibilità monetarie non fruttino interesse. La quantità di moneta è regolata dalla Banca Centrale, attraverso varie procedure che per il momento non considereremo. Supponiamo quindi per il momento che sia determinata da essa.

Analisi della moneta come attività patrimoniale sotto l' aspetto del:

1. rendimento atteso;
2. rischiosità;
3. liquidità.

1. La moneta non paga interesse (o, nel caso dei depositi bancari in conto corrente in Italia lo paga in maniera molto modesta e inferiore alle altre attività, per semplificare il discorso supporremo che in ogni caso non lo paghi). Supponiamo anche, senza discostarci molto dalla realtà, in quanto il tasso di interesse costituisce il valore di riferimento dei rendimenti delle varie attività patrimoniali, che tutte le altre attività abbiano un tasso di rendimento uguale al tasso di interesse. Supponiamo per semplicità che il tasso di interesse sia univocamente determinato in ogni periodo e ipotizziamo, come spesso si fa in Macroeconomia, che esista solo un' altra attività relativamente illiquida, alternativa alla moneta avente un valore nominale (il cui valore reale è soggetto a cambiamenti in seguito a cambiamenti nel livello dei prezzi), che possiamo individuare come i titoli di stato (obbligazioni). Il costo di detenere moneta è quindi pari al tasso di interesse cui si rinuncia. (Nella realtà delle cose esiste tutta una struttura di tassi di interesse, che variano in particolare in relazione alla rischiosità e alla maturità dei prestiti considerati e tutta una serie di possibili attività patrimoniali che, anche in relazione alla loro natura specifica e grado di liquidità, godono di diversi tassi di rendimento e di varia protezione nei confronti di processi

inflazionistici.) In ogni caso possiamo tranquillamente ipotizzare che, a parità di altre circostanze, un aumento del tasso di interesse comporti una riduzione della domanda di moneta (in quanto aumenta il costo di opportunità di detenere moneta).

2. La moneta condivide i rischi delle altre attività specificate in termini nominali, ma che fruttano interesse, per quanto riguarda la riduzione del suo valore (potere d'acquisto) derivante dall'aumento del livello dei prezzi. Quindi la variazione delle aspettative circa l'andamento dei prezzi non si ripercuote in quanto tale sulla convenienza relativa di detenere moneta o altre attività di valore nominale che fruttano interesse (abbiamo visto prima che la differenza dei tassi di rendimento nominali corrisponde alla differenza nei tassi di rendimento reali).
3. La liquidità è il motivo fondamentale per detenere moneta. La detenzione di moneta è in stretta relazione con il valore delle transazioni che la moneta serve ad effettuare. Un aumento del valore delle transazioni comporta un aumento nella domanda di moneta.

La domanda aggregata di moneta

Se consideriamo la domanda reale di moneta a livello del sistema economico, cioè l'entità del potere di acquisto di beni e servizi che la gente vuole detenere, questa è la somma delle domande individuali e può essere caratterizzata come una funzione inversa del tasso di interesse e come una funzione diretta del reddito.

Quindi $M^d/P = L(R, Y)$, dove R è il tasso di interesse (il costo di opportunità di detenere attività in termini monetari, che non pagano interesse, rispetto alla possibilità alternativa di dare i fondi in prestito, per esempio comprando titoli di stato, al tasso di interesse R , privandosi della liquidità associata alla detenzione di scorte monetarie), Y il reddito reale e P il livello dei prezzi e $L(R, Y)$ è la domanda di moneta reale (cioè domanda non di unità monetarie comunque denominate, ma di potere di acquisto in termini reali). Ovvero, considerando la domanda di moneta in termini di valori correnti:

$$M^d = P L(R, Y).$$

L'equilibrio del mercato monetario

La domanda di moneta deve essere uguale all'offerta (che ipotizziamo che sia determinata dalla Banca Centrale attraverso gli strumenti di controllo della liquidità di cui dispone). In altri termini i saldi monetari reali devono essere detenuti intenzionalmente. Nessuno si ritrova a detenere della moneta che avrebbe preferito impiegare in altro modo, date le circostanze in cui si trova.

$$M^s = M^d,$$

Ovvero:

$$M^s/P = L(R, Y). \quad (10.1)$$

Dati P e Y , la condizione di equilibrio ci determina il tasso di interesse.

Se siamo fuori dall'equilibrio gli individui preferiranno detenere maggiormente o in minor misura attività fruttifere invece che moneta rispetto a quello che detengono nella situazione di partenza. Nel primo caso faranno aumentare il prezzo di tali attività e quindi diminuire il tasso di interesse (il tasso di rendimento di un'attività si riduce infatti se aumenta il prezzo nel presente, dato il valore futuro), nel secondo il contrario. Visto altrimenti, coloro che non riescono a dare il loro denaro a prestito ai tassi correnti e vorrebbero farlo dovranno accontentarsi di un tasso di interesse più basso e coloro invece che non sono soddisfatti del tasso di interesse che ricevono ridurranno il denaro dato a prestito facendo aumentare il saggio di interesse. In ogni caso ci si muove verso l'equilibrio che è quindi stabile.

Tassi di interesse e offerta di moneta

Supponiamo che la banca centrale aumenti l'offerta di moneta. Se ipotizziamo che il livello dei prezzi resti costante, al tasso di interesse di partenza parte delle scorte monetarie saranno indesiderate; si vorranno scambiare con titoli che danno un interesse (continuiamo a supporre che questa sia l'unica alternativa). L'aumentata domanda di titoli ne farà aumentare il prezzo e conseguentemente, dato che il rendimento nominale dei titoli esistenti rimane costante, diminuire il corrispondente tasso di interesse. In altri termini, perché le disponibilità monetarie eccedenti la

domanda al tasso di partenza trovino chi le prende in prestito, occorrerà che i risparmiatori si contentino di un tasso di interesse più basso. La riduzione del tasso di interesse procede fin tanto che non si ristabilisce l'uguaglianza fra domanda e offerta di moneta. Il processo opposto si verifica se la quantità di moneta si riduce.

Produzione e interesse

Se la produzione aumenta la domanda di moneta si sposta verso l'alto e il tasso di interesse di equilibrio aumenta, viceversa se la produzione diminuisce. Nella figura seguente riportiamo sulle ascisse la quantità di moneta reale (cioè la quantità di moneta nominale divisa per il livello dei prezzi) e sulle ordinate il tasso di interesse R :

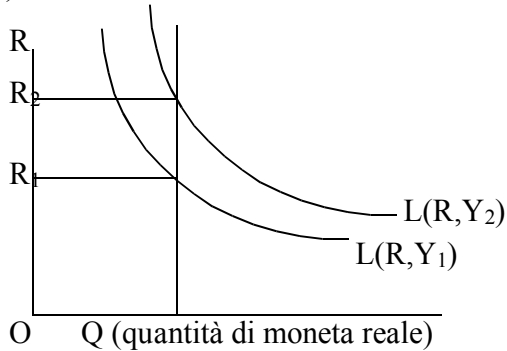


Fig. 10.1

$L(R, Y_1)$ è la curva di domanda di moneta in funzione del tasso di interesse quando il reddito reale è Y_1 . Il tasso di interesse di equilibrio è dato dall'intersezione della curva di domanda con la retta verticale che indica la quantità data di moneta reale. Se il reddito aumenta a Y_2 , il tasso di interesse di equilibrio aumenta a R_2 in quanto la domanda di scorte monetarie aumenta.

Offerta di moneta e tasso di cambio

Tenuto conto della condizione di parità dei tassi di interesse, si avrà che un aumento dell'offerta di moneta, **a parità di aspettative future sul cambio**, determinerà un deprezzamento del cambio, una diminuzione un apprezzamento.

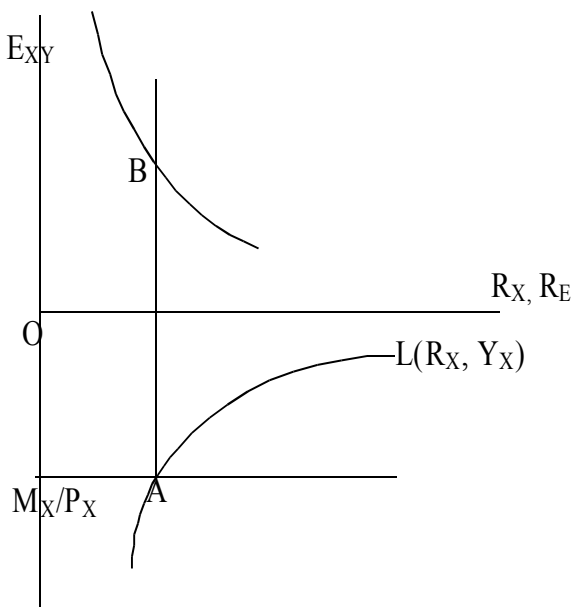


Fig. 10.2

A partire dal punto O verso il basso riportiamo la quantità di moneta reale, offerta (M_X/P_X), e domandata $L(R_X, Y_X)$ nel paese x (dato che ipotizziamo di essere nel breve periodo, si ipotizza che il livello dei prezzi sia dato e che quindi variazioni della quantità nominale di moneta si traducano in variazioni reali). Il punto di equilibrio del mercato monetario ci determina il tasso di interesse di x. Questo tasso di interesse deve essere in equilibrio uguale al rendimento in termini di x di detenere un deposito in y. Dato il tasso di interesse di y, R_Y , e dato il tasso di cambio atteso, tale rendimento, R_e , è funzione inversa del tasso di cambio presente (e quindi del costo presente di acquistare la valuta y). Infatti $R_e = R_Y + (E_{XY}^e - E_{XY})/E_{XY}$. Il tasso di cambio attuale di equilibrio è quello corrispondente al punto B, in cui $R_X = R_e$.

Infatti in equilibrio il tasso di rendimento atteso delle varie valute dovrà essere lo stesso. Al variare del tasso di interesse il tasso di cambio della valuta interessata cambierà in maniera inversa: quando il tasso di interesse aumenta, questo aumento verrà compensato da un minore apprezzamento della valuta nel periodo considerato, lasciando costante il rendimento degli impieghi nella valuta in questione. In altri termini, partendo da una situazione di equilibrio e date le aspettative future, se

aumenta il tasso di interesse in una valuta, aumenta il suo tasso di rendimento alle condizioni iniziali, aumenta quindi la domanda per tale valuta, che diventa più “cara” fintanto che il suo rafforzamento elimina il vantaggio inizialmente associato al maggiore tasso di interesse.

Domanda: cosa succede al tasso di cambio al variare dell' offerta di moneta, del paese x e di quello y?

Cambi e prezzi

Prima di considerare la determinazione dell' equilibrio di breve periodo consideriamo la determinazione dell' equilibrio di lungo periodo, in quanto nella determinazione dell' equilibrio di breve periodo svolgono un ruolo fondamentale le aspettative del lungo periodo, che si concretizzano, nell' impostazione del testo, nell' equilibrio atteso di lungo periodo. L' idea di fondo è che gli agenti, nel formare le loro aspettative circa l' equilibrio di lungo periodo tengono conto dei dati rilevanti per individuare la situazione attesa di lungo periodo conformemente al modello di funzionamento reale del sistema economico (ipotesi delle aspettative razionali). Alla base di questa ipotesi ci possono essere diverse considerazioni. Intanto, non c' è motivo a priori per ipotizzare che l' idea del pubblico circa l' equilibrio di lungo periodo verso cui il sistema muove in una certa situazione sia sistematicamente sbagliata in un senso o in un altro piuttosto che mediamente giusta. In secondo luogo si può supporre che gli individui attraverso l' esperienza che si fanno siano in grado di capire l' effettivo modo di funzionamento del sistema economico. Quest' ultima ipotesi peraltro è abbastanza irrealistica, tenuto conto del fatto che in genere la struttura di fondo del sistema economico è soggetta a cambiamenti, anche drastici e anche repentini, nel corso del tempo e che di fatto l' esperienza degli agenti è comunque limitata, anche perché le circostanze del mondo non si ripetono mai esattamente. Rimane comunque l' idea che se delle ipotesi dobbiamo fare circa le aspettative degli individui per il lungo periodo, che, comunque, condizionano il loro operare nel breve, e se non pensiamo che tali ipotesi siano completamente casuali e arbitrarie, tanto vale, per lo meno in prima approssimazione, ipotizzare che tali aspettative si riferiscano all' equilibrio di lungo periodo cui, in base ai dati della situazione specifica, l' economia dovrebbe effettivamente tendere e in cui lo stato dell' economia verrà mediamente (cioè con maggiore probabilità) a trovarsi qualora il comportamento degli agenti sia razionale.

Si suppone intanto che nel lungo periodo l' economia tenda ad un equilibrio di pieno impiego. Realisticamente possiamo fare riferimento ad un tasso di disoccupazione “naturale”, che dipende dal funzionamento complessivo del sistema economico e in particolare del mercato del lavoro e definire come livello di reddito di pieno impiego quello in cui il tasso di disoccupazione è quello “naturale”. Nella definizione di pieno impiego possiamo quindi comprendere una situazione in cui si determina comunque un tasso di disoccupazione funzionale all' operare del sistema economico (disoccupazione naturale) in corrispondenza del quale non vi è tendenza per la situazione del mercato del lavoro a mutare, per quanto riguarda occupazione e salari, a meno di un qualche shock esterno. L' idea è che se non c' è equilibrio di pieno impiego si dovrebbero mettere in opera forze che all' equilibrio di pieno impiego portano. Se, ad esempio, c' è disoccupazione superiore al livello “naturale” i salari reali dovrebbero diminuire e l' occupazione aumentare, se invece la disoccupazione fosse inferiore al livello “naturale” i salari reali e la disoccupazione dovrebbero aumentare, dove il tasso di disoccupazione naturale è quello a cui i salari, qualora non ci siano variazioni nella tecnologia, non aumentano o, se la tecnologia cambia, in corrispondenza al quale i prezzi (o il tasso di inflazione anticipato, nel caso di un contesto inflazionistico) non variano. Il tasso di disoccupazione compatibile con l' equilibrio può comunque variare in relazione alle caratteristiche specifiche del sistema economico (ad esempio natura dei vincoli che condizionano il comportamento delle parti sociali e il contratto di lavoro, organizzazione del mercato del lavoro per quanto riguarda il modo con cui le informazioni rilevanti si diffondono, ecc.). Quando parliamo di condizioni di pieno impiego, possiamo in tal caso far riferimento semplicemente al livello dell' occupazione compatibile con l' equilibrio del mercato del lavoro di lungo periodo, cioè in un contesto in cui non si determinano dal lato del mercato del lavoro pressioni né di tipo inflazionistico (allorché l' aumento dei salari si traduce in un aumento del tasso di inflazione) sia di tipo

deflazionistico (quando si riduce il tasso di inflazione ma al costo di un maggiore tasso di disoccupazione) in presenza di una serie di dati strutturali costanti (ad esempio il tasso di crescita della produttività del lavoro che deriva dalle innovazioni è costante). Evidentemente abbiamo a che fare con un contesto altamente semplificato, che ci permette peraltro di limitare la complessità del discorso, restringendolo agli aspetti fondamentali. Quello che va sottolineato è che le aspettative di lungo periodo nella realtà delle cose cambiano continuamente. A seconda di come cambiano (per esempio in relazione all'ottimismo o al pessimismo degli agenti economici) cambiano anche i modi in cui gli agenti ne tengono conto. In quello che segue cerchiamo semplicemente di identificare come si determinano le aspettative di lungo periodo in un contesto "razionale" molto semplificato.

L'equilibrio di lungo periodo in condizioni di pieno impiego.

La condizione di pieno impiego determina Y , in quanto si suppone che la produzione dipenda dall'occupazione (e anche che l'occupazione dipenda dalla produzione che si vuole ottenere). Anche il tasso di interesse si può supporre determinato nel lungo periodo dall'economia reale (in particolare dalla condizione che lo vuole uguale all'efficienza marginale del capitale, cioè quanto rende, al margine, aumentare l'impiego dei beni capitali, misurati in termini di valori correnti, finanziando il relativo investimento, poniamo, attraverso l'emissione di obbligazioni: fin tanto che l'efficienza marginale del capitale è superiore al tasso di interesse converrà prendere a prestito e investire, facendo astrazione dalla questione del rischio). Il tasso di interesse ci dà il prezzo relativo della moneta disponibile in momenti diversi: se le unità in termini dei quali la moneta viene definita cambiano (per esempio se cambiamo l'unità monetaria di riferimento da un euro a cento euro), cambia la denominazione della moneta in momenti di tempo diversi, ma il costo di opportunità di detenere moneta in tempi diversi (il tasso di interesse) rimane lo stesso. Lo stesso succede se cambia, in un certo lasso di tempo, la quantità di moneta disponibile. D'altra parte si ipotizza, sulla base di un ragionamento analogo, che nel lungo periodo la quantità di moneta determini il livello dei prezzi, in quanto il suo potere di acquisto dipende dalla sua scarsità relativa. Un aumento proporzionale della quantità di moneta determina un aumento nella stessa proporzione del livello dei prezzi (neutralità della moneta nel lungo periodo). Questo può essere evidenziato reinterpretando la condizione di equilibrio del mercato monetario. Da

$$M^s/P = L(R, Y) \quad (10.1)$$

si ha:

$P = M^s/L(R, Y)$. (10.2), dove in questo caso si pone in evidenza la dipendenza del livello dei prezzi dalla quantità di moneta. Quando quest'ultima varia, dato R e Y , il livello dei prezzi varia nel lungo periodo nella stessa proporzione.

Gli effetti della variazione dell'offerta di moneta

Ipotesi: relativa rigidità di breve periodo del livello dei prezzi dovuta, in particolare, alla durata dei contratti di lavoro (nel caso almeno di paesi con una relativa stabilità monetaria), ma flessibilità al di là del breve. Quindi un aumento della domanda aggregata si esplica nel breve in un aumento dei livelli di attività e, in un secondo tempo, sui salari e sui prezzi. Al contempo l'aumento della quantità di moneta ha un effetto immediato sulle aspettative inflazionistiche. (Questo dipende dall'ipotesi delle aspettative razionali e dall'ipotesi che gli agenti siano in grado di avere in ogni momento le informazioni rilevanti per la determinazione razionale delle proprie aspettative: ma in realtà chi è al corrente di come varia la quantità di moneta? E' piuttosto la considerazione di come effettivamente variano i prezzi e le linee generali della politica economica che incide in pratica sulla formazione delle aspettative, soprattutto degli agenti meglio informati. Ma nel nostro contesto molto semplificato la politica economica è ristretta alla determinazione della quantità di moneta.)

In quello che segue ipotizziamo che il tasso di interesse nel paese x sia inizialmente uguale al tasso di interesse nel paese y e ci si aspetti che il cambio presente sia anche quello futuro.

Variazioni dell'offerta di moneta e tasso di cambio

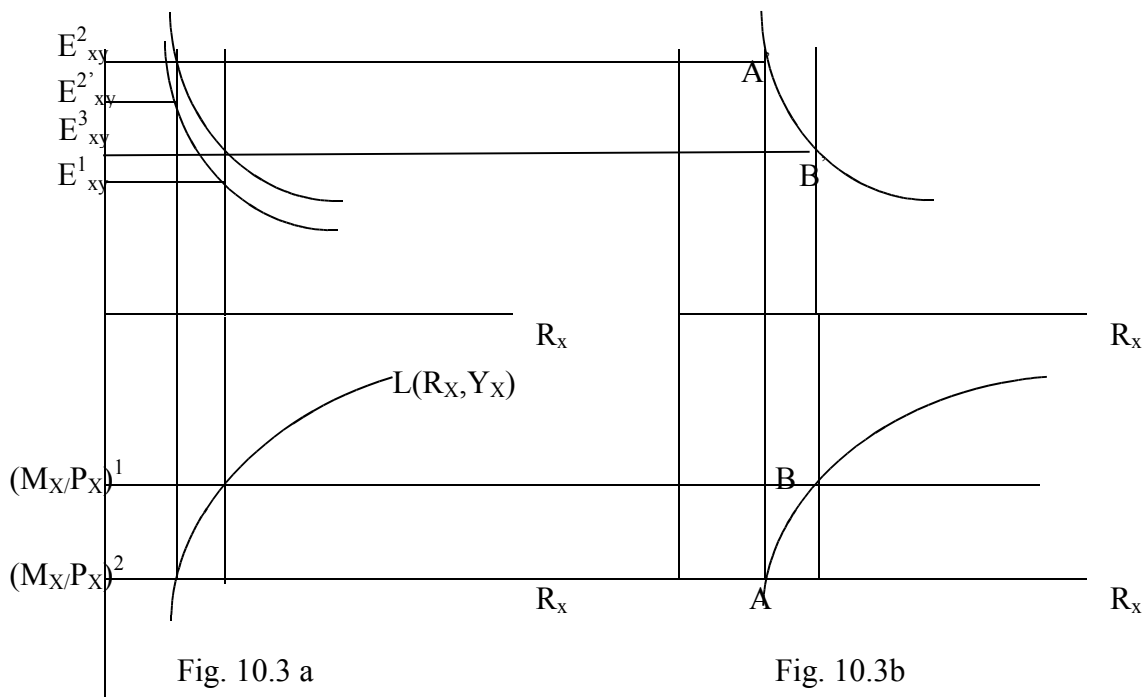


Fig. 10.3 a

Fig. 10.3b

Nella figura 10.3a sono evidenziati gli effetti di breve periodo di una riduzione dei tassi di interesse sulla moneta x conseguenti ad un aumento della quantità di moneta. Per la parità dei tassi di interesse la riduzione del tasso di interesse deve essere compensata da un apprezzamento atteso del cambio di x in relazione ad y. Questo comporta, in presenza di un cambio atteso costante, un deprezzamento del cambio della moneta spot (in altri termini, se gli impieghi nella moneta x rendono meno in termini di interesse, la domanda di moneta x si riduce e aumenta quella di valuta y; questo comporta un deprezzamento del cambio corrente e, nella misura in cui il cambio a termine resta costante, un maggiore apprezzamento nel tempo della moneta x che viene a compensare il minore rendimento in termini di tasso di interesse). Se le aspettative circa il cambio futuro rimanessero costanti si passerebbe quindi dal cambio E^1_{xy} al cambio $E^2'_{xy}$. Ma l'aumento della quantità di moneta in x crea le aspettative di una svalutazione del cambio nel lungo periodo pari all'aumento atteso dei prezzi e quindi pari all'aumento della quantità di moneta (il cambio è un prezzo, il prezzo della valuta estera in termini della nostra valuta, e come tale nel lungo periodo dipende, a parità di altre circostanze, dalla quantità di moneta, comunque questo verrà giustificato meglio in seguito). Conseguentemente, poiché la curva che è luogo delle combinazioni di E_{xy} e R_x che soddisfano alla condizione della parità dei tassi di interesse si sposta verso l'alto (se aumenta il cambio atteso, evidentemente dovrà aumentare anche il cambio spot che corrisponde ad una data variazione proporzionale attesa del cambio corrispondente ad ogni dato differenziale dei tassi di interesse, dove si suppone che il tasso di interesse sulla moneta y resti costante), il nuovo cambio di equilibrio non sarà $E^2'_{xy}$, ma bensì E^2_{xy} . Nello stesso tempo però, ipotizzando che la quantità di moneta resti costante al nuovo livello 2, i prezzi cominciano ad aumentare in x, in relazione all'aumentata quantità di moneta. Questo comporta un aumento del tasso di interesse in seguito alla corrispondente riduzione della quantità reale di moneta e conseguentemente una rivalutazione progressiva del cambio, sino a che si perviene all'equilibrio di lungo periodo, in cui il tasso di interesse è quello del momento di partenza e il tasso di cambio è effettivamente aumentato allo stesso tasso cui sono aumentati i prezzi e la moneta. Il processo di passaggio dall'iniziale equilibrio di breve a quello di lungo periodo è evidenziato nel lato destro della fig. 10.3b nel passaggio da A a B e da A' a B'.

Iperreazione (overshooting) del tasso di cambio (fig. 10.3 b).

Quando si riduce il tasso di interesse di un paese in seguito all'aumento della quantità di moneta, supponendo che in seguito la quantità nominale di moneta resti costante, si creano aspettative di apprezzamento del cambio del paese rispetto al tasso di cambio cui si perviene inizialmente: infatti

il processo graduale di aumento dei prezzi che si innesca porta a una progressiva riduzione della moneta reale, e quindi a un progressivo aumento del tasso di interesse fino al livello precedente. Il tasso di cambio conseguentemente si apprezza nel tempo, sino al momento in cui è aumentato esattamente nella misura della crescita dei prezzi, dove questa è uguale all' aumento iniziale della quantità di moneta. Nella stessa misura quindi dovrà aumentare il tasso di cambio a termine. Questo comporta come conseguenza che nel breve periodo la variazione del tasso di cambio (il suo deprezzamento nel nostro caso) sia maggiore che nel lungo (fenomeno dell' *overshooting*, o sovrareazione, del tasso di cambio).

Nel caso l' aggiustamento dei prezzi fosse istantaneo l' aumento dei prezzi sarebbe uguale all' aumento dell' offerta di moneta, per cui la moneta reale e il tasso di interesse in x non varierebbero. Quello che si determinerebbe sarebbe semplicemente un aumento istantaneo del tasso di cambio corrispondente all' aumento dei prezzi e della quantità di moneta e il fenomeno della sovrareazione del tasso di cambio non si verificherebbe. La rilevanza pratica della teoria dell' *overshooting* è di fornire una spiegazione possibile della volatilità dei tassi di cambio flessibili.

LIVELLO DEI PREZZI E TASSO DI CAMBIO NEL LUNGO PERIODO

La teoria della parità del potere d' acquisto

La legge del prezzo unico determina una relazione fra prezzi e tasso di cambio.

Se P è il prezzo in euro di un bene e P' è il prezzo in dollari, E il tasso di cambio di dollari in euro (cioè il numero di euro che si scambiano con un dollaro) $P = E P'$ (1), qualora evidentemente si prescindano da costi di transazione e di trasporto e da imperfezioni informativi, in un contesto perfettamente concorrenziale. Quindi $E = P/P'$ (2).

La teoria della parità del potere di acquisto costituisce una generalizzazione di quanto sopra: Il tasso di cambio è uguale al rapporto fra i poteri di acquisto. Possiamo quindi interpretare il lato destro dell' equazione (2) come rapporto fra i livelli dei prezzi dei due paesi. In tal caso l' equazione (1) ci dice che un paniere standard (cioè che corrisponde alla soddisfazione esigenze analoghe, comprendente poniamo un pasto in un ristorante di dato livello, l' affitto di un' abitazione di una certa tipologia, l' acquisto di un certo numero di beni alimentari di una certa qualità atti a preparare un buon pasto per un dato numero di persone, ecc. ecc., anche se il menù del ristorante sia diverso da paese a paese, così anche i beni alimentari o le abitudini abitative e così via) di beni americani vale in euro quanto un paniere standard di beni europei. Allo stesso modo un paniere standard di beni americani vale in dollari come un paniere standard di beni europei.

C' è una differenza però rispetto alla legge del prezzo unico: nel caso della parità dei poteri di acquisto abbiamo a che fare con insiemi ("panieri") di beni di regola diversi. Ovviamente, se valesse la legge del prezzo unico, ciascuno dei due panieri varrebbe lo stesso nei due paesi, ma non due panieri diversi.

Secondo i sostenitori della teoria, nonostante i panieri standard siano diversi, nel lungo periodo i rapporti di cambio variano in ragione delle variazioni dei poteri di acquisto. Infatti tali variazioni sarebbero grosso modo le stesse anche se costruissimo un solo paniere internazionale di riferimento, nella misura in cui nel lungo periodo la variazione dei prezzi dipende essenzialmente da fattori monetari (cioè la variazione del livello dei prezzi del paniere standard in un dato paese dipende strettamente nel lungo periodo dalla variazione intervenuta nella quantità di moneta). Inoltre anche se ci sono dei fattori sistematici (su cui torneremo in seguito) che alterano la parità del potere di acquisto fra i vari paesi, purtuttavia la variazione dei poteri d' acquisto nel tempo dipende dai tassi di crescita dei prezzi interni (cioè da circostanze prevalentemente di tipo monetario) qualora i fattori di disturbo sopra considerati si mantengano invariati nel tempo. Possiamo quindi passare dalla teoria della parità dei poteri di acquisto in termini assoluti a quella in termini relativi, secondo cui le differenze nei tassi di inflazione si traducono nel lungo periodo in variazioni corrispondenti dei tassi di cambio: $(E_t - E_{t-1})/E_{t-1} = p - p'$ (16.2), dove p e p' sono i tassi di variazione proporzionale dei prezzi (tassi di inflazione) nei due paesi nell' intervallo di tempo $(t-1, t)$. Questa equazione varrebbe

anche nel breve periodo, qualora i prezzi e i salari fossero perfettamente flessibili. Più realisticamente l'equazione viene considerata come valida piuttosto nel lungo periodo: nel lungo periodo la variazione proporzionale dei tassi di cambio secondo la teoria è uguale alla differenza della variazioni proporzionali dei prezzi nel periodo considerato.

In altri termini nel lungo periodo l'andamento dei tassi di cambio è determinato, secondo la teoria, da fattori esclusivamente monetari.

Se P e P' sono i livelli generali dei prezzi nei due paesi e le variabili che si riferiscono al secondo paese sono indicate con l'apostrofo, dalla condizione di equilibrio del mercato monetario possiamo ricavare:

$$P = M/L(R, Y) \quad (16.3)$$

$$P' = M'/L'(R', Y'), \quad (16.4)$$

Per cui, nel caso valga la parità dei poteri di acquisto,

$$E = (M/M') [(L'(R', Y')/L(R, Y))],$$

cioè i tassi di cambio sono completamente determinati dalle offerte e domande relative di moneta.

Conseguenze:

- 1) un aumento dell'offerta relativa di moneta causa un deprezzamento del cambio della stessa proporzione.
- 2) Un aumento del tasso di interesse nel lungo periodo, a parità di quantità nominali di moneta, fa contrarre la domanda reale di moneta e quindi aumentare il livello dei prezzi, causando quindi un deprezzamento del cambio.
- 3) Un aumento della produzione determina un aumento della domanda reale di moneta e quindi una riduzione dei prezzi e un apprezzamento del cambio.

Mentre il punto 1) corrisponde a quanto visto in precedenza, gli altri sembrano piuttosto paradossali, ma in realtà non lo sono in una prospettiva di flessibilità dei prezzi e nel lungo periodo.

L'effetto Fisher

Una crescita (anticipata) della quantità di moneta a tasso costante dà origine, si può presumere, a un tasso di inflazione costante. Abbiamo visto che secondo la teoria della parità del potere d'acquisto il tasso di crescita del tasso di cambio è uguale al differenziale dei tassi di inflazione. Tenuto della condizione della parità dei tassi di interesse abbiamo come conseguenza che la differenza fra i tassi di interesse è uguale alla differenza fra i tassi di inflazione attesi. Infatti, dalla versione relativa della parità dei poteri di acquisto abbiamo, considerando i tassi di inflazione attesi da operatori che condividono tale ipotesi, che il tasso di variazione proporzionale atteso del tasso di cambio è uguale alla differenza fra i tassi di inflazione attesi. A sua volta, il principio della parità dei tassi interesse ci assicura che il tasso di variazione proporzionale atteso del cambio è uguale alla differenza dei tassi di interesse, per cui quest'ultima è uguale alla differenza fra i tassi di inflazione attesi.

$$R - R' = p - p' \quad (16.5)$$

Da quanto sopra si desume che a parità di altre condizioni un aumento del tasso di inflazione atteso di un paese causa un aumento nella stessa misura del tasso di interesse sulla moneta di quel paese (Effetto Fisher).

Supponiamo adesso di avere un contesto inflazionistico, in cui si abbia un tasso di crescita delle moneta a tasso costante, completamente previsto dagli agenti. In tal caso, si può ipotizzare, i prezzi aumenteranno allo stesso tasso della moneta. Se abbiamo due paesi il cui tasso di inflazione è diverso, avremo che il cambio delle loro monete, corrispondentemente al principio della parità dei poteri di acquisto, cambierà ad un tasso proporzionale di variazione uguale alla differenza dei tassi di inflazione. A tale differenza sarà uguale anche la differenza nei tassi di interesse, in virtù dell'effetto Fisher. Si noti a tale proposito che in un contesto inflazionistico il tasso di interesse nominale non ci fornisce il rendimento reale dei crediti. Infatti da quello che il creditore ottiene come interesse occorre sottrarre la svalutazione del proprio capitale nominale. Il tasso di rendimento reale dei crediti è quindi uguale al tasso di interesse nominale (che ci dà il tasso di rendimento nominale) meno il tasso di inflazione, che costituisce il tasso di deprezzamento del potere di acquisto dei crediti nominali come conseguenza dell'inflazione. L'effetto Fisher quindi

costituisce in quanto tale semplicemente un' applicazione del principio monetarista che in equilibrio di lungo periodo i fenomeni monetari non incidono su quelli reali: infatti se il tasso di inflazione aumenta, ciò determina un uguale aumento del tasso di interesse nominale e quindi non si ripercuote sul valore del tasso di interesse reale. Si noti però che la crescita del tasso di interesse nominale ha effetti reali, in quanto, a parità di circostanze, riduce la domanda reale di moneta. Per cui, a differenza di una variazione *una tantum* della quantità di moneta, l' inflazione, anche se perfettamente prevista, ha effetti reali.

Il contesto in cui ci muoviamo presenta degli aspetti alquanto irrealistici (per esempio l' ipotesi che la gente sia in grado di capire se un aumento della moneta o del tasso di inflazione sarà persistente o soltanto temporaneo e si comporti in conseguenza). Però il motivo di considerare tali semplici anche se irrealistici modelli è di evidenziare il modo con cui le aspettative operano e la grande importanza di queste nella determinazione dei comportamenti e delle conseguenze complessive degli stessi. Ad esempio l' operare delle aspettative può dar conto di un risultato apparentemente paradossale per cui un aumento del tasso di interesse può associarsi ad un deprezzamento della moneta, in virtù delle aspettative inflazionistiche cui tale aumento del tasso di interesse è associato, mentre in altri contesti siamo abituati a pensare che, al contrario, un aumento del tasso di interesse comporti una rivalutazione del cambio.

Supponiamo che ad un certo momento negli USA si determini un aumento del tasso di crescita della quantità di moneta che la gente percepisce come destinato a persistere in futuro. Questo altera in maniera corrispondente le aspettative circa il tasso di inflazione e, tenuto conto della PPP, il tasso di crescita atteso del cambio aumenta d' ora in poi nella stessa misura. La condizione della parità dei tassi di interesse comporta in permanenza un aumento del tasso di interesse uguale a quello del tasso di crescita delle altre grandezze (tasso di crescita della moneta, dei prezzi e del cambio). Il tasso di interesse aumenta immediatamente in quanto gli investitori percepiscono che la convenienza relativa di detenere attività in dollari al vecchio tasso è diventata minore e solo al nuovo tasso di interesse sono disposti a detenere attività in dollari. Tale aumento del tasso di interesse determina ai prezzi prevalenti nella situazione iniziale un eccesso di offerta di moneta. Quest' ultimo si traduce in aumento di domanda di beni e servizi che si traduce in un più elevato livello dei prezzi, che rende uguale a prima la moneta reale (si veda l' eq. 16.3 più in alto). Alla riduzione "istantanea" del potere di acquisto del dollaro corrisponde, in virtù del principio della parità dei poteri di acquisto (e del fatto che il deprezzamento iniziale comporta permanentemente un minore potere di acquisto del dollaro a parità del tasso di inflazione atteso), un deprezzamento "istantaneo" del cambio nella stessa misura. Del resto, anche se la riduzione del potere di acquisto iniziale non fosse istantanea (tenuto conto della vischiosità dei prezzi) comunque gli operatori potrebbero anticipare, al di là dell' aumento del tasso di inflazione preesistente, una riduzione della domanda di moneta dovuta al più elevato tasso di interesse e conseguentemente un salto del livello dei prezzi, che comunque prima o poi si deve estrinsecare.

La PPP in pratica

Mancanza di conferma empirica dell' ipotesi sulla parità del potere d' acquisto e sulla legge del prezzo unico che ne costituisce il presupposto concettuale. Anche in termini relativi (cioè con riferimento ai tassi relativi di inflazione) l' ipotesi trova solo conferme limitate.

Motivi per cui fallisce la PPP:

- 1) costi di trasporto e restrizioni; esistenza di beni non commerciati (soprattutto servizi), i cui prezzi comunque non si equalizzano;
- 2) diverso potere di mercato dei produttori nei vari paesi e conseguente differenziazione dei prezzi;
- 3) i tassi di inflazione sono calcolati sulla base di panieri diversi.

Inoltre i prezzi sono molto più variabili breve che nel lungo, e questo riduce ulteriormente il rispetto della parità nel breve ed accresce le possibili deviazioni dalla parità nel caso di cambi fluttuanti rispetto a quelli fissi. Si noti che negli anni sessanta vigeva il gold exchange standard, per cui tutte le valute mantenevano un tasso di cambio prefissato col dollaro, che manteneva una parità con l' oro (cioè un contenuto aureo dato), sistema che invece crollò all' inizio degli anni settanta, dando

inizio ad un periodo di cambi fluttuanti; questo spiega perchè la deviazione dal principio della PPP è stata molto maggiore negli anni settanta. Nel caso di cambi fluttuanti le continue maggiori variazioni dei cambi relativi rispetto ad un sistema di cambi fissi porta naturalmente a maggiori deviazioni dalla PPP in quanto i prezzi dei beni e dei servizi non sono così flessibili come quelli dei cambi.

In genere il potere di acquisto di una valuta è tanto maggiore quanto più povero è il paese che si considera. Ruolo del prezzo dei beni non commerciati nella determinazione di questo risultato: il rapporto fra i prezzi dei beni non commerciati e quelli dei beni internazionalmente commerciati è tanto maggiore quanto maggiore è il livello di sviluppo (il reddito pro-capite) di un paese. Motivo (effetto Balassa-Samuelson): le differenze nella produttività del lavoro nel settore dei beni non commerciati sono minori, quindi nel settore dei beni non commerciati (in particolare i servizi, si pensi ad esempio ai servizi alla persona) rileva maggiormente il minore costo del lavoro nei paesi più poveri (mentre nel settore dei beni commerciati il minore costo del lavoro è compensato dalla sua minore produttività). Inoltre nel settore dei prodotti non commerciati il lavoro incide maggiormente nella struttura dei costi, per cui dato il più basso costo del lavoro, il costo relativo dei prodotti commerciati è maggiore.

La crescita diversa dei prezzi dei diversi beni (che può ad esempio derivare da fattori tecnologici o dall' andamento diverso della crescita dei prezzi delle materie prime che entrano nella loro produzione) può essere un fattore che smentisce il PPP anche nella versione dinamica, in quanto i diversi beni hanno una rilevanza diversa nei vari paesi. Ad esempio, se cresce il prezzo relativo di un bene che ha maggiore importanza nel paese x che nel paese y, (per esempio la birra in UK e il vino in Italia) il paniere di x cresce in valore rispetto a quello di y, senza che questo dipenda da fattori monetari suscettibili di riflettersi nella determinazione del cambio.

Il tasso di cambio reale

Per identificare l' entità delle deviazioni dalla regola della parità dei poteri di acquisto, è utile distinguere il cambio reale, che si riferisce al diverso potere di acquisto delle monete, da quello monetario. Prendiamo ad esempio due paesi, rifacendoci ad un caso storico: l' Italia e la Germania prima dell' introduzione dell' euro. Tasso di cambio reale: sia P_L il livello dei prezzi in Italia (il prezzo in lire di un paniere rappresentativo del consumo italiano) P_M il livello dei prezzi in Germania (il prezzo in marchi di un certo paniere rappresentativo del consumo tedesco). Il tasso di cambio reale lira-marco è il rapporto tra il costo dei due panieri in lire: cioè è il rapporto fra il costo del paniere rappresentativo in Germania e quello in Italia, entrambi misurati in lire. Ovviamente per ottenere il controvalore italiano del paniere tedesco occorre moltiplicarlo per il tasso di cambio nominale della lira (cioè per il numero di lire che equivalgono ad un marco). Si noti che, quanto maggiore il costo di un paniere, tanto minore è il potere d' acquisto della moneta. Quindi, per ogni dato denominatore, tanto maggiore è il numeratore tanto minore il potere d' acquisto all' estero e tanto più svalutata la moneta in relazione al suo potere d' acquisto estero.

Tanto maggiore il tasso di cambio reale, quindi, tanto maggiore sarà la convenienza ad esportare (in quanto si ricava un maggiore potere di acquisto in termini di beni interni per un dato paniere venduto nel paese estero) e minore quella di importare prodotti dall' estero (per il motivo reciproco: tanto maggiore è il costo dei beni importati relativamente ai beni nazionali). Domanda: se i panieri fossero gli stessi e valesse la legge di un solo prezzo, come sarebbe il tasso di cambio reale?

Come abbiamo visto il tasso di cambio reale è uguale al prezzo del paniere in marchi moltiplicato per il tasso di cambio, diviso per il prezzo del paniere in lire, in altri termini dal prodotto del tasso di cambio (lire per marchi) per i rapporti dei prezzi (marchi su lire): $q_{LM} = E_{LM} P_M / P_L$. Si noti anche che il cambio reale ovviamente non dipende dalla valuta: se noi misuriamo il rapporto fra i panieri in marchi otteniamo lo stesso risultato. Infatti $q_{LM} = P_M / (P_L E_{ML})$, in quanto $E_{LM} = 1 / E_{ML}$. Al tempo stesso $q_{LM} = 1 / q_{ML}$.

In realtà il tasso di cambio reale interessa soprattutto in termini relativi, cioè quello che interessa è la variazione del cambio reale nel tempo. In particolare, se i prezzi interni nei due paesi rimangono gli stessi e cambia il tasso di cambio, cambia corrispondentemente anche il cambio reale. Se per esempio la lira svaluta nei confronti del marco, e i prezzi restano invariati, il cambio reale aumenta, cioè il potere di acquisto della lira nei confronti del marco si riduce e aumenta la convenienza ad esportare e diminuisce quella ad importare.

Se valesse la parità dei poteri di acquisto in termini relativi, ovviamente il cambio reale non potrebbe variare: l' aumentare del tasso di cambio nominale dovrebbe essere compensato da una variazione in senso inverso del rapporto fra i prezzi. Se vale tale teoria e il cambio della lira contro il marco aumenta, ciò significa che il rapporto fra il livello dei prezzi interni e quelli in Germania aumenta nella stessa proporzione. In altri termini, il tasso di crescita proporzionale del cambio deve essere pari alla differenza dei tassi di inflazione (tenuto conto che il tasso di crescita di un rapporto fra variabili, nel nostro caso $q_{LM} = P_M/(P_L E_{ML})$ è uguale alla differenza del tasso di crescita delle variabili, mentre il tasso di crescita di un prodotto di variabili è uguale alla somma dei tassi di crescita):

$$(E_t - E_{t-1})/E_{t-1} = p - p' \quad (16.2).$$

Nel mondo tuttavia, vi sono forze che portano a variazioni nel tempo dei tassi di cambio reali.

Variazioni nel lungo periodo del tasso di cambio reale

In realtà nel corso del tempo il tasso di cambio reale cambia. Se si determina un aumento della domanda relativa mondiale per i prodotti del paese ai prezzi relativi di partenza, questo aumento determina un aumento dei prezzi relativi del paese rispetto ai prezzi degli altri paesi. In altri termini si apprezza il cambio reale. Viceversa per una riduzione della domanda relativa mondiale.

Se l' offerta relativa dei prodotti del paese aumenta (in seguito, ad esempio, a progresso tecnico), il prezzo relativo di questi diminuisce, e quindi si deprezza il cambio reale.

Supponiamo ora che si determini un aumento nella produttività della produzione di beni commerciabili, e che il prezzo internazionale di questi sia dato (il paese è "piccolo", cioè il suo commercio non influisce in maniera apprezzabile sulla domanda ed offerta internazionale di beni). Aumenterà quindi la redditività della produzione di beni commerciabili e la produzione degli stessi, a scapito di quelli non commerciabili. Il prezzo di questi ultimi aumenterà in seguito alla riduzione dell' offerta. Si avrà quindi un aumento dei prezzi interni medi a parità di ragione di scambio (rapporto fra i livelli dei prezzi dei beni esportati e di quelli importati). In altri termini il livello del cambio reale si riduce (e il potere di acquisto relativo della moneta all' estero aumenta), in quanto il rapporto fra i prezzi medi interni e quelli esterni aumenta.

Il discorso di prima vale anche se il paese non è "piccolo", ma, nonostante la caduta della ragione di scambio, in seguito alla aumentata offerta di beni commerciabili e alla riduzione nell' offerta di beni non commerciabili da parte del paese, il rapporto fra i prezzi dei beni interni e di quelli esteri aumenta.

Applicazione di quanto sopra al caso del Giappone e degli Stati Uniti. Dato che negli USA la produttività dei beni commerciati è cresciuta meno che in Giappone, i prezzi relativi dei beni non commerciati sono cresciuti molto di più in Giappone. Questo si è tradotto in un apprezzamento reale dello yen nei confronti del dollaro che è continuato in tutto il dopoguerra.

In definitiva una variazione della domanda (relativa) internazionale per i prodotti del paese comporta una variazione della ragione di scambio (prezzo delle esportazioni/prezzo delle importazioni). La variazione del prezzo dei beni commerciati determina una variazione della remunerazione dei fattori che entrano nella loro produzione. Tenuto conto della naturale tendenza per i fattori a muoversi verso gli impieghi più remunerativi la variazione della remunerazione dei fattori nel settore dei beni commerciati si estende agli altri settori e quindi provoca una variazione corrispondente del livello generale dei prezzi interni rispetto a quelli degli altri paesi. Nella misura in cui la ragione di scambio e quindi il rapporto fra i prezzi interni e quelli internazionali misurato in una stessa valuta (in particolare nella valuta nazionale) è cambiato è variato anche il tasso di cambio reale di lungo periodo. Nel lungo periodo peraltro il livello dei prezzi interni dipende da

fattori di natura monetaria, in particolare dalla quantità di moneta, che non dipende dalla ragione di scambio. Per cui la variazione del cambio reale non può dipendere che dalla variazione del tasso di cambio nominale. Ci si può chiedere: ma il tasso di cambio non è un prezzo e non dovrebbe anch'esso dipendere nel lungo periodo da fattori di natura nominale? Ma se la ragione di scambio cambia il tasso di cambio che risulta dall'equilibrio sul mercato valutario cambia anch'esso, perché cambia il rapporto fra i prezzi dei prodotti esportati ed importati. Ad esempio, se, partendo da una situazione di equilibrio, la domanda delle nostre esportazioni si accresce, a parità di altre condizioni al tasso di cambio di partenza si crea un surplus della bilancia dei pagamenti che determina una rivalutazione del cambio nominale e, dati i prezzi (il cui livello è determinato da fattori di natura esclusivamente monetaria), anche del cambio reale.

Tasso di cambio nominale e reale nel lungo periodo

Il tasso di cambio reale fra lira e marchi è dato da:

$$q_{LM} = E_{LM} P_M / P_L \quad (16.6)$$

dove E_{LM} è il tasso di cambio nominale, P_M il livello dei prezzi tedeschi (misurato in marchi), P_L il livello dei prezzi italiani misurato in lire.

Risolvendo per il tasso di cambio monetario, si ha: $E_{LM} = q_{LM} P_L / P_M$ (16.7).

Nel caso valga la parità dei poteri di acquisto, il valore del paniere consumato nei due paesi deve essere il medesimo se misurato con riferimento all'una o all'altra valuta. In altri termini il tasso di cambio reale è uno e il tasso di cambio monetario è dato dal rapporto fra i livelli dei prezzi. Tenuto conto delle variazioni del tasso di cambio reale si ha una qualificazione della teoria monetarista della parità dei poteri d'acquisto: l'andamento del cambio nominale dipende sia da fattori monetari, connessi alla variazione delle quantità di moneta e del livello dei prezzi nei vari paesi, che esplicano la loro azione soprattutto nel lungo periodo, sia da fattori di natura reale che esplicano la loro azione sulle variazioni del cambio reale. Vediamo qui di seguito come la prospettiva in cui ci poniamo (quella dell'equazione 16.7) è in grado di spiegare tutta una serie di possibili eventi suscettibili di incidere su cambio monetario e cambio reale.

Supponiamo di partire da una posizione di equilibrio. Cosa succede se:

- 1) Aumenta una tantum l'offerta relativa di moneta.
- 2) Aumenta il tasso di crescita dell'offerta relativa di moneta.
- 3) Varia la domanda relativa internazionale.
- 4) Varia l'offerta relativa.

1. Un aumento una tantum dell'offerta di moneta ha nell'equilibrio di lungo periodo o, in caso di perfetta flessibilità dei prezzi, anche nel breve, effetti puramente monetari. Infatti il livello dei prezzi è dato dal rapporto fra l'offerta nominale e la domanda reale di moneta (eq. 16.3): $P = M/L(R, Y)$. Nel contesto (monetarista) in cui ci poniamo, l'aumento della quantità di moneta non ha effetti su tasso di interesse,³⁵ reddito, prezzi relativi, ma solo sul livello dei prezzi. Quindi viene a determinarsi una crescita del livello dei prezzi nella stessa proporzione. Il tasso di cambio reale non cambia (in quanto non ci sono stati mutamenti di carattere non monetario) e il tasso di cambio nominale varia nella stessa proporzione dell'aumento di M .

2. Un aumento del tasso di crescita dell'offerta relativa di moneta causa un aumento nella stessa misura del differenziale di inflazione. Questo si traduce, in base all'effetto di Fisher, in un aumento del tasso di interesse. L'aumento del tasso di interesse a sua volta riduce la domanda di moneta e questo fa aumentare il livello dei prezzi (si veda l'equazione 16.3). L'aumentato livello dei prezzi, in presenza di un tasso di cambio reale invariato (infatti non si è verificato nessun mutamento sull'economia reale) comporta un aumento corrispondente del tasso di cambio monetario. In definitiva il livello del tasso di cambio monetario risente non solo dei fattori monetari che fanno variare il rapporto fra il livello dei prezzi interni e di quelli internazionali, ma anche dei fattori reali che condizionano l'andamento del cambio reale. In definitiva in questo caso una variazione dell'

³⁵ Nel nostro caso abbiamo un aumento una tantum della quantità di moneta, non un processo continuo generatore di inflazione, per cui il tasso di interesse reale non cambia. Se le aspettative di inflazione sono nulle, tasso di interesse nominale e reale coincidono.

economia reale determina una variazione della struttura dei prezzi, alterando la relazione fra un prezzo, il cambio, e il livello dei prezzi dei beni e dei servizi.

3. La variazione della domanda relativa determina una variazione del cambio reale. Ad esempio una diminuzione della domanda relativa dei prodotti italiani (cioè del rapporto fra la domanda prodotti italiani e la domanda per i prodotti degli altri paesi) porta a una diminuzione del prezzo relativo dei prodotti italiani negli scambi internazionali, e quindi ad un aumento del tasso di cambio reale. Dato che il tasso di cambio monetario è dato dal prodotto del tasso di cambio reale per il livello dei prezzi interno diviso per quello internazionale (in valuta estera) (eq. 16.7) e siccome una variazione della domanda relativa non incide *nel lungo periodo* né sul livello generale dei prezzi interno (che dipende solo dalla quantità di moneta), né tantomeno su quello internazionale, abbiamo che il tasso di cambio nominale dovrà aumentare. In altri termini la variazione della struttura della domanda incide sulla struttura dei prezzi, di cui il tasso di cambio è una componente. E questo vale anche nel lungo periodo.

4. Analogo è il discorso per una variazione dell' offerta relativa di prodotti.

Se la produzione e quindi l' offerta relativa di prodotti italiani aumenta, c' è un deprezzamento del cambio reale (diminuisce il prezzo delle nostre esportazioni rispetto alle esportazioni dagli altri paesi che noi importiamo). Se aumenta il reddito reale questo comporta un aumento della domanda di moneta e quindi, nel lungo periodo, se la quantità di moneta resta invariata, una riduzione del livello generale dei prezzi (eq. 16.3). Nell' equazione 16.7 si vede che abbiamo da un lato un aumento del tasso di cambio reale, controbilanciato da una riduzione del livello dei prezzi interni, effetti contrastanti sul tasso di cambio monetario.

Le principali relazioni considerate finora

$E = P/P'$ (16.1)	PPP
$(E_t - E_{t-1})/E_{t-1} = p - p'$ (16.2)	PPP in termini relativi
$P = M/L(R, Y)$ (16.3)	Determinazione del livello generale dei prezzi
$R - R' = p - p'$ (16.5)	effetto Fisher
$q_{LM} = E_{LM} P_M/P_L$ (16.6)	definizione di tasso di cambio reale.
$E_{LM} = q_{LM} P_L/P_M$ (16.7).	determinazione del cambio monetario nel lungo periodo.

L' effetto Fisher teneva conto dell' effetto sui tassi di interesse del tasso di inflazione atteso. Quest' ultimo dipendeva da fattori esclusivamente monetari. Adesso consideriamo come il tasso di interesse dipenda anche dalle variazioni attese nei cambi reali, che prima non venivano tenuti in considerazione.

Dall' equazione (16.6), che ci dà la definizione di tasso di cambio reale:

$$q_{LM} = E_{LM} P_M/P_L, \quad (16.6)$$

passando ai tassi di crescita otteniamo la seguente:

$$q_{LM} = e_{LM} + p_M - p_L, \quad (16.8)$$

dove con le lettere in corsivo indichiamo i tassi di crescita delle corrispondenti variabili.³⁶

D' altra parte dalla condizione della parità dei tassi di interesse abbiamo:

$$R - R' = e_{LM}. (*)$$

Dalla (16.8) ricaviamo: $e_{LM} = q_{LM} - (p_M - p_L)$.

Sostituendo nella (*) otteniamo:

$$R - R' = q_{LM} + (p_L - p_M). \quad (16.9)$$

Ovviamente se vale il principio della PPP in termini relativi $q_{LM} = 0$, in quanto il cambio reale non muta, e si ritorna all' effetto Fisher.

³⁶ Dalla matematica abbiamo che il tasso di crescita di un quoziente di variabili è dato dalla differenza fra i tassi di crescita delle variabili e il tasso di crescita di un prodotto di variabili dalla somma dei tassi di crescita delle variabili. Si ricordi che il tasso di crescita di una variabile è dato dal rapporto fra la variazione della variabile nel periodo di durata unitaria considerato e il valore della variabile all' inizio del periodo.

Altrimenti il differenziale del tasso di interesse è dato dalla somma del tasso di deprezzamento del cambio reale e del differenziale di inflazione.

PARITÀ DEI TASSI DI INTERESSE REALI

$r^e = R - p^e$: definizione del tasso di interesse reale atteso r^e (p^e è il tasso atteso di inflazione). In altri termini r^e è uguale all' aumento percentuale in termini reali del montante prestato, come conseguenza del pagamento degli interessi: R ci dà l'aumento percentuale in termini monetari, per avere l' aumento percentuale in termini reali occorre sottrarre a R il deprezzamento percentuale del valore della moneta (ovverossia la crescita percentuale del livello dei prezzi p^e , cioè il tasso di inflazione).

Se il tasso di interesse reale atteso è dato, l'aumento del tasso di inflazione si traduce in un aumento del tasso di interesse nominale R (effetto Fisher).

Differenza fra i tassi di interesse reali attesi di Italia e Germania (ai tempi della lira e del marco):

$$r_L^e - r_M^e = (R_L - p_L^e) - (R_M - p_M^e).$$

Dalla precedente e dalla (16.9) otteniamo:

$$r_L^e - r_M^e = q_{LM}. \quad (16.10), \text{ in quanto il lato destro della precedente equazione può venir scritto come: } (R_L - R_M) - (p_L^e - p_M^e).$$

Quindi la differenza dei tassi di interesse *reali* è uguale alla variazione proporzionale attesa del cambio *reale*. Si tratta di un' estensione al caso reale della condizione della parità dei tassi di interesse nominali. Per capire la natura di tale condizione, mettiamoci nei panni di un investitore tedesco che si pone il problema se gli convenga o meno investire in Italia, dove, supponiamo, si prevede un deprezzamento reale della lira rispetto al marco tedesco (cioè un progressivo rincaro dei prodotti tedeschi in termini di prodotti italiani). Per compensare tale deprezzamento il tasso di rendimento reale degli investimenti in valuta italiana (cioè depurato del differenziale di inflazione) dovrà essere superiore al tasso di rendimento degli investimenti in valuta tedesca perlomeno in misura corrispondente al tasso di deprezzamento reale della lira in relazione al marco, cioè la riduzione nel potere di acquisto della lira in termini di prodotti tedeschi che deriva da fattori di natura reale e non monetaria.

Se vale la PPP in senso proporzionale si ha che il tasso di cambio reale non varia nel tempo e i tassi di interesse reali restano uguali nei vari paesi.

Ma se invece vi sono delle forze in atto che provocano una variazione delle domande e offerte relative (per esempio se la domanda internazionale di prodotti tedeschi aumenta a un tasso superiore a quello della domanda italiana), allora ci si può attendere una variazione dei cambi reali, e quindi i tassi di interesse reali sono diversi.

Si noti che in tutto quello che siamo venuti facendo sino adesso abbiamo fatto riferimento ai tassi di rendimento delle attività, senza considerare i profili di rischio. Nella vita reale peraltro la percezione del rischio riveste un ruolo importante nella determinazione delle decisioni degli agenti e nel funzionamento dei mercati. Ma la considerazione del rischio complicherebbe eccessivamente il discorso e ci porterebbe troppo lontano. Sulla diversa rischiosità delle varie attività patrimoniali torneremo in seguito.

PRODUZIONE E TASSO DI CAMBIO NEL BREVE PERIODO (IN PRESENZA DI PREZZI RIGIDI)

Misuriamo tutto in termini di prodotto interno calcolato a prezzi costanti. Nel breve si suppone che i prezzi siano rigidi. Se i prezzi non variano la considerazione delle grandezze monetarie e di quelle reali coincide. Possiamo misurare quindi tutto in termini di valori monetari (e reali) nazionali.

Funzione del consumo: $C = C(Y^d)$, dove Y^d è il reddito disponibile. In realtà diversi altri fattori entrano nella determinazione della domanda di consumo, in particolare la ricchezza e il tasso di interesse, ma qui ci limitiamo a ragionare nell' ambito del più semplice modello keynesiano, tralasciando di considerare le circostanze che ai nostri fini non sono essenziali. Analogamente ipotizzeremo che il saldo delle partite correnti CA sia funzione del tasso di cambio reale $q = EP^*/P$ -- dove P è il livello dei prezzi del paese, P^* quello estero, E il tasso di cambio -- e del reddito

disponibile Y^d : $CA = CA(EP^*/P, Y^d)$. Se i prezzi interni ed esteri restano costanti, variazioni del tasso di cambio monetario coincidono con variazioni del tasso di cambio reale. D' ora innanzi quindi parleremo semplicemente di variazioni del cambio.

Definizione di CA: $CA = EX - IM$.

Al variare del tasso di cambio variano le importazioni e le esportazioni. Quando il tasso di cambio aumenta, aumenta il volume delle esportazioni, e quindi il valore delle stesse (misurate in termini di valuta nazionale) mentre le importazioni diventano più costose e si riduce la loro quantità. Questo però non necessariamente coincide con una riduzione del loro valore in termini di moneta nazionale. Infatti il loro prezzo in termini di moneta nazionale aumenta. Se il loro valore aumenta o diminuisce dipende dall' elasticità della domanda per i prodotti importati. L' elasticità della domanda estera per i prodotti esportati determina a sua volta la relazione fra variazioni del tasso di cambio e volume delle esportazioni. A priori quindi non è detto che un aumento del tasso di cambio porti ad un aumento del saldo della bilancia corrente. Questo si verifica solo se si verificano certe condizioni sulle elasticità che prendono il nome di condizioni di Marshall-Lerner. Nel caso in cui nel punto di partenza $CA = 0$, la condizione di Marshall-Lerner è che la somma delle elasticità (della domanda di importazioni e di esportazioni rispetto al cambio) in valore assoluto (in quanto il valore dell' elasticità della domanda delle importazioni è negativo in termini relativi rispetto al tasso cambio) sia maggiore di 1. Nel caso non ci sia equilibrio iniziale della bilancia corrente le cose sono più complicate, ma il discorso non cambia in termini qualitativi. In quello che segue supponiamo che le condizioni siano verificate e che un aumento del cambio provochi un miglioramento della bilancia corrente (cosa che in genere corrisponde alla realtà delle cose, al di là perlomeno del breve periodo). Chi volesse saperne di più potrebbe guardarsi sul testo di Krugman-Obstfeld l' appendice al capitolo dedicata alle condizioni di Marshall-Lerner.

Funzione della domanda aggregata:

$$D = C(Y - T) + I + G + CA(EP^*/P, Y - T).$$

Per semplicità ipotizzeremo per il momento che I (la domanda di investimenti), G (la spesa pubblica) e T (le imposte) siano dati e, in particolare, indipendenti dal reddito. Dato che ipotizziamo le condizioni di Marshall-Lerner come soddisfatte, un aumento del cambio determina un aumento della domanda, viceversa una riduzione. Infatti l' avanzo della bilancia dei pagamenti correnti costituisce una componente netta della domanda aggregata. (Parte del reddito distribuito non ritorna sul circuito interno reddito-spesa come domanda di beni e servizi in quanto si rivolge all' estero, mentre la domanda interna viene aumentata da parte della domanda estera per le nostre esportazioni.) Quando aumenta il reddito, a parità di imposte, aumenta la domanda di consumi (ma per ipotesi meno del reddito). Parte di questo aumento si scarica in domanda di importazioni e quindi in una riduzione di CA . In definitiva l' aumento della domanda indotta dall' aumento del reddito è comunque inferiore all' aumento del reddito.

Determinazione del reddito nel breve periodo

Condizione di equilibrio: offerta aggregata uguale domanda aggregata:

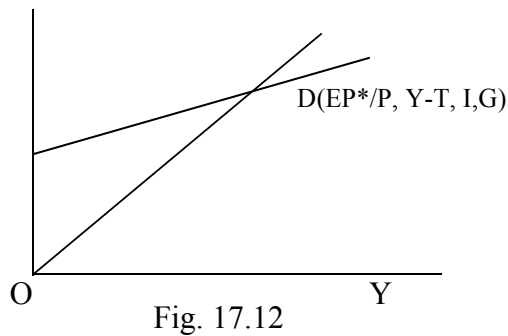
$$Y = D(EP^*/P, Y - T, I, G), \quad (17.1)$$

ovvero:

$$Y = C + I + G + CA.$$

Si tratta di una condizione di equilibrio: se non si verifica non tutte le decisioni di consumo e di investimento possono essere realizzate. Non c' è in particolare accumulazione o decumulazione involontaria di scorte, o razionamento quantitativo delle decisioni di consumo, a differenza dell' equazione corrispondente della contabilità nazionale che costituisce un' identità contabile che non implica niente circa l' equilibrio del mercato.

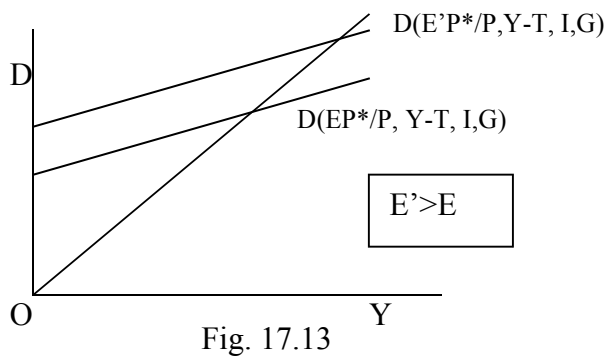
La croce keynesiana:



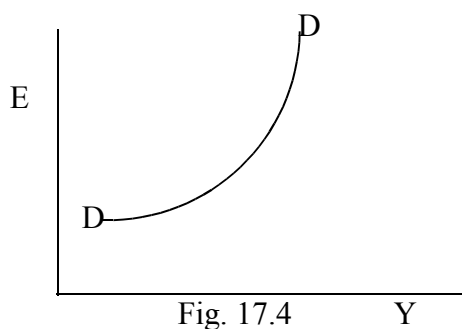
La curva DD

Abbiamo visto in che maniera si determina il reddito di equilibrio dato il tasso di cambio reale e i prezzi (che nel breve periodo sono considerati costanti). In quello che segue considereremo il tasso di cambio reale (che in un contesto di fissità dei prezzi interni e internazionali varia come il tasso di cambio monetario) come variabile endogena, che viene determinata, quindi, all'interno del modello.

Fig. 17.13: un aumento del tasso di cambio rende più costosi i beni di importazione e favorisce le esportazioni e quindi ad ogni livello del reddito CA è più elevato. Conseguentemente il reddito di equilibrio cresce.



Possiamo quindi costruire la curva DD, che ci pone in relazione tasso di cambio e livello del reddito di equilibrio (fig. 17.4).



Spostamenti della curva DD

La curva viene tracciata ipotizzando la costanza di tutta una serie di variabili e relazioni funzionali. Quando queste cambiano ovviamente si ha uno spostamento della curva.

1. Quando aumenta la domanda autonoma (ad esempio G) la curva DD si sposta verso destra. Quando aumentano le imposte succede evidentemente il contrario. Analoghe considerazioni possiamo fare con riferimento a variazioni della funzione del consumo.
2. Se aumenta P , per ogni livello del cambio monetario diminuisce il cambio reale. Quindi la curva DD si sposta verso sinistra.
3. Se aumenta P^* succede il contrario.

In definitiva, qualunque cambiamento che aumenta la domanda per ogni livello di reddito sposta la DD verso destra e viceversa nel caso contrario.

La curva AA e il mercato delle attività finanziarie

La curva DD ci dà il luogo delle combinazioni fra tasso di cambio e reddito reale che ci assicurano l'equilibrio sul mercato dei beni. Quando cambia il tasso di cambio e il reddito si producono però anche cambiamenti sul mercato delle attività patrimoniali. In particolare, in equilibrio non ci deve essere convenienza a spostare i propri averi detenuti in una moneta, cioè i rendimenti attesi sulle varie attività detenute in moneta estera o nazionale devono essere gli stessi (condizione della parità dei tassi di interesse).

Per ogni tasso di cambio atteso nel futuro E^E la condizione della parità dei tassi di interesse è data da:

$$R = R^* + e,$$

dove con l'asterisco indichiamo come sempre le grandezze estere e con e la variazione proporzionale prevista del tasso di cambio (che risulta dal confronto fra tasso di cambio a pronti e tasso di cambio atteso).

Inoltre per avere equilibrio sul mercato monetario interno occorre che la domanda reale di moneta sia uguale all'offerta:

$$M^S/P = L(R, Y).$$

L'equazione precedente ci dà una relazione fra tasso di interesse e livello del reddito compatibili con l'equilibrio sul mercato monetario per ogni dato valore dell'offerta di moneta reale. Viceversa, per ogni livello del reddito, l'equazione ci dà una relazione fra la quantità moneta e tasso di interesse di equilibrio. Per ogni livello di reddito, la domanda di moneta sarà tanto maggiore quanto minore è il tasso di interesse, quindi a parità di reddito un aumento della quantità di moneta si associa ad un tasso di interesse minore.

Nella parte inferiore della fig. 17.6 (che corrisponde alla 10.2 più in alto) sulle ascisse abbiamo il tasso di interesse nazionale, sulle ordinate la quantità di moneta offerta e domandata, misurata però, contrariamente alle abitudini, dall'alto verso il basso.

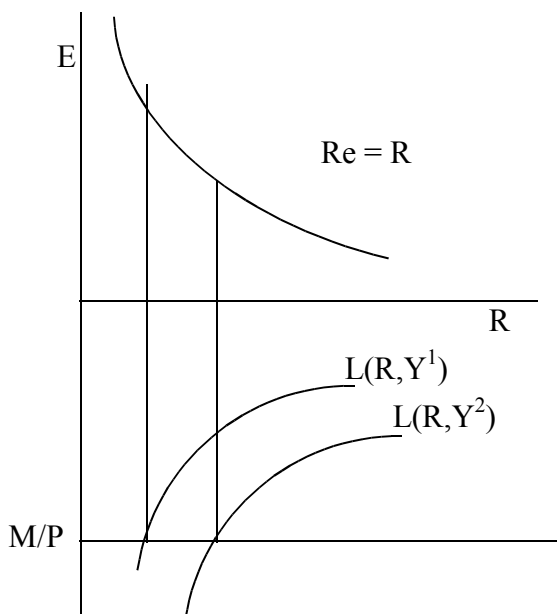


Fig. 17.6

La curva $L(R, Y)$ ci dà la domanda reale di moneta in funzione del tasso di interesse, dato il reddito. Nel punto in cui la domanda reale di moneta è uguale alla quantità reale di moneta data da M^S/P abbiamo equilibrio. Se il reddito aumenta, evidentemente la curva $L(R, Y)$ si sposta verso destra

(per ogni tasso di interesse la domanda di moneta è maggiore), per cui aumenta il tasso di interesse di equilibrio, avuto riguardo al mercato monetario.

Nella parte superiore della figura si considera il tasso di cambio di equilibrio in funzione del tasso di interesse, dati il tasso di cambio futuro atteso e il tasso di interesse estero. Per il principio della parità dei tassi di interesse, un aumento del tasso di interesse viene ad essere compensato in equilibrio da una maggiore svalutazione attesa (o minore rivalutazione attesa) della moneta, e quindi da un minore tasso di cambio al momento presente. In corrispondenza al livello di equilibrio del tasso di interesse come determinato sul mercato monetario interno, (grafico inferiore) si determina il tasso di cambio di equilibrio nel mercato delle attività, nel grafico superiore.

Concludendo, quando aumenta il reddito nazionale, e quindi aumenta il tasso di interesse, diminuisce il tasso di cambio di equilibrio (occorre tenere ben presente che in questo ragionamento consideriamo il tasso di cambio atteso come dato e indipendente da quello di breve).

La curva AA

Ci individua tutte le combinazioni di tasso di cambio e di livello di reddito compatibili con l'equilibrio di breve periodo, dati i prezzi, la quantità di moneta, le aspettative di cambio e il tasso di interesse estero: fig. 17.7.

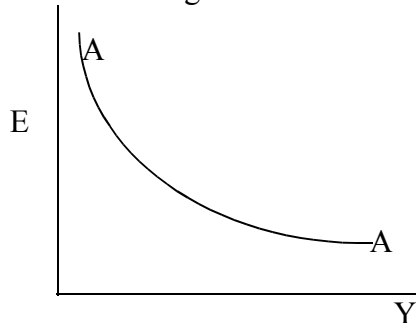


Fig. 17.7

Se il livello del reddito aumenta, cresce il tasso di interesse, per cui, per la parità dei tassi, il rendimento di detenere attività in valuta estera nella situazione di partenza diventa inferiore a quello di detenere attività in moneta nazionale. Per ristabilire l'equilibrio il tasso di cambio corrente deve ridursi (in altri termini deve aumentare il deprezzamento atteso della moneta per compensare l'aumentata differenza nei tassi di interesse).

Si noti che nel nostro schema concettuale la curva AA costituisce il luogo delle combinazioni di tasso di cambio e reddito reale che corrispondono all'equilibrio del mercato delle attività, e quindi svolge la funzione della LM nell'usuale modello macroeconomico di un'economia chiusa, mentre la DD si riferisce alle combinazioni di tasso di cambio e reddito reale compatibili con l'equilibrio sul mercato dei beni e quindi svolge la stessa funzione della IS nell'usuale modello macroeconomico. La diversa scelta delle variabili dipende ovviamente dalla natura diversa del contesto, dove l'analisi dei fattori determinanti il tasso di cambio ha una rilevanza centrale.³⁷ Si noti che quando varia il tasso di interesse la domanda di investimenti dovrebbe variare nello stesso senso in cui varia la componente estera della domanda (infatti quando il tasso di interesse aumenta si rivaluta il cambio e si riduce la componente estera della domanda e nello stesso tempo si riduce la

³⁷ Un aspetto nascosto, ma essenziale, del modello sta nel fatto che dato l'equilibrio sul mercato della moneta e quello sul mercato dei beni, questo assicura che ci sia equilibrio anche sul terzo mercato, quello dei titoli. Infatti dato l'equilibrio su due dei tre mercati deve esservi anche equilibrio anche sul terzo, in quanto altrimenti il disequilibrio di questo si estrinsecerebbe anche su uno degli altri due. Ad esempio, l'equilibrio sul mercato della moneta e titoli, implica che nessuno è interessato a cambiare le proprie disponibilità di moneta o di titoli acquistando o vendendo beni in eccesso di quanto offerto o domandato. E così via. Si tratta, in altri termini, di una manifestazione della cosiddetta legge di Walras, secondo la quale, in un modello di equilibrio generale con n mercati, se ai prezzi dati $n-1$ mercati sono in equilibrio, anche l' n -mo lo deve essere.

domanda di investimenti, viceversa quando si riduce). Tale variazione può venir vista come implicitamente incorporata nella forma della funzione DD.

Cosa succede alla posizione della AA se:

1. varia la quantità di moneta nazionale; 2. varia P ; 3. varia il tasso di cambio atteso; 4. varia il tasso di interesse estero; 5. varia la funzione di domanda di moneta.
1. Se aumenta M si riduce il tasso di interesse per ogni livello di Y , questo provoca un deprezzamento della moneta per ogni livello di Y e quindi la curva AA si sposta verso l'alto.
2. Se aumenta P diminuisce la moneta reale. Per ogni livello del reddito aumenta il tasso di interesse e quindi il cambio si riduce. La AA si sposta verso il basso.
3. Se aumenta il tasso di cambio atteso viene alterata la condizione di parità e risultano più convenienti gli impieghi in valuta estera, per ogni livello del reddito reale (e quindi del tasso di interesse). Questo comporta un aumento del cambio a breve fino al ristabilimento della parità. La curva AA si sposta quindi verso l'alto.
4. Se aumenta il tasso di interesse estero aumenta la convenienza degli impieghi esteri. Il tasso di cambio aumenta per ogni livello di Y e quindi la AA si sposta verso l'alto. In altri termini: nella prospettiva della condizione della parità dei tassi di interesse il differenziale di interesse si riduce e quindi si riduce il tasso di deprezzamento che lo compensa. Dato il tasso di cambio atteso, questo richiede un deprezzamento del cambio a pronti per ogni livello di Y e quindi del tasso di interesse nazionale.
5. Se aumenta la domanda reale di moneta il tasso di interesse aumenta per ogni livello di Y e quindi per mantenere la parità la valuta si apprezza. La AA si sposta quindi verso il basso.

Nell' equilibrio di breve sia il mercato dei beni che il mercato delle attività devono essere in equilibrio. Il punto di equilibrio conseguentemente si deve collocare nel punto di intersezione delle due curve (fig. 17.8).³⁸

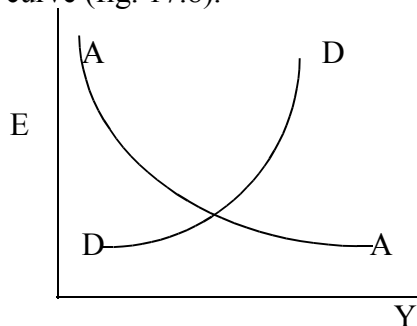


Fig. 17.8

Si può vedere che tale equilibrio è stabile. Infatti supponiamo di essere nel punto 2 della fig. 17.9.

³⁸ Tale condizione è analoga alla condizione dell' intersezione fra la curva IS e quella LM nel caso di un' economia chiusa. La prima curva si riferisce in effetti ad un equilibrio di flussi (l' uguaglianza fra domanda e offerta macroeconomica), la seconda a un equilibrio di fondi (l' uguaglianza dell' offerta e della domanda di moneta).

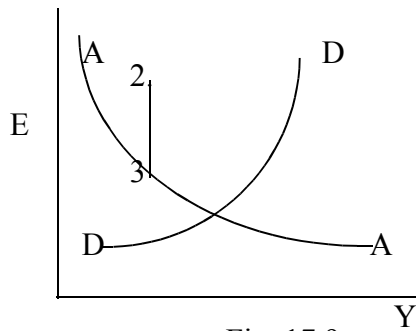


Fig. 17.9

Il tasso di cambio è superiore a quello compatibile con la parità. Conseguentemente il tasso di rendimento atteso in impieghi in moneta nazionale è maggiore che in impieghi esteri (il differenziale nei tassi di interesse fra quello interno e quello esterno è maggiore del tasso di deprezzamento del cambio). Quindi si preferiscono gli impieghi all' interno rispetto all' estero e il tasso di cambio scende. Si passa quindi al punto 3, in cui però il tasso di cambio è più alto di quello cui corrisponde l' equilibrio sul mercato dei beni. Se il tasso di cambio è più alto, questo significa che il livello di CA è più elevato rispetto al valore che assicura l' equilibrio e c' è un eccesso di domanda di beni. Questo comporta un processo di aumento del reddito e, data la costanza ipotizzata della quantità di moneta, un maggiore tasso di interesse, il maggiore tasso di interesse comporta una riduzione del cambio lungo la AA (si può ragionevolmente supporre che l' aggiustamento sul mercato delle attività sia più rapido di quello dei beni, per cui ci muoviamo lungo la AA). Analogamente succede nel caso che si parta da altre situazioni fuori dall' equilibrio.

Politiche monetarie e fiscali nel breve

Ipotizziamo prezzi stabili (se si considerasse un contesto in cui prezzi e tasso di cambio crescano a tassi costanti, al posto di variazioni assolute, come in quello che faremo, avremmo a che fare con variazioni dal trend).

Ci limitiamo a considerare le politiche fiscali (variazione della spesa pubblica e delle imposte) e quella monetaria (variazione della quantità di moneta). Supponiamo anche che gli interventi di politica siano temporanei e non influenzino le aspettative di lungo periodo. Il cambio atteso corrisponde al cambio di equilibrio di lungo periodo.

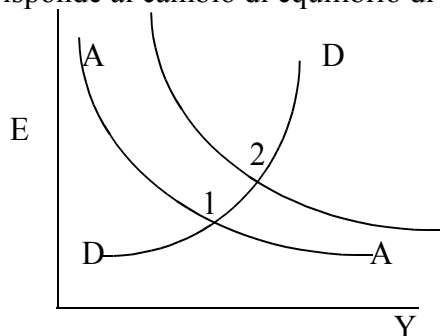


Fig. 17.10

Effetti della politica monetaria (fig. 17.10: aumento temporaneo dell' offerta di moneta).

Effetti della politica fiscale (fig. 17.11: espansione fiscale temporanea, che non modifica il tasso di cambio atteso). Per ogni livello di CA abbiamo un più elevato livello di Y e quindi, data l' offerta di moneta, di R e quindi un più basso livello di E. Conseguentemente la DD si sposta verso destra.

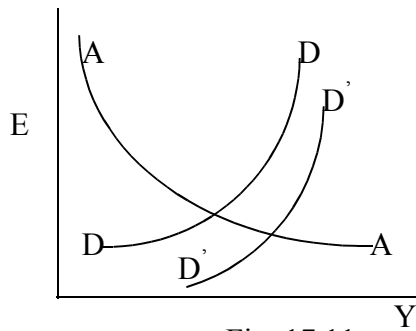


Fig. 17.11

Politiche per la piena occupazione

Fig. 17.12: aumento della propensione a consumare beni importati. Conseguenze per la produzione e l'occupazione, soluzione di politica fiscale (traslazione della DD verso destra) e di politica monetaria (traslazione della AA verso l'alto).

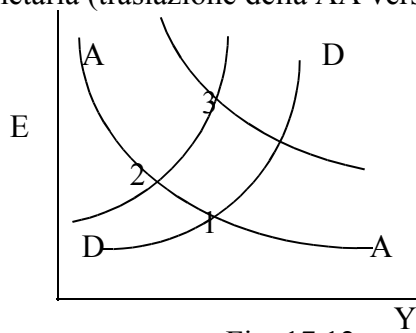


Fig. 17.12

Se la curva DD si sposta verso l'alto (per esempio in conseguenza dell'aumento della propensione a importare) una politica fiscale neutralizza tale spostamento, una politica di espansione monetaria fa ritornare il livello del reddito e dell'occupazione al livello precedente, causando, in virtù del più basso tasso di interesse, un aumento del cambio.

Fig. 17.13: aumento della domanda di moneta.

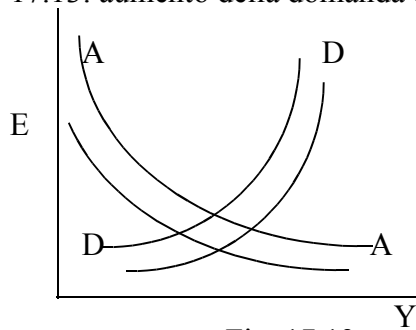


Fig. 17.13

Un aumento della domanda di moneta provoca un maggiore tasso di interesse per ogni livello di reddito, facendo così spostare la AA verso il basso. Nel nuovo punto di equilibrio l'apprezzamento del cambio comporta un più basso livello di CA e un più basso livello del reddito. Al solito, i rimedi possono consistere in un'espansione monetaria, ripristinando la posizione della AA o in un'espansione fiscale, facendo spostare la DD verso destra.

Limitazioni dei possibili interventi: mancanze di conoscenze adeguate sul funzionamento del sistema e sulla natura dei disturbi, intervallo temporale fra decisione e attuazione, che comunque privilegia interventi di politica monetaria, che hanno un impatto più immediato, effetti di politiche di espansione fiscale sul deficit pubblico, nel caso della politica fiscale, e quindi sul debito pubblico e sulle sue future necessità di finanziamento,³⁹ motivazioni dei politici e ciclo elettorale, per cui si

³⁹ A sua volta, facendo intervenire considerazioni che travalicano il presente modello, ma che sono importanti nella realtà l'aumento del debito pubblico può comportare la percezione della maggiore rischiosità dei titoli e un aumento del tasso di interesse che può rendere più gravoso il finanziamento del debito. Si noti *en passant* che un aumento del tasso di interesse che compensa la maggiore rischiosità dei titoli non li rende in quanto tali più appetibili rispetto a un più basso di interesse con minore rischiosità degli stessi. Si tratta di considerazioni che sono quanto mai attuali nel periodo in cui viviamo. In seguito alla crisi finanziaria si è determinato un forte shock monetario (dovuto al rarefarsi del credito, a cominciare da quello interbancario). La possibilità di reazione con la politica fiscale soffre di forti limitazioni nell'indebitamento pregresso di vari paesi

possono adottare politiche espansionistiche non motivate in una prospettiva di lungo periodo in prossimità delle elezioni. L' inflazione, associata in pratica a politiche espansive può essere vista anche positivamente, come lubrificante del sistema dei prezzi, cioè come modo di rendere più flessibili e aggiustabili i prezzi la cui limitata flessibilità, soprattutto verso il basso, rende meno efficiente l' azione allocativa del sistema dei prezzi. Ma se il pubblico si rende conto della natura degli interventi e degli effetti sul livello dei prezzi, può anticiparli (attraverso aumenti dei prezzi che tengano conto delle aspettative inflazionistiche generate dalla politica pubblica) frustrandone l' efficacia.

Politiche di lungo periodo

Nel paragrafo precedente avevamo considerato dei cambiamenti temporanei nelle circostanze e nelle politiche, che si ipotizzava erano ristretti al breve periodo e non alteravano conseguentemente le aspettative di lungo periodo.

Nel caso invece che le modifiche siano permanenti esse comportano un' alterazione dei valori di equilibrio di lungo periodo e delle relative aspettative.

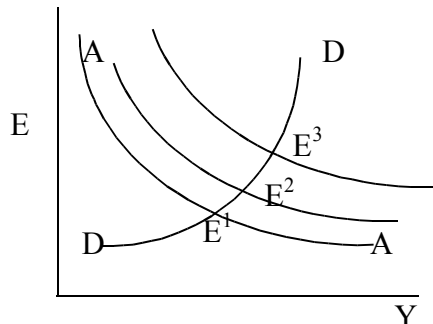


Fig. 17.14

Supponiamo di partire da una situazione di equilibrio di lungo periodo, in cui il tasso di interesse interno è uguale al tasso internazionale, il reddito nazionale è al livello "naturale" (cioè a quel livello a cui il tasso di inflazione è costante; supponendo per semplicità che il tasso di inflazione sia zero, qualora il reddito sia al livello naturale non si ha variazione del livello dei prezzi) e il tasso di cambio è costante. Supponiamo, in tale contesto, che venga *permanentemente* alterata l' offerta di moneta.

Fig. 17.14: effetti di un aumento *permanente* dell' offerta di moneta. Se l' incremento fosse temporaneo, le aspettative di lungo periodo resterebbero invariate. Per cui, come abbiamo già visto, in seguito alla riduzione del tasso di interesse di equilibrio corrispondente ad ogni livello di reddito, la curva AA si sposterebbe verso l' alto. Il nuovo punto di equilibrio di breve periodo sarebbe quindi il punto E². Se l' incremento è permanente esso influenza il tasso di cambio atteso, che aumenta nella stessa proporzione dell' aumento dell' offerta di moneta (in virtù della PPP). Dato che il tasso di cambio atteso aumenta, questo determina un aumento del tasso di cambio anche a breve al di là di quanto si verifica ad aspettative invariate. Solo se il cambio a breve si svaluta al di là di quanto succede in una espansione solo temporanea viene a mantenersi il tasso atteso di svalutazione del cambio compatibile con la condizione di parità. Quindi la AA deve spostarsi verso l' alto al di là di quanto comporti un' espansione monetaria solo temporanea. Conseguentemente il punto di equilibrio di breve diventa E³, l' aumento del tasso di cambio provoca un aumento di CA per ogni livello di Y. Se nella situazione iniziale il livello del reddito era quello naturale, il reddito quindi aumenta al di là di tale livello.

Come si determina l' aggiustamento di lungo periodo?

Nel caso sopra ipotizzato, in seguito ad un' espansione monetaria ci si porta inizialmente in una situazione al di là del reddito naturale, in quanto non vi è adeguamento immediato dei prezzi al nuovo livello dell' offerta di moneta (se ci fosse non si avrebbe aumento del reddito reale in quanto la quantità di moneta reale rimarrebbe costante e così il tasso di interesse) l' eccesso di domanda fa aumentare i prezzi, riducendo la quantità reale di moneta. Ciò provoca un aumento del tasso di interesse e un apprezzamento del cambio (la AA si sposta verso sinistra) e riduce CA e il reddito (la DD si sposta verso sinistra). Ciò continua fino al punto in cui i prezzi non aumentano ulteriormente, allorché si sia ritornati al livello normale ("naturale") di pieno impiego, in cui i prezzi non variano.

(a partire dell' Italia). La politica monetaria soffre del limite che il tasso di interesse non può scendere sotto zero (il tasso di interesse di base è sceso fra zero e 0,5% negli USA, all' 1% nell' Eurozona). Per i limiti legati alla problematica dell' equivalenza ricardiana si rimanda al corso di Scienza delle Finanze o Economia Pubblica.

Nel nuovo punto di equilibrio di lungo periodo il tasso di cambio si è svalutato della stessa misura dell' aumento della quantità di moneta (inizialmente tuttavia la svalutazione era maggiore, in quanto il tasso di interesse si era ridotto: abbiamo un esempio del fenomeno dell' *overshooting* del tasso di cambio), il reddito è di nuovo al livello naturale e il tasso di interesse è quello di prima in quanto reddito e moneta reale sono ritornati al livello iniziale.

Visto in maniera meno formale il processo può essere descritto come segue: l' aumento della quantità di moneta provoca una diminuzione del tasso di interesse, questo un aumento dell' offerta relativa di moneta nazionale sui mercati dei cambi, quindi un aumento del cambio (una svalutazione) che comporta un aumento della domanda aggregata e un aumento del reddito reale al di là del livello iniziale, ipotizzato al livello naturale. Questo si traduce in un aumento progressivo dei prezzi, che riduce la quantità reale di moneta. La riduzione della moneta reale si traduce in un aumento dei tassi di interesse e in una rivalutazione del cambio, fin tanto che, una volta ritornato il reddito al livello naturale, il processo di aggiustamento dei prezzi si esaurisce, la moneta reale e il tasso di interesse ritornano al livello precedente. Il tasso di cambio rimane accresciuto nella proporzione di cui la moneta e i prezzi sono variati.

Supponiamo adesso che le autorità monetarie determinino un aumento della quantità di moneta per reagire ad una spinta deflazionistica (determinata, poniamo, da un aumento della domanda di moneta, con conseguente aumento del tasso di interesse), il processo sopra descritto non si verifica, ritornandosi immediatamente alla posizione di equilibrio di pieno impiego, in quanto l' espansione monetaria serve semplicemente a compensare l' aumento della domanda di moneta. Si vede quindi che la scelta della misura più opportuna di politica economica può dipendere dalla natura del problema da risolvere. Nel caso precedente l' intervento monetario si traduce in una crescita dei prezzi senza che nel lungo periodo il reddito cambi, nel secondo in una semplice correzione di uno squilibrio intervenuto che mantiene il reddito al livello naturale, senza effetti inflazionistici. Si potrebbe obiettare che nel caso precedente comunque l' intervento di politica monetaria permette di giovare di un reddito più elevato per un certo periodo di tempo. Questo è vero nell' ambito del nostro semplice modello, ma in un contesto più realistico un' espansione monetaria può tradursi in un processo inflazionistico con modifica corrispondente delle aspettative ed effetti indesiderabili.

NOTA: Da quanto considerato sino ad ora manca un aspetto importante di quanto studiato nel corso di Macroeconomia (o nella parte macroeconomica del corso di Economia Politica) e cioè la dipendenza degli investimenti dal tasso di interesse. Ma dato che questo tipo di effetto va nello stesso senso dell' effetto sulla domanda globale di una variazione del tasso di interesse attraverso le sue conseguenze sulla componente estera della domanda tramite l' effetto sul tasso di cambio, la considerazione della relazione fra tasso di investimento e tasso di interesse non cambierebbe un gran ché.

Effetti di un' espansione fiscale di lungo periodo (fig. 17.16)

Un' espansione fiscale determina uno spostamento della DD verso il basso. Infatti, per ogni livello del reddito si genera una maggiore domanda interna che necessita di un CA inferiore per avere equilibrio macroeconomico (uguaglianza fra domanda e offerta aggregata) e quindi un minore tasso di cambio. Quindi il tasso di cambio di equilibrio che ci si attende in corrispondenza del reddito naturale di lungo periodo (che rappresenta il reddito cui comunque, nelle attese degli operatori, perverrà il sistema nel lungo periodo) sarà inferiore. Questo determina uno spostamento della AA, in quanto per ogni livello di reddito (e quindi del tasso di interesse, dato che la quantità di moneta non cambia) ci si attende un livello del cambio futuro minore. Per potere mantenere la parità dei tassi di interesse, il cambio deve ridursi nella stessa misura al momento presente. Lo spostamento verso il basso della AA in corrispondenza del tasso naturale è quindi della stessa misura dello spostamento in basso della DD, per cui le due curve continuano ad incontrarsi in corrispondenza del livello naturale del reddito e l' unica cosa che cambia è la rivalutazione del tasso di cambio.

(Si ricordi che un' espansione fiscale lascia invariata la quantità di moneta, altrimenti avremmo a che fare anche con una misura di politica monetaria. Si noti anche che l' espansione fiscale in quanto tale non influenza il livello dei prezzi di lungo periodo, dato dal rapporto fra offerta di moneta e domanda reale della stessa (eq. 15.5).)

Una spiegazione euristica di quanto si verifica è la seguente: l' aumento della domanda interna derivante da un' espansione fiscale comporterebbe in caso di iniziale costanza dei prezzi e del cambio un passaggio da 1 a 1' e un corrispondente aumento del reddito reale.

Quest' ultimo verrebbe a determinare un aumento del tasso di interesse, un conseguente aumento della domanda della valuta del paese sui mercati valutari internazionali e una riduzione del cambio. Quest' ultimo si tradurrebbe in una riduzione di CA e di Y e conseguentemente del tasso di interesse, sino a passare da 1' a 3 nella fig. 17.16. Gli operatori internazionali sono dotati di aspettative razionali e quindi sanno che alla fine si perverrà comunque al livello del reddito naturale e al tasso di cambio che corrisponde a tale livello, in corrispondenza di un tasso di interesse uguale al tasso di interesse internazionale. Ma in corrispondenza a tale tasso di cambio il livello del reddito è quello naturale e il tasso di interesse è quello internazionale (che è anche quello interno del momento di partenza). Per cui, fatti salvi gli eventuali processi di disequilibrio e di aggiustamento iniziali, il reddito e il tasso di interesse non cambiano. Solo il tasso di cambio si riduce, provocando una riduzione di CA pari all' espansione fiscale interna.

Si ha in definitiva un caso di spiazzamento (*crowding out*): l' espansione fiscale non aumenta il reddito reale, ma l' effetto di espansione sulla domanda interna è spiazzato dalla riduzione del saldo della bilancia dei pagamenti correnti. Se invece l' espansione fiscale fosse solo temporanea e le aspettative di lungo periodo non cambiassero si avrebbe nel breve periodo un passaggio dal punto 1 al punto 3, in quanto la curva AA non cambierebbe posizione.

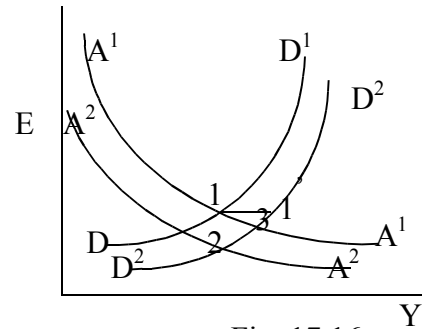


Fig. 17.16

Politiche macroeconomiche e saldo delle partite correnti

Fig. 17.17. La curva XX indica tutte le combinazioni tasso di cambio e livello del reddito che assicurano un dato valore di CA, indicato come X, che corrisponde a quello che si genera nel punto di equilibrio 1. Tanto maggiore il reddito, tanto maggiore la domanda di importazioni. Quando aumenta il reddito, per poter conseguire il saldo della bilancia commerciale X occorre quindi che il cambio si svaluti, al fine di aumentare corrispondentemente le esportazioni. D' altra parte se ci muoviamo lungo la DD verso l' alto CA deve aumentare per compensare l' aumento dei risparmi. Quindi la DD è inclinata maggiormente della XX, dato che procedendo lungo la DD, da sinistra a destra, CA deve aumentare (data la maggiore svalutazione del cambio), mentre lungo la XX, per costruzione, resta costante.

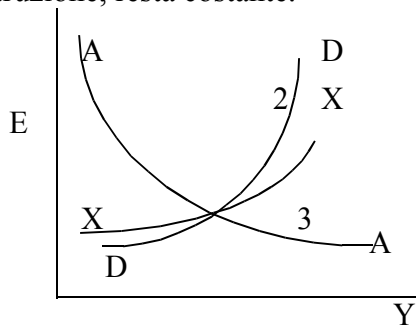


Fig. 17.17

Supponiamo, partendo dalla situazione di partenza di intersezione fra la DD, la AA e la XX di aumentare la quantità di moneta. Dato che i prezzi sono rigidi e non crescono istantaneamente nella

misura in cui la moneta è aumentata, l' aumento della quantità di moneta, come abbiamo visto precedentemente, comporta uno spostamento della AA verso l' alto. Per cui l' intersezione della AA e della DD si trova, poniamo nel punto 2, in cui il tasso di interesse è inferiore, il tasso di cambio superiore e il reddito, in seguito all' aumento di CA conseguente all' aumento del cambio, superiore. Quando c' è un' espansione monetaria, quindi, il tasso di interesse si riduce, aumenta il tasso di cambio e aumenta CA. *In altri termini, politiche monetarie espansive migliorano il saldo della bilancia corrente, in quanto si traducono in una svalutazione del cambio.* Se invece effettuiamo una politica fiscale espansiva, la DD si sposta verso destra e ci spostiamo nel punto 3. Il tasso di interesse aumenta, si apprezza il cambio e peggiora il saldo della bilancia corrente. Possiamo quindi concludere che *politiche fiscali espansive peggiorano il saldo della bilancia corrente, in quanto si traducono in una rivalutazione del cambio.*

La curva J

Spesso succede che inizialmente un deprezzamento della moneta si traduce in un *peggioramento* del saldo della bilancia corrente, che deriva dal fatto che nel breve periodo le condizioni di Marshall-Lerner possono non essere soddisfatte, anche in relazione al fatto che gli ordinativi, di importazioni ed esportazioni sono in larga misura determinati da decisioni prese prima della svalutazione, l' adattamento di produttori e consumatori alle nuove condizioni degli scambi internazionali richiede tempo e quindi esportazioni e importazioni sono relativamente rigide. L' elasticità delle curve di domanda e offerta è quindi tanto minore quanto più breve il periodo considerato.

Di qui l' andamento a J del processo di aggiustamento (fig. 17.18).

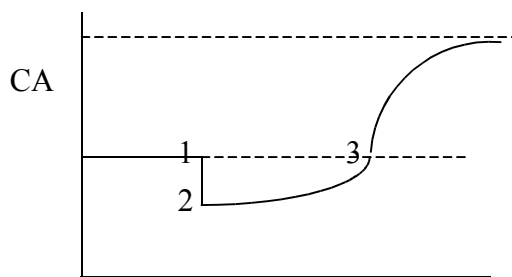


Fig. 17.18 tempo

In genere il processo di aggiustamento comincia a dare i suoi frutti (punto 3), nei paesi industrializzati, nel giro di sei mesi--un anno.

Come conseguenza dell' effetto J le argomentazioni dei precedenti paragrafi vanno modificate con riferimento al breve periodo. Ad esempio, un' espansione monetaria e la conseguente svalutazione del cambio si traducono inizialmente in una riduzione del reddito (in quanto si riduce CA), invece che in un aumento dello stesso, che interviene solo in un secondo periodo. Questo a meno che si facciano intervenire altre considerazioni fino adesso non incluse nel modello, che si riferiscono all' aumento possibile della domanda di investimenti (nella misura in cui questa sia inversamente relata al livello del tasso di interesse) e di consumi (quest' ultima in dipendenza del minore costo di anticiparli nel tempo, in conseguenza della riduzione del tasso di interesse). La riduzione del reddito reale provoca una ulteriore riduzione del tasso di interesse e un' ulteriore svalutazione del cambio (*overshooting*) che aumenta al di sopra del livello di equilibrio cui perviene alla fine del processo di aggiustamento.

L'effetto "testa di ponte"

Un ulteriore motivo per la rigidità dei flussi commerciali rispetto a mutamenti delle parità è l'effetto "testa di ponte" legato, in caso di rivalutazione del cambio, alla riluttanza degli esportatori ad abbandonare gli investimenti a fondo perduto effettuati in passato nei mercati di esportazione e, nel caso di una svalutazione, in relazione al tempo necessario per decidere ed effettuare investimenti nella creazione di reti e rapporti commerciali nei paesi esteri, per cui un cambiamento delle parità esercita la sua influenza sulle decisioni future di penetrazione commerciale più che sulle passate, che si estrinsecano nei flussi commerciali presenti.

Aggiustamento dei prezzi

Fino adesso abbiamo ipotizzato che nel breve periodo i prezzi siano costanti e quindi l'aggiustamento dei prezzi dei beni importati alla variazione del cambio ("degree of pass-through") sia completo (del 100%: cioè i prezzi dei beni importati cambiano nella stessa misura del tasso del cambio), dato che i prezzi esteri restano costanti.

In realtà in un contesto di concorrenza imperfetta le imprese straniere possono decidere, in caso di svalutazione, al fine di non ridurre troppo la loro quota di mercato, di non aumentare i prezzi nel paese di importazione nella stessa proporzione della svalutazione, e analogamente, ma in senso contrario, in caso di rivalutazione possono decidere di non ridurre il prezzo nella stessa proporzione (sia per ridurre i cosiddetti *menu costs*,⁴⁰ sia per aspettare di vedere se il mutamento del cambio è temporaneo o permanente). Quindi il grado di aggiustamento può essere molto inferiore ad uno (cioè 100%) nel periodo breve. Ciò può limitare l'effetto del mutamento del cambio sul volume delle transazioni nel breve periodo. Analogamente è limitato l'effetto sulle transazioni derivanti da una svalutazione, nel caso che l'effetto di questa sull'aumento di prezzi e costi sia anticipato dagli operatori (come si può verificare nel caso di un contesto inflazionistico) e quindi gli esportatori procedano ancora prima della svalutazione ad aumentare i prezzi, così da annullare gli effetti della svalutazione sulle esportazioni. Tutto questo si riflette sulla forma effettiva della curva J, che può essere in qualche modo prevista, ma che alla fine è nota solo a posteriori.

Il saldo del conto corrente e l'effetto ricchezza

Fino adesso abbiamo trascurato la dipendenza della domanda dalla ricchezza. Nella realtà delle cose è un nesso che va preso in considerazione (ad esempio, nel caso di un boom immobiliare o borsistico la ricchezza percepita dalle famiglie si accresce e questo è suscettibile di accrescere i loro consumi). Per quanto riguarda i rapporti con l'estero, abbiamo visto a suo tempo, trattando della bilancia dei pagamenti, che il saldo della bilancia dei pagamenti correnti ha effetti sulla ricchezza del paese. Il trasferimento della ricchezza dal nostro paese al resto del mondo in caso di passivo della bilancia dei pagamenti correnti comporta che, a parità di altre circostanze, la domanda di beni e servizi del paese si riduce relativamente alla domanda di beni e servizi del resto del mondo (in quanto la domanda dei beni di ogni paese si dirige relativamente di più verso i beni da esso prodotti e il paese, essendo diventato più povero, riduce la propria domanda di beni e servizi). Questo può determinare una tendenza ad una svalutazione reale del cambio (cioè a una riduzione del livello dei prezzi all'interno rispetto a quelli esteri). Nello stesso tempo il peggioramento della posizione patrimoniale comporta un aumento delle attività estere nei confronti del paese e quindi una tendenza verso una riduzione della domanda di attività ulteriori da parte del resto del mondo, tenuto conto di considerazioni relative alla suddivisione del rischio e alla solvibilità (se le attività estere nei confronti del paese aumentano si riduce l'interesse ad acquisirne ulteriori). Complessivamente le aspettative che si formano circa l'eventuale svalutazione futura della moneta indotta dal persistere del deficit delle partite correnti possono comportare a un certo punto una sua svalutazione al momento presente che, in quanto tale, pur tenendo conto dell'effetto J, può comportare alla fine una riduzione del deficit della bilancia corrente. Pertanto se un'espansione fiscale permanente comporta inizialmente, come abbiamo visto, una rivalutazione del cambio, successivamente si possono produrre movimenti in senso inverso in seguito al peggioramento della bilancia delle partite correnti (si veda in particolare l'evoluzione del deficit del conto corrente USA e l'

⁴⁰ Cioè i costi di cambiare i prezzi.

andamento del tasso di cambio reale nella figura a p. 438 della settima edizione inglese del testo di Krugman e Obstfeld e la letteratura ivi citata).

LA POLITICA VALUTARIA IN UN CONTESTO DI CAMBI FISSI

Fino adesso abbiamo operato in un contesto di cambi perfettamente flessibili, in cui i tassi di cambio si determinavano attraverso l'operare di un mercato delle valute perfettamente concorrenziale. Ma in realtà la fluttuazione dei cambi è sempre perlomeno "sporca" (cioè soggetta all'intervento delle banche centrali volto a ridurre se non altro le oscillazioni temporanee dovute all'andamento non sempre uniforme dei pagamenti internazionali). Inoltre per lunghi periodi della storia passata si è operato in regime di cambi fissi (in particolare fra il 1946 e il 1973, fintanto che è rimasto operativo il sistema valutario internazionale deciso a Bretton Woods nel luglio 1944). Vi sono poi stati tutta una serie di accordi internazionali (in particolare in ambito europeo) volti a limitare le fluttuazioni dei cambi. Infine, diversi paesi del terzo mondo mantengono tassi di cambio fissi con riferimento ad una valuta o ad un paniere di valute. Per cui ci occuperemo invece adesso del modo di operare di un sistema di cambi fissi.

L'attività della banca centrale e la quantità di moneta

Nelle lezioni precedenti avevamo ipotizzato che la Banca Centrale (d'ora innanzi indicata semplicemente come Banca) determinasse la quantità di moneta. Adesso vediamo come l'attività della Banca possa incidere sulla quantità di moneta in circolazione, continuando a supporre che il livello dei prezzi resti costante (siamo nel breve periodo).

Una prima maniera è comprando o vendendo attività (anche tramite i suoi rapporti con le banche ordinarie). Quando compra attività immette moneta a corso legale, mentre quando vende attività la ritira. Possiamo in particolare concentrarci sulle operazioni sul mercato aperto, che consistono nella vendita o acquisto sul mercato secondario di titoli di stato, di cui la Banca detiene un portafoglio. La moneta creata dalla banca centrale (base monetaria), tranne che per la parte detenuta dal pubblico in forma di scorte monetarie a corso legale, affluisce direttamente o indirettamente alle banche di credito ordinarie che ricevendola accreditano i depositi e dà luogo a un processo moltiplicativo, per cui i depositi vengono ad essere un multiplo della base monetaria stessa. I depositi più la moneta a corso legale detenuta dal pubblico costituiscono i mezzi di pagamento di cui il pubblico dispone, quindi la quantità di moneta complessiva (di cui non fanno parte le riserve di moneta legale detenute dalle banche, per lo più in forma di depositi presso la Banca Centrale, che, in quanto tali, non costituiscono mezzi di pagamento a disposizione del pubblico). Come si può facilmente vedere, quindi, il controllo che la banca centrale ha della quantità complessiva di moneta è solo indiretto e dipende dalle abitudini del pubblico e delle banche. Queste ultime detengono base monetaria solo per una frazione dei depositi, fidandosi del fatto che solo una parte modesta di questi viene incassata o trasferita ogni giorno e che comunque in caso di necessità possono ottenere temporaneamente liquidità o dalle altre banche o dalla banca centrale. I prestiti del sistema bancario ritornano al sistema come depositi (quando una banca concede un prestito crea un deposito corrispondente per il debitore, che il debitore poi utilizza per i propri pagamenti, che a loro volta vengono accreditati come depositi presso il sistema bancario), che quindi risultano un multiplo della base monetaria detenuta dalle banche. Il pubblico inoltre detiene una parte limitata dei propri averi liquidi in moneta a corso legale, mentre d'abitudine, soprattutto nei paesi con un sistema creditizio sviluppato, la maggior parte dei mezzi di pagamento è costituita da depositi bancari. Come si può osservare la Banca attraverso la sua attività, che può consistere anche nella determinazione della quota minima di base monetaria che le banche devono detenere a fronte dei depositi e nella determinazione del tasso a cui possono prendere a prestito base monetaria dalla Banca (tasso di sconto o di rifinanziamento), condiziona la formazione della quantità complessiva dei mezzi di pagamento a disposizione del pubblico (depositi + moneta a corso legale detenuta dal pubblico), che costituisce la grandezza da noi indicata nei capitoli precedenti come quantità di moneta.

Il settore estero e la quantità di moneta

Per quanto riguarda il settore estero, quando la Banca compra attività estere (valute, in particolare) emette moneta nazionale, quando le vende, ne ritira. Si capisce quindi come il saldo (economico) della bilancia dei pagamenti abbia immediate conseguenze sulla quantità di moneta. Per neutralizzare gli effetti monetari delle sue transazioni con l'estero (in particolare l'acquisto di attività in valuta conseguente ad un attivo della bilancia dei pagamenti che può comportare effetti inflazionistici) la Banca può neutralizzarne gli effetti sulla base monetaria, effettuando transazioni interne di segno opposto. In questo caso si parla di sterilizzazione. Per esempio può controbilanciare l'effetto sulla base monetaria di un attivo della bilancia dei pagamenti con vendita di titoli di stato sul mercato aperto, ritirando moneta dalla circolazione, o con un aumento della percentuale delle riserve obbligatorie.

In caso di deficit della bilancia dei pagamenti la quantità di moneta si riduce, con possibili effetti contrattivi sul livello del reddito e dell'occupazione. Parte del deficit della bilancia dei pagamenti può essere finanziato anche dalle banche centrali estere che comprano attività denominate nella moneta del paese in deficit (esempio: l'acquisto di titolo di stato del tesoro federale americano da parte della Cina) e questo può neutralizzare l'effetto contrattivo del deficit (nel caso della Cina i dollari incassati in seguito al surplus della bilancia dei pagamenti cinese nei confronti degli Stati Uniti per quella via ritornano negli USA e contribuiscono a finanziare la spesa federale).

Regime di cambi fissi e parità dei tassi di interesse

Nel caso di un regime di cambi fissi, caratterizzato da interventi della Banca per ammortizzare le oscillazioni della domanda ed offerta della valuta nazionale sul mercato dei cambi, in modo da mantenere il mercato in equilibrio al tasso di cambio prefissato, se le aspettative degli operatori sono che la Banca è in grado di intervenire per mantenere il tasso di cambio prefissato e che questo non è destinato a cambiare, l'aspettativa degli operatori è che la variazione del cambio sia nulla. Quindi, per la condizione della parità dei tassi di interesse, l'equilibrio del mercato dei cambi implica che il tasso di interesse sia uguale a quello dei paesi rispetto ai quali si mantiene la fissità dei tassi di cambio. D'altra parte il tasso di interesse che si determina all'interno del paese dipende dall'equilibrio macroeconomico. Quindi occorrerà che quest'ultimo risulti compatibile con l'obiettivo di mantenere fisso il tasso di cambio. Questo comporta un vincolo alla politica economica per cui il tasso di interesse non può deviare dal livello che assicura la parità. Per cui la politica monetaria non è più disponibile per perseguire altri obiettivi (per esempio di ammortizzare le oscillazioni congiunturali).

Equilibrio macroeconomico e tasso di cambio fisso

Supponiamo di trovarci in una situazione in cui il tasso di interesse interno corrispondente all'equilibrio macroeconomico è uguale a quello estero, che il tasso di cambio sia quello che la Banca si è impegnata a mantenere e che il pubblico si attenda che tale tasso di cambio venga mantenuto nel futuro. Supponiamo che adesso qualcosa cambi, poniamo che il reddito nazionale aumenti. In tal caso, dati i prezzi e la quantità di moneta iniziali, aumenta il tasso di interesse (si veda l'equazione (10.1)). L'aumento del tasso di interesse in quanto tale modifica la condizione della parità dei tassi di interesse, determinando una tendenza all'apprezzamento della moneta. Per evitare questo la Banca vende moneta nazionale sul mercato valutario. Ciò fa aumentare la quantità di moneta nazionale e ridurre il tasso di interesse fino al livello in cui ritorna al livello precedente, insieme al tasso di cambio.

Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

Per quanto abbiamo visto prima in un regime di cambi fissi diventa di primaria importanza la politica fiscale. Se noi partiamo da una situazione di equilibrio, in cui vige la parità dei tassi di interesse, nel caso che la Banca persegua una politica monetaria espansiva, tramite, ad esempio, l'acquisto sul mercato aperto di titoli del debito pubblico; la riduzione del tasso di interesse comporta un eccesso di offerta di valuta nazionale nel mercato delle valute. Per evitare una svalutazione della moneta e mantenere il regime di cambi fissi la Banca deve assorbire l'eccesso di offerta della propria valuta, vendendo attività estere contro valuta nazionale, che viene conseguentemente ritirata

dalla circolazione, provocando quindi un aumento del tasso di interesse fino al livello originario, con conseguentemente annullamento dell'espansione monetaria. Un discorso opposto si può fare, *mutatis mutandis*, per quanto riguarda la politica economica restrittiva. Quello che varia quindi è la composizione degli attivi della Banca. Nel primo tipo di intervento aumentano le attività in valuta nazionale e diminuiscono le riserve, nel secondo succede il contrario. Comunque l'obiettivo dell'iniziale azione della Banca, di stimolare l'economia o di raffreddarla viene frustrato dalla scelta di difendere il cambio.

Gli effetti reali della politica fiscale

Nel caso di un'espansione fiscale (che può essere realizzata, poniamo, attraverso un aumento della spesa pubblica o una riduzione delle imposte), invece, l'aumento del reddito nazionale che si determina comporta un innalzamento del tasso di interesse, dato che in quanto tale la politica fiscale non determina una variazione della quantità di moneta. Ne consegue una tendenza per la moneta nazionale ad apprezzarsi, per contrastare la quale la Banca deve comprare attività estere (che sono al tasso di cambio stabilito in eccesso di offerta) contro valuta nazionale, la cui quantità aumenta, fin tanto che il tasso di interesse non è ritornato ai livelli di partenza. L'inverso succede nel caso di una contrazione fiscale. Conseguentemente la politica fiscale è in grado di alterare la dimensione del reddito nazionale e questo anche maggiormente che nel caso di cambi flessibili, in cui la Banca non è costretta ad intervenire per evitare un apprezzamento della moneta. In tale ultimo caso, qualora la politica fiscale sia pura, cioè senza la contemporanea variazione della quantità di moneta che si ha invece nel caso il cambio sia fisso, la variazione del tasso di interesse che ne consegue è in grado di ridurre gli effetti sul reddito dell'iniziale manovra fiscale, in virtù delle conseguenze sul tasso di cambio e sulla componente estera della domanda. In termini di AA e DD, in caso di espansione fiscale pura la DD si sposta verso destra incrociando la AA, che non si muove, dato che non varia la quantità di moneta, in un punto più a destra e in basso, in cui il reddito è maggiore ma il tasso di cambio è inferiore. Invece, in caso di cambi fissi, la AA si sposta verso destra per l'aumento della quantità di moneta, incrociando la nuova DD in corrispondenza del valore dato del tasso di cambio, per cui il reddito aumenta di più del caso precedente.

Conseguenze del cambiamento della parità del cambio

Una svalutazione del cambio comporta un'espansione fiscale (perché aumenta la componente estera della domanda aggregata) e quindi una tendenza all'aumento del tasso di interesse e ad un apprezzamento del cambio, che la Banca dovrà contrastare, per difendere la nuova parità, comprando attività estere contro moneta nazionale, fin tanto che il conseguente aumento della quantità di moneta nazionale avrà riportato il tasso di interesse al livello di prima (si suppone qui che la svalutazione si accompagni ad un riaggiustamento delle aspettative sulla nuova parità, per cui il tasso di interesse interno dovrà ritornare allo stesso livello di quello estero). Il risultato sarà un aumento del reddito reale e delle riserve. Nel caso di una rivalutazione succederà il contrario. Conseguentemente una svalutazione consente ai governi di realizzare i seguenti obiettivi: 1. Aumentare il reddito e l'occupazione in seguito all'aumento della componente estera della domanda globale; 2. Il miglioramento del saldo della bilancia dei pagamenti. Infatti la svalutazione comporta un aumento del saldo netto delle partite correnti (dato che ipotizziamo che le condizioni di Marshall-Lerner siano soddisfatte e i prezzi siano costanti, in pratica però ci sono buoni motivi per cui l'operazione abbia effetti inflazionistici, in quanto non solo aumenta la domanda aggregata, ma aumentano i costi delle importazioni). 3. Nel corso del processo di aggiustamento aumenteranno anche le riserve, cosa che potrebbe corrispondere agli obiettivi delle autorità di politica economica (la svalutazione può in effetti essere strumentale a contrastare una emorragia delle riserve).

Si noti che nel quadro che abbiamo tracciato, date le ipotesi, in particolare l'ipotesi che il livello dei prezzi resti costante, si sono omesse delle circostanze che sono di particolare rilevanza nella realtà. In particolare, un cambiamento della parità potrebbe avere come effetto una variazione delle aspettative del pubblico circa il mantenimento in futuro del tasso di cambio: dopo una svalutazione la fiducia nella moneta del paese potrebbe ridursi. Il risultato potrebbe essere un premio di rischio

(di svalutazioni ulteriori) sul tasso di interesse venendo così a modificare le condizioni della parità dei tassi di interesse. Il contrario nel caso di una rivalutazione del cambio. Per quanto riguarda i prezzi, una svalutazione comporta una spinta al rialzo in quanto aumenta il costo dei beni importati, ed il contrario per una rivalutazione. Inoltre, nella misura in cui la svalutazione abbia effetti espansivi sulla domanda aggregata (in quanto si accrescono le esportazioni nette), questo, accanto ad un aumento del reddito reale può portare ad un aumento dei prezzi (in aggiunta di quanto visto più sopra relativamente alla spinta dal lato dei costi). Nello stesso tempo l'espansione della quantità di moneta che accompagna l'aumento del saldo della bilancia dei pagamenti sostiene l'aumento dei prezzi. Ma nell'ambito del quadro concettuale altamente semplificato in cui ci muoviamo l'assetto di lungo periodo dovrà avere seguenti caratteristiche: 1 Il reddito sarà quello di pieno impiego (o piuttosto quello corrispondente ad un tasso di disoccupazione "naturale"). 2. Il tasso di interesse sarà lo stesso che negli altri paesi con cui il cambio è fisso; 3. La quantità di moneta reale sarà quella che, dato il livello di pieno impiego del reddito, è compatibile con un tasso di interesse di equilibrio tale da non provocare una variazione del tasso di cambio (cioè, tenuto conto del punto 2. uguale a quello degli altri paesi).

La trappola della liquidità e l'economia giapponese

Nelle lezioni precedenti abbiamo sempre ipotizzato situazioni regolari, caratterizzate da curve continue che presentavano un solo punto di intersezione, corrispondente ad un equilibrio stabile. Inoltre il modello era ovviamente molto semplificato, permettendoci di impostare modi di ragionamento utili per l'analisi di situazioni reali, ma non di assumere come generalmente valide delle conclusioni specifiche, senza considerare l'applicabilità ai casi concreti dei ragionamenti che ci consentono di raggiungerle, che quindi vanno comunque adattati alle diverse e più complesse circostanze dei casi concreti. Un esempio di situazione anomala è quella che potrebbe corrispondere al contesto specifico dell'economia giapponese verso la fine degli anni novanta, caratterizzato da cambi flessibili, ma dall'impotenza della politica monetaria, dato che, anche in presenza di un tasso di interesse nullo l'economia stagnava al di sotto del livello di pieno impiego (o "naturale" che dir si voglia). Questo dipendeva presumibilmente dal fatto che anche in presenza di un tasso di interesse nullo mancava la possibilità tramite la politica monetaria di indurre una svalutazione che avrebbe potuto garantire un accrescimento della domanda effettiva e un aumento del reddito. Come poteva succedere? Il motivo era che gli operatori avevano un'aspettativa di rivalutazione del cambio tale da compensare il tasso di interesse che avrebbero potuto ottenere spostando i depositi in un'altra valuta. Ovverossia il tasso di interesse estero era uguale od inferiore al tasso atteso di rivalutazione dello yen. In termini grafici e nel quadro del nostro modello di riferimento la curva AA era caratterizzata da un tratto iniziale orizzontale: qualunque fosse il livello del reddito, l'equivalenza fra il rendimento della moneta liquida (zero) e il rendimento dei titoli (pure pressoché zero) faceva sì che tutta l'offerta di moneta addizionale sarebbe stata semplicemente detenuta dal pubblico in forma liquida per l'impossibilità di impieghi meglio remunerati, per cui, data l'impossibilità per il tasso di interesse nominale di scendere al di sotto dello zero, qualora la Banca avesse aumentato l'offerta di moneta (poniamo, acquistando titoli del debito pubblico) la quantità addizionale sarebbe stata detenuta dal pubblico senza causare una riduzione del tasso di interesse al di sotto del livello invalicabile di zero e quindi non ci sarebbero state conseguenze reali. Si trattava in questa interpretazione di una situazione del tipo della "trappola della liquidità" keynesiana.⁴¹ Per potere indurre la moneta a svalutarsi e avere uno stimolo dalla domanda estera, una soluzione possibile era di cambiare le aspettative di cambio futuro. Se le aspettative fossero cambiate con aumento del tasso di cambio futuro questo avrebbe potuto comportare una svalutazione del tasso di cambio presente, con effetti di fuoriuscita dalla situazione di stagnazione in cui si trovava l'economia.⁴²

⁴¹ Per la quale si rimanda a un qualsiasi testo di Macroeconomia o alla parte macroeconomica di un testo di Economia Politica generale.

⁴² Secondo la soluzione proposta da Lars Svensson sul *Financial Times*, citata dal testo, occorre indicare un moderato obiettivo inflazionistico per il futuro così da potere svalutare il cambio al

Oppure, più semplicemente, utilizzare la politica fiscale, aumentando direttamente la spesa pubblica o riducendo le imposte (ma il perseguimento di uno stimolo fiscale aveva già portato a un livello del debito pubblico molto elevato). Il problema con soluzioni di questo tipo, finanziate tramite il debito pubblico oppure, dove la legislazione lo consente, tramite il finanziamento direttamente dell'istituto di emissione, è che la liquidità giacente nelle mani del pubblico potrebbe trasformarsi, una volta cambiata la congiuntura, in fattore di inflazione difficile da controllare. L'avversione del Giappone nei confronti di prospettive inflazionistiche può aver portato le autorità di politica economica a tollerare la perdurante stagnazione degli anni novanta anziché porre in atto decisive misure volte a stimolare la crescita della domanda. Va anche detto che il quadro giapponese era alquanto complicato. Le banche erano riluttanti comunque a concedere prestiti visto l'elevato livello di sofferenze derivante dall'insolvenza di diversi clienti importanti, cui il credito era stato concesso al di là di considerazioni di natura prudenziale in virtù dei legami particolari esistenti fra clienti e banche. L'economia poi soffriva di tutta una serie di problemi strutturali legati al vecchio modello di governo societario e dei rapporti di lavoro, che venivano messi in crisi dal cambiamento del quadro dell'economia internazionale e dalla dinamica accentuata del progresso tecnologico, riducendo la produttività delle risorse e in particolare l'efficienza marginale dell'investimento. A questo proposito possiamo far riferimento alla teoria olsoniana (da Mancur Olson, economista dell'Università di Maryland) secondo cui nel corso dello sviluppo delle nazioni prendono piede e si organizzano gli interessi concentrati e i gruppi di pressione, ai danni della collettività; la loro concrezione porta alla fine alla stagnazione e al declino (Mancur Olson, *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities*, Yale University Press, 1984; per un'ottima sintesi del pensiero di Olson si può vedere la voce Mancur Olson nella Wikipedia: http://en.wikipedia.org/wiki/Mancur_Olson).

Chiaramente, il caso giapponese comporta molti elementi in comune con la crisi attuale dell'economia mondiale innescata dalla crisi finanziaria delle banche americane e di alcuni paesi europei.

Crisi della bilancia dei pagamenti e fuga dei capitali

Se per un qualche motivo cambiano le aspettative circa il mantenimento della parità del cambio (cioè del tasso di cambio prefissato) e gli operatori si attendono una svalutazione, la parità dei tassi di interesse cambia e al tasso di interesse di partenza si determina un disequilibrio sul mercato valutario, in quanto risulta più vantaggioso detenere attività in moneta estera piuttosto che in valuta nazionale. A quel punto si verificano i seguenti eventi:

1. Se la Banca difende la parità, l'emorragia di riserve che ne consegue si traduce in una riduzione della quantità di moneta, in un aumento progressivo del tasso di interesse, che, in quanto tale, comporta una riduzione del reddito (tenuto conto delle conseguenze sulle componenti della domanda interna che dipendono dall'entità del tasso di interesse, quali investimenti o consumi durevoli), la quale può essere strumentale nel migliorare i conti con l'estero tramite una riduzione delle importazioni, ma che nel corso di una crisi valutaria può semplicemente accompagnare la perdita di credibilità della Banca man mano che le sue

presente, mantenendo il cambio sottovalutato a un livello prefissato per un periodo transitorio. L'articolo di Svensson è liberamente disponibile all'indirizzo <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/FT109.htm>. Tale proposta non risulta del tutto plausibile, sia perché le reazioni dall'estero all'aumento della penetrazione delle esportazioni giapponesi in seguito alla eventuale svalutazione del cambio avrebbero potuto innescare misure protezionistiche nei paesi partner, sia perché l'alternativa, di misure di tipo fiscale espansive, poniamo tramite una adeguata riduzione delle imposte finanziata con creazione monetaria, avrebbe potuto avere un effetto più diretto di tipo inflazionistico, permettendo quindi una riduzione del tasso di interesse reale anche al di sotto allo zero. In particolare la riduzione delle imposte finanziata con creazione monetaria avrebbe potuto avere il vantaggio di presentare, oltre che il richiesto effetto reflazionistico, anche effetti favorevoli sugli incentivi (si ricordi dalla Scienza delle Finanze l'eccesso di peso delle imposte).

riserve si riducono e la probabilità di una svalutazione aumenta. (Viceversa nel caso di aspettative di rivalutazione.) Ovviamente l' impegno della Banca nel difendere la parità sarà tanto più credibile quanto maggiori sono le riserve (accresciute magari dalla cooperazione di altre banche centrali).

2. Potrebbe quindi darsi che in seguito all' aumento del tasso di interesse la parità venga ristabilita, al costo di una deflazione interna, ma può anche darsi che la Banca esaurisca le riserve e sia comunque costretta a svalutare, soprattutto se la politica economica non è coerente con l' obiettivo di difesa del cambio (per esempio se per evitare gli effetti deflazionistici della contrazione dell' offerta di moneta si effettua una politica monetaria espansiva o che comunque alla base della crisi valutaria stia una politica di espansione monetaria volta ad aumentare il reddito e l' occupazione, a costo di un passivo persistente della bilancia dei pagamenti corrente e di una tendenza cronica alla fuga dei capitali).
3. Qui contano anche i tempi: una crisi valutaria può verificarsi in tempi molto brevi e la Banca non essere in grado di contrastarla se le sue riserve sono insufficienti. In certi casi può anche darsi che l' aspettativa di svalutazione sia autorealizzantesi, nel senso che non sono i dati sottostanti, ma l' aspettativa stessa, attraverso il comportamento concordante degli agenti (un tempo si parlava dei famosi "gnomi di Zurigo", a proposito della speculazione contro la lira) a costringere la Banca alla svalutazione. In realtà sono i governi che, per coprire le loro responsabilità, attribuiscono spesso e volentieri una crisi valutaria ai meccanismi perversi della speculazione. In genere le crisi valutarie derivano invece dalla politica economica dei governi e dall' incoerenza fra le scelte macroeconomiche e l' obiettivo del cambio. Un caso tipico a riguardo è la crisi della lira nell' estate del '92, ma anche le altre periodiche svalutazioni della lira derivavano essenzialmente dall' incoerenza delle politiche economiche con gli impegni relativi alla fissazione del cambio.
4. Una crisi valutaria può derivare piuttosto che da una situazione in cui il tasso di cambio è insostenibile alla lunga, da una situazione di fragilità del sistema bancario. Per esempio se i debiti delle banche sono a vista (depositi) o comunque a breve e la qualità dei crediti alle imprese è dubbia, per cui un aumento del tasso di interesse o una recessione è suscettibile di provocare insolvenze e dissesti a catena, l' aspettativa di una svalutazione può provocare una fuga dalla moneta. Per evitare i dissesti e l' eventuale crisi bancaria associati ad un aumento improvviso del tasso di interesse in seguito alla crisi valutaria e per consentire la solvibilità del sistema bancario la banca può essere obbligata ad aprire crediti alle banche in difficoltà, così aggravando l' emorragia di riserve e la crisi valutaria, che altrimenti, poniamo, sarebbe stata in grado di affrontare con successo, visto lo stato delle riserve e dei fondamentali; questo fino al momento in cui, in seguito all' emorragia di riserve, è costretta comunque a svalutare. Uno dei motivi per cui ci può essere un afflusso anormale di valuta a breve può essere costituito da un boom immobiliare o mobiliare: l' aspettativa dell' aumento del prezzo degli immobili o dei titoli azionari può attirare moneta in seguito a prestiti garantiti dai crescenti valori immobiliari o azionari. Le banche si indebitano, poniamo, all' estero per finanziare l' acquisizione di immobili o di titoli. Quando il boom si sgonfia le garanzie si rivelano insufficienti e cominciano i dissesti che si ripercuotono sui conti delle banche. La crisi di sfiducia che ne segue porta a un repentino rientro dei depositi esteri e la crisi della valuta nazionale. In parte questo è il meccanismo alla base della crisi finanziaria del sud-est asiatico del 1997.
5. Supponiamo che la politica economica sia incompatibile con la difesa della parità. Per esempio la Banca permette un' espansione del credito interno a un tasso costante che si traduce a un tasso costante di inflazione e che tende a ridurre il tasso di interesse al di sotto di quello compatibile con la parità. Il deficit della bilancia dei pagamenti che ne consegue, riducendo la quantità di moneta, ristabilisce tendenzialmente il tasso di interesse corrispondente alla parità al costo di una persistente emorragia di riserve. Supponiamo, tanto per fissare le idee, che il comportamento degli agenti e della Banca sia che la Banca difende

il cambio fino al momento in cui perde tutte le riserve, poi il cambio è lasciato libero di fluttuare. *Se supponiamo che gli agenti siano in grado di prevedere esattamente tale momento tutti cercherebbero di rimandare l' attacco al momento immediatamente precedente a quello in cui la banca lascia il cambio per svalutarsi.* Sia E^S il tasso di cambio che prevarebbe sul mercato al momento in cui la banca rimanesse priva di riserve e il tasso di cambio fosse lasciato fluttuare liberamente determinato dal mercato e che ipotizziamo che gli agenti siano in grado di determinare. Fintanto che $E^S < E^\circ$, dove E° è il cambio fisso stabilito dalla Banca, non conviene ovviamente agli agenti cambiare valuta nazionale contro divise in quanto anche in caso di annullamento delle riserve ci rimetterebbero nell' immediato (perché comprerebbero la valuta estera a un prezzo superiore a quello che si determinerebbe sul mercato senza interventi della banca). Ma con procedere del processo inflazionistico il tasso di cambio di equilibrio in assenza di interventi della banca continua a crescere. Quando $E^S = E^\circ$ converrà agli speculatori cambiare tutte le loro disponibilità in valuta per trarre profitto dall' inevitabile svalutazione (dove la svalutazione, nel nostro specifico contesto, è una previsione che si auto realizza). Infatti uno speculatore che comprasse la valuta al cambio E° quando $E^S < E^\circ$ ci perderebbe in caso la Banca finisse le riserve, mentre chi non cambia al momento in cui $E^S = E^\circ$ avrà una perdita patrimoniale se la Banca finisce le riserve rispetto all' alternativa di cambiare quando $E^S = E^\circ$. Dato che tutti lo sanno, tutti sanno che appena $E^S = E^\circ$ tutti si affretteranno a cambiare al tasso fissato dalla Banca e le riserve scompariranno. Ciò significa che l' attacco speculativo avverrà non appena $E^S = E^\circ$ e quindi l' attacco speculativo avverrà improvvisamente e senza apparente giustificazione (in quanto ci sono ancora riserve, che possono essere cospicue), cosicché le autorità di politica economica avranno buon gioco di dare la responsabilità agli “gnomi di Zurigo” o comunque alla bieca speculazione internazionale piuttosto che alle loro politiche.

Nella realtà del mondo le cose sono molto più complicate, in quanto le aspettative non sono certe né univoche, nel senso che i diversi attori hanno aspettative diverse. In tutti i mercati accanto ai “bulls” (le cui aspettative sono al rialzo) ci sono i “bears” (le cui aspettative sono al ribasso). Quello che conta per i comportamenti degli attori sono le aspettative medie (ovviamente dove la media è ponderata con le transazioni che vengono effettuate), che variano continuamente e che a un certo momento possono provocare un attacco repentino quando i cosiddetti “fondamentali” veri o presunti lo giustifichino.

Le conseguenze della diversa natura delle attività e della loro imperfetta sostituibilità

Sino adesso abbiamo concentrato l' attenzione su di un contesto semplificato, in cui esiste un solo tasso di interesse e le attività hanno un identico profilo di rischio, per cui quello che conta è soltanto il rendimento. In realtà esiste tutto uno spettro di tassi di interesse e tutta una serie di attività patrimoniali dotate di diverse caratteristiche di liquidità e di rischio. Questo si riferisce in particolare alle attività denominate nella valuta dei vari stati, che non sono perfettamente sostituibili, in quanto caratterizzate da diversa rischiosità. Occorre anche considerare a tale proposito l' interesse a differenziare comunque il rischio, detenendo il patrimonio in attività di diversa natura e denominate in diverse valute. A parità di altre condizioni, tanto maggiore è l' indebitamento di uno stato e tanto minore le attività di cui dispone la Banca centrale per far fronte a una crisi del cambio, tanto maggiore è la rischiosità di detenere attività nella valuta di quel paese, in quanto tanto più probabile è una svalutazione (in quanto di fronte ad un attacco speculativo alla moneta, tanto maggiori sono le attività nella sua valuta che possono venir vendute quanto maggiore il suo indebitamento e tanto minori le risorse dell' Istituto di emissione per acquistarle quanto minori le sue riserve). Lo stesso dicasi per quanto riguarda il profilo storico: se un paese ha un passato di successive svalutazioni e inflazioni, come nel caso dell' Italia con la lira, le attività denominate nella sua moneta verranno considerate a maggior rischio di svalutazione di quelle di un paese che ha sempre perseguito la stabilità monetaria nel periodo post-bellico e la cui moneta non si è mai svalutata, come la Repubblica Federale Tedesca con il marco. Per cui la condizione della parità dei tassi di interesse deve essere modificata per tenere conto del rischio. Una maniera di farlo

è di stabilire che la differenza dei tassi di interesse in equilibrio dovrà essere uguale al tasso di svalutazione di una moneta rispetto all'altra, più un premio di rischio che nei fatti dipende, fra l'altro, dal comportamento passato di un paese; se un paese è caratterizzato da stabilità monetaria e da una esperienza di apprezzamento del cambio e un altro da un comportamento meno lineare, è ovviamente la valuta del secondo che, a parità di condizioni è sottoposta ad un premio di rischio maggiore. Noi prescindiamo dalla considerazione dell'esperienza del passato e, per semplicità, ipotizzeremo che gli unici titoli di credito in valuta nazionale sul mercato siano le obbligazioni del debito pubblico, che in parte vengono detenute dalla Banca, e che il premio di rischio sulle attività di un paese venga individuato come funzione dalla differenza fra l'ammontare complessivo del debito pubblico dello stato e l'ammontare del debito pubblico detenuto dalla Banca centrale, in quanto la differenza indica l'ammontare complessivo del debito del paese che si trova sul mercato. Tanto maggiore il debito detenuto dal mercato, tanto maggiore il premio di rischio che dovrà essere pagato e tanto maggiore, a parità di altre circostanze, il tasso di interesse di equilibrio che si determina tenuto conto del rendimento dei titoli degli altri paesi. Abbiamo quindi una versione modificata della condizione della parità dei tassi di interesse, dove invece che considerare i tassi soltanto occorre considerare i tassi più il differenziale di rischio ρ : $R_x = R_y + [(E_{xy}^e - E_{xy})/E_{xy}] + \rho$, dove il differenziale di rischio (che può essere positivo o negativo a seconda dei casi) costituisce la remunerazione addizionale degli attivi denominati nella moneta del paese x in grado di compensare il rischio maggiore (o minore) incorso.

Questo, in teoria almeno, lascia un po' di spazio alla politica monetaria anche nel caso di tassi di cambio fissi.

Vediamo quali possono essere le varie alternative:

1. Supponiamo che con la politica monetaria la Banca voglia produrre un aumento del reddito e dell'occupazione. Nel caso di assenza del premio di rischio la Banca se avesse permesso un aumento della quantità di moneta e una diminuzione del tasso di interesse, avrebbe prodotto una violazione della parità dei tassi di interesse, per cui, per evitare una svalutazione, avrebbe dovuto cedere riserve con conseguente riduzione della quantità di moneta e il tasso di interesse sarebbe ritornato al livello precedente. Nel caso invece di premio di rischio la banca può aumentare la quantità di moneta all'interno riducendo al contempo, acquistandoli, la quantità di titoli del debito pubblico in circolazione diminuendo quindi il premio di rischio, con effetti più ridotti sul tasso di cambio (ma in pratica l'aumento della quantità di moneta può creare aspettative inflazionistiche, con l'effetto di aumentare il premio di rischio, dato che una maggiore inflazione comporta una riduzione del tasso di cambio reale e della competitività del paese, con effetti negativi sulla bilancia dei pagamenti). Viceversa nel caso che la Banca voglia invece raffreddare una situazione interna tendenzialmente inflazionistica aumentando il tasso di interesse: in tal caso vende titoli del debito pubblico. Sul tasso di cambio operano quindi due effetti contrastanti: la riduzione della quantità di moneta tende ad aumentare il tasso di interesse, ma aumenta anche la quantità dei titoli del debito pubblico in circolazione e questo può aumentare il premio di rischio (ma questo effetto può essere contrastato dalla riduzione delle aspettative inflazionistiche).

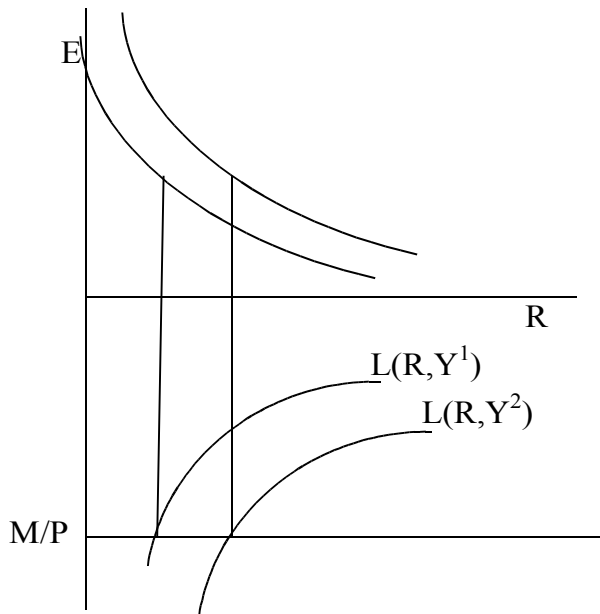


Fig. 17.6b

2. Supponiamo che obiettivo della Banca sia di difendere il cambio, senza peraltro aumentare il tasso di interesse interno per evitare effetti deflazionistici. Allora può acquistare moneta nazionale sul mercato valutario usando le riserve e, per evitare che la quantità di moneta si riduca provocando un aumento del tasso di interesse, può acquistare titoli del debito pubblico in misura corrispondente (sterilizzando gli effetti sulla quantità di moneta della prima manovra). In tale maniera il premio di rischio diminuisce e la moneta si rafforza. Viceversa nel caso opposto (con cui si cerca di evitare una rivalutazione del cambio).

Evidenza empirica sugli effetti, nel senso considerato prima, degli interventi di sterilizzazione

Non sorprendentemente, scarsa. Il motivo potrebbe essere che il premio di rischio sulle attività del paese non dipende solo dall'ammontare dei titoli del debito pubblico in circolazione, ma anche dallo stato delle riserve, la cui entità si altera con gli interventi di sterilizzazione (ma ovviamente tutto dipende anche dall'ammontare delle riserve e dalla dimensioni del debito pubblico) e dalle aspettative inflazioniste che possono essere create dalla politica monetaria perseguita.

Effetto di segnalazione degli interventi

Un intervento sterilizzato sui mercati dei cambi può essere in grado di cambiare le aspettative, purché la Banca sia credibile e la segnalazione circa gli obiettivi della politica della banca relativamente al tasso di cambio, che risulta dal tipo di intervento effettuato (per esempio quando la banca vende riserve per sostenere il corso della moneta indica l'intenzione di difendere il cambio da spinte verso una sua svalutazione, quando svolge l'intervento opposto segnala invece l'intenzione di non permettere una rivalutazione del cambio), non contraddica in maniera ovvia le politiche economiche complessive del paese. Anche i discorsi di un governatore dotato di grande credibilità, come a suo tempo Greenspan, possono avere effetti di annuncio importanti nel modificare le aspettative, le quali in realtà cambiano di momento in momento, riflettendosi sull'andamento dei mercati valutari.

Le valute di riserva nel sistema monetario internazionale

La valuta di riserva è quella nei confronti della quale sono stabiliti i tassi di cambio delle altre valute, che è detenuta come riserva dalle banche centrali e che tendenzialmente costituisce, direttamente o indirettamente, l'intermediario degli scambi internazionali. Fra la fine della seconda guerra mondiale e il 1973 il dollaro era la valuta di riserva nei confronti della quale erano stabiliti i tassi di cambio delle altre valute (anche se nominalmente il dollaro fondava il status su una teorica convertibilità in oro). Fra il 1870 e il 1914 invece le principali valute stabilivano la propria

equivalenza in termini di oro ed era quest' ultimo che costituiva la base del sistema monetario e il mezzo di pagamento internazionale di riserva (insieme alle valute che in oro erano convertibili, in particolare la sterlina). Successivamente il gold standard fu ristabilito brevemente fra le due guerre (la sterlina ritornò alla convertibilità aurea nel 1925), periodo in cui valuta di riserva, in quanto convertibile in oro (gold exchange standard), era la sterlina (ma anche il dollaro), ma fu poi abbandonato con la grande depressione degli anni trenta (nel settembre 1931 per quanto riguarda la sterlina).

Il privilegio di essere valuta di riserva è per il paese che la emette quello di potere arbitrariamente perseguire la propria politica monetaria e il diritto di signoraggio. Le altre valute fissano il tasso di cambio con la valuta di riserva e in tale maniera, indirettamente, anche fra di loro (in virtù dei cambi incrociati e del meccanismo dell' arbitraggio). I tassi di interesse devono essere allineati (in virtù del principio della parità, con gli aggiustamenti che abbiamo visto precedentemente per il rischio e l' imperfetta sostituibilità). Se un paese vuole utilizzare la politica monetaria per rilanciare l' economia aumentando la quantità di moneta e riducendo il tasso di interesse, si determina un eccesso di offerta della propria valuta, per cui, a meno di un' emorragia di riserve che comunque non può durare a tempo indeterminato, il cambio non può essere mantenuto; per mantenerlo occorre una inversione della politica monetaria e il rialzo del tasso di interesse. Nello stesso tempo la fuoriuscita di valuta comporta di per se stessa una riduzione della quantità di moneta e un aumento del tasso di interesse. Nel caso invece di politica monetaria restrittiva e di innalzamento del tasso di interesse succede il contrario. Pertanto i paesi che non emettono valuta di riserva perdono il controllo della propria politica monetaria. Questo invece non succede per il paese la cui valuta è di riserva, in quanto non tocca a lui mantenere le parità. In caso di politica monetaria espansiva e di conseguente riduzione del tasso di interesse da parte del paese con valuta di riserva gli effetti di tale politica si propagano agli altri paesi che sono costretti ad adeguarsi per mantenere la parità e viceversa nel caso opposto. Il paese con moneta di riserva mantiene quindi il pieno controllo della propria politica monetaria, al contrario di tutti gli altri.

Al contempo le banche centrali detengono una parte prevalente delle loro riserve nella moneta di riserva, perché è con riferimento ad essa che occorre mantenere il cambio e quindi intervenire sui mercati valutari. L' accumulo di moneta di riserva avviene attraverso il passivo della bilancia dei pagamenti del paese con valuta di riserva, che determina un eccesso di offerta della valuta per le transazioni "sopra la linea", che viene assorbita nelle riserve delle Banche centrali degli altri paesi. In questa maniera il paese si trova a poter effettuare permanentemente pagamenti all' estero superiori a quelli che riceve, man mano che l' incremento dei traffici internazionali si traduce in un aumento della domanda della propria moneta da parte delle altre banche centrali e del pubblico, beneficiando quindi in pratica di un vero e proprio diritto di signoraggio. Solo quando le Banche degli altri paesi si trovano, per mantenere il cambio prefissato, a dover comprare quantità da loro giudicate eccessive della moneta di riserva il sistema viene messo in crisi (come successe effettivamente nel caso del sistema monetario postbellico in seguito agli ingenti deficit della bilancia dei pagamenti americana durante la guerra del Vietnam).

Storicamente il modello corrisponde al sistema prevalente nel dopoguerra sino al 1973, quello denominato del gold exchange standard, dove la moneta di riserva era il dollaro, in quanto teoricamente, ma solo teoricamente, i dollari erano convertibili in oro, ad un tasso prefissato (ma chi poteva convertire erano solo le banche centrali, che in genere, principalmente per motivi politici, non lo facevano). Si trattava sostanzialmente, più che di un gold exchange standard, di un dollar exchange standard. Sugli sviluppi storici di tale sistema torneremo in seguito.

Il sistema aureo

Introdotta in Gran Bretagna nel 1821 e poi successivamente, dopo un periodo di bimetallismo (con l'argento), nella maggioranza degli altri paesi negli anni settanta dell' ottocento. Ogni moneta ha un contenuto stabilito in oro. Il pubblico ha in linea di massima il diritto di convertire in monete, pagando un diritto alla zecca, l' oro di cui dispone e allo stesso tempo può trasformare le monete in oro, in relazione al contenuto aureo dichiarato. Pertanto il tasso di cambio fra le monete è dettato

dal contenuto aureo. Rimane comunque la possibilità di divergenze limitate determinate dal costo di trasferimento dell'oro da un paese all'altro (costi di trasporto e dell'assicurazione).⁴³ Se il tasso di interesse in un paese è maggiore di un altro vi è un vantaggio a convertire nella moneta del paese le monete degli altri paesi, per beneficiare del tasso di interesse maggiore. Si determina così un processo per cui l'oro viene importato altrove, trasformato in moneta locale (ovviamente convertibile in oro) che viene depositata a tassi di interesse più elevati e questo determina un aumento della quantità di moneta e una riduzione del tasso di interesse. Viceversa negli altri paesi. Gli aggiustamenti sono pertanto simmetrici. I vari paesi non hanno sovranità monetaria: la loro quantità di moneta dipende da un meccanismo automatico sottratto all'interferenza della politica dei governi. Vantaggi (obiettività e simmetria, sottrazione della crescita monetaria agli arbitri dei governi) e svantaggi (la variazione della moneta dipende dall'andamento capriccioso delle scoperte minerarie, per cui possono determinarsi periodi di inflazione—scoperta delle Americhe—e, soprattutto, di deflazione, che non è possibile combattere, come in sistemi con moneta a cartacea a corso forzoso, con la politica monetaria e che risultano in crisi e disoccupazione, nella misura in cui i prezzi non sono istantaneamente flessibili verso il basso. Inoltre, a differenza del modello in cui la moneta è cartacea, vi è un costo reale della creazione di moneta. Del sistema si avvantaggiano alcuni paesi dotati di risorse aurifere a danno degli altri.

Lo standard bimetallico (oro e argento)

Meno soggetto alle vicende minerarie relative ad un solo metallo, per cui se un metallo diventa maggiormente scarso, si aumenta l'uso monetario dell'altro. Ma per la legge di Gresham (dal nome di Thomas Gresham, finanziere inglese agente di Elisabetta I e fondatore della borsa di Londra) la moneta cattiva scaccia quella buona. Dato il rapporto di cambio monetario fra i due metalli, stabilito dal governo, se il prezzo di mercato diverge da tale rapporto, converrà tesaurizzare o spedire all'estero, per cambiarla con profitto in moneta con contenuto metallico alternativo, la moneta metallica il cui rapporto di cambio interno è inferiore a quello relativo prevalente sul mercato (che dipende dai costi alternativi di estrazione e dai diversi usi non monetari dei metalli) e spendere l'altra, per cui la moneta "buona", che ha un maggior valore intrinseco, scompare dalla circolazione.

Per esempio, nel periodo dal 1792 al 1834 negli Stati Uniti era fissato un rapporto di cambio monetario fra argento ed oro di 15:1,⁴⁴ mentre in Europa questo variava da 15,5:1 a 16,06:1. Conveniva quindi vendere oro sul mercato europeo in cambio di argento, portare questo negli Stati Uniti e farlo coniare alla zecca in monete con contenuto aureo superiore a quello dell'oro che si era venduto in Europa in cambio di argento. Il risultato era che l'oro veniva a scomparire dalla circolazione negli Stati Uniti: la moneta "cattiva" scacciava quella "buona".

Gold exchange standard.

Ufficialmente in vigore nel dopoguerra sino all'Agosto del 1971, quando Nixon dichiarò la inconvertibilità in oro del dollaro. Dopo tentativi di reintrodurlo con riaggiustamenti delle parità, fu definitivamente abbandonato nel febbraio 1973.

II SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE 1870-1973

Fino adesso non abbiamo esaminato le interrelazioni fra i comportamenti dei vari stati, anche in relazione alle ripercussioni che gli effetti esterni delle politiche negli altri paesi possono avere sui risultati delle stesse. Tutto questo dipende anche dal tipo di collaborazione o assenza di collaborazione fra gli stati, che tenga conto, nell'interesse di tutti, delle ripercussioni esterne delle politiche economiche. Il modo con cui queste vengono affrontate dipende dal tipo di istituzioni che regolano il mercato delle valute, cioè dal sistema monetario internazionale.

⁴³ I limiti dell'oscillazione dei cambi al di là dei quali la convenienza di trasferire oro è superiore al costo del trasferimento prendono il nome di punti dell'oro.

⁴⁴ Nel testo il rapporto viene indicato 16:1. Ma l'Encyclopaedia Britannica pare una fonte più autorevole: cfr. "Gresham's Law, Encyclopaedia Britannica, 2001.

In un' economia aperta il perseguimento dei vari obiettivi di politica economica deve tener conto delle ripercussioni esterne (questo è uno dei motivi per cui i regimi nazionalistici, che mal sopportano di condizionare le proprie politiche alle ripercussioni internazionali delle stesse, hanno una tendenziale propensione per un' economia isolata, con inconvertibilità della moneta e autarchia, cioè limitazione al massimo dell' apertura alle influenze altrui nella gestione della moneta e dei commerci). Fra i vari obiettivi possibili possiamo concentrarci su quello dell' equilibrio interno e di quello esterno.

Definizione di equilibrio interno: stabilità monetaria e piena occupazione (o comunque tasso di disoccupazione "naturale"), che, in quanto tali, sono interdipendenti (si rimanda per una discussione di tali interdipendenze al corso di macroeconomia o a quello di politica economica).

Per quanto riguarda l' equilibrio esterno, questo dipende dalla situazione del paese e dagli obiettivi complessivi della politica economica. Se gli investimenti all' estero sono più produttivi di quelli interni può essere giustificato un attivo della bilancia corrente, viceversa nel caso opposto. Un deficit della bilancia corrente può essere conveniente nella misura in cui il rendimento degli investimenti all' interno sia maggiore del costo di finanziamento esterno degli stessi e questo permetta di affrontare successivamente il servizio del debito. Può essere invece un problema per il paese nella misura in cui l' indebitamento renda arduo o eccessivamente costoso il servizio del debito e dipenda da una considerazione eccessivamente ottimistica o eccessivamente di breve periodo dei governanti. Un attivo della bilancia corrente invece può avere l' inconveniente che parte del risparmio nazionale serve a finanziare gli investimenti e l' occupazione altrove invece che all' interno. Può avere il vantaggio che in futuro il servizio del debito accresca il reddito disponibile dei residenti (a meno che i debitori non siano poi in grado di onorare gli impegni presi) e fornisca ai risparmiatori del paese una migliore suddivisione dei rischi. Quindi in definitiva l' obiettivo dell' equilibrio esterno può essere visto come quello di evitare eccessivi deficit od avanzi della bilancia corrente.

Origine del gold standard

In tutti i tempi l' oro è stato un mezzo di scambio e di conservazione dei valori nel tempo, data la sua scarsità e le sue proprietà di inalterabilità e capacità di suddivisione.

In tempi recenti il gold standard inizia nel Regno Unito nel 1821 in seguito ad un atto del parlamento del 1819. Durante gli anni settanta del secolo diciannovesimo tutti i principali stati avevano abbracciato il gold standard, di cui cuore e centro finanziario era la piazza di Londra, tenuto conto dell' importanza all' epoca dell' economia inglese. L' avere in campo internazionale una moneta sostanzialmente comune favorisce la globalizzazione caratteristica del periodo della "belle époque", 1870-1913.

L' equilibrio esterno sotto il gold standard

Il primo compito della politica economica del paese era di mantenere la convertibilità della valuta con l' oro. Per questo doveva avere riserve adeguate. Per cui occorreva evitare una fuoriuscita di oro. Anche un' eccessiva accumulazione poteva costituire una qualche preoccupazione se non altro per i riflessi inflazionistici (in quanto alla accumulazione dell' oro nei forzieri della Banca corrispondeva l' emissione di moneta cartacea convertibile in oro). Uno squilibrio della bilancia dei pagamenti veniva finanziato con trasferimenti di oro all' estero dalle riserve della Banca in caso di passivo o dall' estero verso la Banca nel caso di attivo. In pratica però nelle riserve delle Banche venivano ad essere detenute anche valute estere convertibili in oro (particolarmente sterline).

Durante il periodo del gold standard la Gran Bretagna manteneva un surplus della bilancia corrente particolarmente elevato (5,2% del PNL), mentre diversi paesi debitori andavano incontro a difficoltà nel servire il loro debito.

Il "Price-Specie-Flow Mechanism"

(Dove "specie" sta per moneta metallica.) Illustrato da Hume (1752): nel caso di uno squilibrio della bilancia dei pagamenti i flussi di oro che ne derivano tendono ad eliminarlo. Supponiamo infatti che la bilancia dei pagamenti sia in passivo: a questo corrisponde una fuoriuscita di oro, dato che i pagamenti all' estero sono maggiori dei pagamenti dall' estero. La riduzione della quantità di

moneta che ne consegue determina una riduzione dei prezzi del paese che ne ristabilisce la competitività e annulla il deficit. Il contrario nel caso di avanzo.

Le regole del gioco

Il comportamento delle banche centrali in linea di principio avrebbe dovuto facilitare il processo di aggiustamento. In caso di fuoriuscita di oro (o comunque di carta moneta convertibile in oro) la banca centrale sarebbe stata indotta ad effettuare operazioni sul mercato aperto vendendo titoli nazionali e provocando un aumento del tasso di interesse (quando aumenta la quantità di titoli offerti diminuisce il loro prezzo e quindi aumenta il rapporto fra rendimento e prezzo, cioè il tasso di interesse) che avrebbe potuto attirare capitali dall'estero, riducendo il deficit. Allo stesso tempo l'effetto immediato era di ridurre la quantità di moneta, con conseguente pressione al ribasso dei prezzi, il che poteva comunque migliorare la competitività. Nel caso di surplus avrebbe potuto essere indotta a convertire parte dell'afflusso di oro (che in quanto tale non rende interesse) in titoli che rendono un interesse (anche se il vantaggio di detenere oro può stare nel suo eventuale

Nella figura qui di sotto noi abbiamo due diverse posizioni della curva L, dipendenti da diversi livelli di reddito. La quantità di moneta è data e il tasso di cambio costante, come conseguenza della diversa distribuzione delle attività interne ed estere della Banca e, in particolare, di diversi livelli del debito pubblico detenuto sul mercato, che si estrinsecano in diversi livelli del premio di rischio e conseguente diversa posizione della curva nel grafico in alto. Supponiamo in particolare di effettuare una politica fiscale espansiva, per cui $Y^2 > Y^1$. Questo dovrebbe comportare una rivalutazione del cambio, in seguito all'aumento del tasso di interesse. Ma intanto l'espansione fiscale viene ad essere finanziata con una emissione di titoli di stato e quindi con un aumento del debito pubblico. Al contempo se la Banca vende moneta nazionale sul mercato dei cambi, mentre sterilizza tale operazione vendendo titoli di debito in modo da mantenere la quantità di moneta costante il premio di rischio che risulta dall'aumento del debito fa sì che il tasso di cambio resti costante (nel caso qui graficamente ipotizzato) anche in presenza di un aumentato livello del tasso di interesse.

apprezzamento in termini degli altri beni; ma in caso di importanti scoperte di giacimenti auriferi succede il contrario), aumentando la quantità di moneta in circolazione e provocando una riduzione del tasso di interesse e un aumento del livello dei prezzi, con effetti contrari. In realtà il problema si presentava soprattutto nel caso di fuoriuscita di riserve (anche per una qualche sopravvivenza dell'idea mercantilistica che la ricchezza di una nazione fosse costituita dalla quantità di oro e argento di cui disponeva), per cui era sui paesi in deficit che gravava soprattutto l'onere dell'aggiustamento, attraverso il perseguimento di politiche deflazionistiche a scapito del reddito e dell'occupazione. Tenuto conto della rigidità dei prezzi verso il basso e dei vincoli che poneva all'espansione monetaria, il gold standard aveva quindi un'inerente tendenza deflazionistica. In pratica poi, i paesi venivano anche a comportarsi in maniera non conforme al rafforzamento del meccanismo di aggiustamento individuato da Hume, mitigandone gli effetti sui prezzi e i livelli di attività, attraverso misure di sterilizzazione dei flussi monetari. In caso di deficit le banche centrali potevano essere indotte ad ovviare agli effetti deflazionistici della riduzione della base monetaria attraverso acquisto di attività e l'accrescimento della quantità di moneta, il contrario nel caso opposto di afflusso di valuta, al fine di ridurre le conseguenze inflazionistiche. Questo comportamento peraltro contribuiva ad incrementare gli squilibri invece di ridurli. Allo stesso tempo, per conservare le riserve auree, venivano posti dei vincoli all'esportazione di oro, compromettendo i fondamenti del meccanismo di adattamento.

I tentativi di ripristino del Gold Standard fra le due guerre

Durante la grande guerra il Gold Standard fu abbandonato e i governi belligeranti finanziarono le spese belliche con la creazione monetaria, con l'inevitabile conseguenza della crescita dei prezzi. Dopo la guerra il Gold Standard fu ripristinato negli USA nel 1919. In seguito, in una conferenza

internazionale tenuta a Genova nel 1922, cui parteciparono fra gli altri i principali paesi industrializzati, fu deciso di ritornare al sistema aureo, ma con un allargamento della sua base monetaria attraverso il principio che le riserve dei paesi minori avrebbero potuto essere formate, a differenza di quelle dei paesi maggiori, delle valute convertibili di questi ultimi (in pratica soprattutto la sterlina), si trattava quindi di una specie di Gold Exchange Standard. Il ritorno in Gran Bretagna nel 1925 alla parità aurea prebellica, nonostante l' aumento dei prezzi intervenuto nel frattempo (patrocinata da Winston Churchill allora cancelliere dello scacchiere, non la prima sciagurata idiozia di cui il grand' uomo si fosse fatto promotore), costrinse il paese a perseguire politiche deflattive con conseguente stagnazione economica ed elevati livelli di disoccupazione. D' altra parte le riserve auree inglesi erano insufficienti rispetto agli obblighi della sterlina di fungere da moneta di riserva. Venendo meno la sua credibilità dato lo stato della sua economia, i paesi le cui riserve erano detenute in sterline cominciarono a convertirle in oro, costringendo la Gran Bretagna a rinunciare alla convertibilità in oro della sterlina nel 1931. Anche gli altri paesi che avevano adottato il sistema aureo senza una congrua svalutazione subirono un destino analogo. Una delle cause della grande depressione degli anni trenta viene appunto attribuita al ripristino del sistema aureo in molti paesi. A questo fece riscontro la diffusione e intensificazione del nazionalismo economico e del protezionismo (inaugurato negli USA dal Smoot-Hawley Tariff Act del 1930) e la diffusione di politiche di svalutazione competitiva a danno dei partner commerciali (misure del tipo "beggar thy-neighbour"). Le difficoltà nei pagamenti internazionali portano a misure restrittive dei movimenti di capitale privati e lo stato di crisi e di disgregazione del sistema economico internazionale all' insolvenza di diversi paesi debitori, in particolar modo nell' America Latina. Il collasso della cooperazione e degli scambi economici internazionali ha costituito un potente veicolo di trasmissione e di intensificazione della Grande Depressione. Il ruolo che il ripristino del sistema aureo ha avuto nella Grande Depressione è testimoniato dalla maggiore contrazione del reddito e dell' occupazione nei paesi che, come la Svizzera, la Francia, il Belgio, l' Olanda, la Polonia mantennero più a lungo il sistema aureo (sino al 1936), rispetto ad altri (come il Regno Unito) che lo abbandonarono prima.

Il sistema di Bretton Woods

Nel 1944 a Bretton Woods fu disegnato il nuovo sistema monetario postbellico, come Gold Exchange Standard, fondato sulla convertibilità del dollaro in oro (diritto però riservato alle banche centrali) al tasso tradizionale di 35 dollari l' oncia e fu fondato il Fondo Monetario Internazionale (oltre alla Banca Mondiale, istituzione che al momento non ci interessa), cui i paesi fondatori conferivano quote in oro e valute proprie, deputato, anche attraverso la concessione di prestiti ai paesi in difficoltà, a facilitare il mantenimento del nuovo sistema, caratterizzato da parità fisse ma aggiustabili, in caso di squilibri fondamentali e con l' accordo del FMI. L' obiettivo dichiarato era anche di rendere le monete mutuamente convertibili nel più breve tempo possibile, in modo da facilitare la ripresa del commercio internazionale. Nel 1945 gli USA e il Canada dichiararono la convertibilità delle loro monete, ma questa dovette attendere la fine del 1958 nella maggior parte dei paesi europei e il 1964 nel caso del Giappone. Il sistema di Bretton Woods e la precoce convertibilità del dollaro ne fecero moneta internazionale, in base alla quale avvenivano gli scambi e che veniva detenuta come valuta di elezione da parte delle banche centrali. Nonostante la convertibilità rimanevano pesanti restrizioni ai movimenti di capitale privati, anche se l' intensificazione degli scambi permetteva di aggirarle (in particolare attraverso sovra e sottofatturazioni e il sistema dei "leads and lags", cioè dilazioni ed accelerazioni dei pagamenti), venendo a condizionare maggiormente la politica dei governi, facilitando la propagazione internazionale delle variazioni nei tassi di interesse (ad esempio, se in un paese il tasso di interesse, per motivi di politica interna, viene mantenuto abbastanza al di sotto di quello implicito nelle condizioni della parità, questo comporterà, qualora il dislivello compensi i relativi costi di transazione, una fuga dei capitali tramite i meccanismi sopra indicati, per arginare la quale le autorità di politica economica dovranno permettere un aumento dei tassi di interesse). Inoltre lo stato della bilancia corrente veniva osservato come indicativo di possibili squilibri fondamentali e

della necessità di variazioni delle parità, scatenando la speculazione internazionale e costringendo i paesi a svalutare o rivalutare a seconda dei casi. L' intensificazione delle crisi e l' elevato deficit della bilancia dei pagamenti americana porta il sistema al collasso agli inizi degli anni settanta.

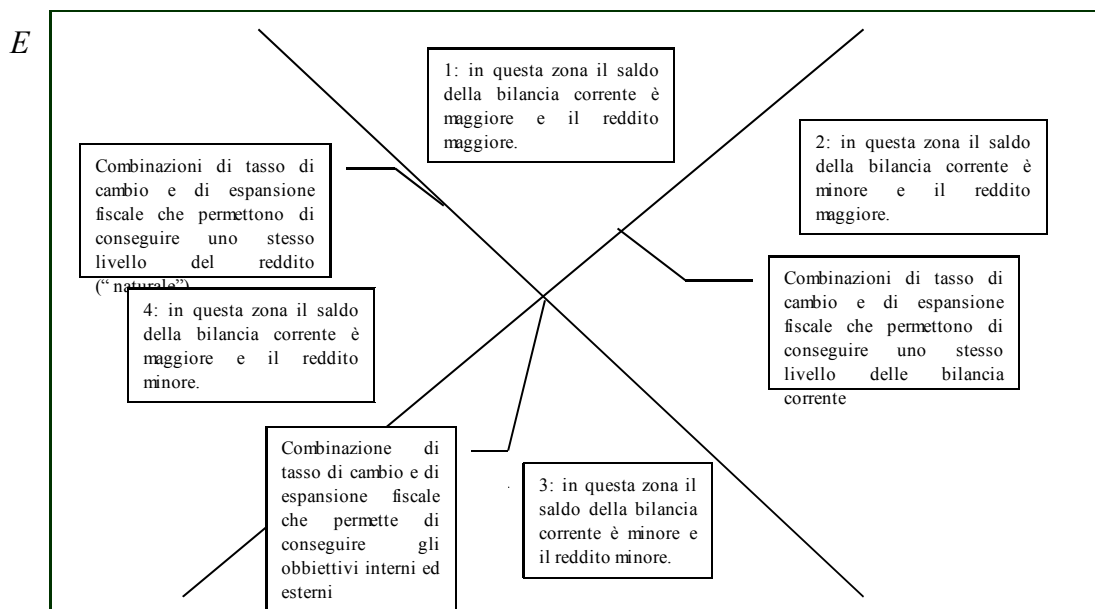
La politica economica nel sistema di Bretton Woods

Supponendo i prezzi esterni come dati e ipotizzando che ci si attenda che il tasso di cambio fisso resti tale, il tasso di interesse deve essere mantenuto uguale a quello internazionale, per cui (come abbiamo visto) il paese perde il controllo della sua politica monetaria (a meno dell' imperfetta sostituibilità delle attività, da cui qui possiamo prescindere). Rimane la politica fiscale unico strumento per due obiettivi: quello della stabilità interna e quello della stabilità esterna. Per quanto riguarda la stabilità interna la politica fiscale deve mantenere un livello di domanda aggregata uguale al reddito naturale. Nel breve periodo possiamo considerare i prezzi come dati, per cui anche il tasso di cambio reale è dato. Col variare della domanda aggregata varia anche il saldo della bilancia corrente. Può quindi darsi che nel breve periodo il livello della domanda aggregata che corrisponde al reddito naturale (stabilità interna) sia incompatibile con un livello della bilancia corrente soddisfacente (stabilità esterna). A quel punto le autorità di politica economica dovranno decidere quale obiettivo privilegiare e in che misura. Ad esempio, supponiamo che il livello della domanda aggregata di equilibrio generi un flusso di importazioni tale da rendere il passivo del saldo corrente eccessivo. Le autorità di politica economica dovranno decidere se convivere con tale saldo oppure comprimere la domanda globale al di sotto del livello di reddito desiderato generando così minor reddito e minore occupazione, ma anche minori importazioni. Nel lungo periodo potrebbe darsi che la contrazione della domanda porti a una riduzione del livello dei prezzi (ovvero, più realisticamente, una minore crescita dei prezzi interni di quelli esteri), così da generare una svalutazione reale della moneta che permetta un riaggiustamento della bilancia corrente senza comportare la permanenza del reddito e dell' occupazione al di sotto del livello "naturale". Nel breve peraltro abbiamo a che fare con una contrazione del reddito e dell' occupazione. Questa scelta peraltro può essere considerata come indesiderabile e improponibile alle forze politiche e sociali. In tal caso l' unica soluzione possibile, se si vuole ripristinare un saldo delle partite corrente soddisfacente evitando la deflazione è la svalutazione. Quindi di fronte ad una situazione del genere, subdorando la svalutazione, la speculazione internazionale è indotta a rivedere le proprie aspettative nel senso della svalutazione, che pertanto può precipitare in seguito ad una crisi valutaria che anticipa le possibili decisioni del governo, soprattutto se oltre che la bilancia corrente anche quella finanziaria è in passivo, provocando un' emorragia di riserve. Il contrario può avvenire nel caso opposto, anche se una situazione di un cronico avanzo delle partite correnti nonché della stessa bilancia dei pagamenti è più facilmente sostenibile nel tempo (soprattutto in una prospettiva mercantilista). Abbiamo peraltro visto che quello che può spaventare le autorità nel caso di cronico avanzo della bilancia dei pagamenti (come succedeva in passato con la Repubblica Federale Tedesca e il marco) era la prospettiva inflazionistica. Anche in tal caso le aspettative sarebbero potute mutare nel senso di una variazione della parità.

Equilibrio interno ed esterno e quattro zone di squilibrio

Le politiche che alterano il livello della domanda aggregata e del reddito senza alterare il tasso di cambio sono politiche che cambiano il livello della spesa, mentre quelle che comportano una variazione del tasso di cambio sono politiche che mutano la direzione della spesa, in quanto cambia la proporzione con cui la spesa è diretta all' esterno o all' interno. Il problema del primo tipo di politiche è, da un lato che richiedono un processo legislativo (a differenza di quelle monetarie) e dall' altro che non sono in grado di incidere indipendentemente su tutti e due gli obiettivi (in quanto le conseguenze sulla situazione della bilancia corrente è semplicemente un sottoprodotto del modo con cui si incide sul livello di attività). Per evitare le eventuali conseguenze negative dell' espansione fiscale sui conti con l' estero c' era una tendenza ad introdurre misure restrittive degli scambi internazionali, soprattutto nel settore dei trasferimenti di capitali perché in questa maniera si otteneva una qualche forma di autonomia della politica monetaria interna separando i tassi di interesse interni da quelli esterni, ma il cui successo era limitato e poneva dei costi aggiuntivi al

Grado di espansione fiscale (aumento di G o riduzione di T)



sistema degli scambi e dei pagamenti internazionali, con conseguenze negative in termini di efficienza rispetto a un contesto in cui tali costi aggiuntivi fossero stati assenti.⁴⁵

Il problema della bilancia dei pagamenti USA

Fintanto che il sistema di Bretton Woods reggeva e non c' erano dubbi sulla capacità degli Stati Uniti di far fronte all' obbligo della convertibilità aurea, non c' era motivo per le altre banche centrali di non tenere nelle proprie riserve attività in dollari piuttosto che oro, tenuto conto che le prime, a differenza del secondo, pagavano un interesse. In seguito però all' espandersi del deficit della bilancia dei pagamenti americana e al conseguente aumento della quantità di dollari che circolavano nel mondo al di là di quanto richiesto da un funzionamento non inflazionistico dell' espansione degli scambi internazionali, la fiducia nella convertibilità del dollaro comincia a venire meno e le banche estere (a cominciare da quella di Francia) cominciano a convertire sistematicamente i propri dollari in oro, rendendo evidente il venir meno di una seria garanzia di convertibilità. Nello stesso tempo il crescente deficit della bilancia dei pagamenti americana nel

⁴⁵ In quanto i costi di transazione limitativi delle transazioni internazionali insieme ai divieti comportavano la mancata effettuazione di scambi mutualmente vantaggiosi. D' altra parte il sistema di Bretton Woods prevedeva la liberalizzazione delle transazioni correnti, ma permetteva restrizioni e controlli sui movimenti di capitale.

corso degli anni sessanta sia per far fronte alle spese della guerra del Vietnam, sia in relazione all' ampliarsi della spesa sociale dell' amministrazione Lyndon Johnson, comporta, tramite i meccanismi che abbiamo visto a suo tempo, l' innescarsi di spinte inflazionistiche anche negli altri paesi. Alla fine tutto questo porta alla fine della convertibilità del dollaro in oro (e quindi del gold-exchange standard postbellico), dichiarata da Nixon il 15 agosto 1971 insieme all' introduzione di una imposta del 10% su tutte le importazioni. Dopo un tentativo di far rivivere il sistema nella forma di un dollar exchange standard, con gli accordi del dicembre 1971 allo Smithsonian Institute di Washington, previa rivalutazione delle altre valute e ritiro della tassa, il sistema dei cambi fissi (ma aggiustabili) nato a Bretton Woods fu definitivamente abbandonato nel marzo 1973. In precedenza le fondamenta del sistema erano già state smantellate nella determinazione nel 1968 di creare un doppio mercato per l' oro (uno ufficiale nelle transazioni fra banche centrali a 35 dollari l' oncia e uno privato libero, separati fra di loro), che faceva venire meno in pratica il vincolo che l' obbligo della convertibilità poneva alla possibilità di creazione di dollari. In definitiva, il ruolo di moneta di riserva del dollaro comportava non solo vantaggi, ma anche responsabilità e la necessità di vincolare la politica economica in vista del mantenimento del ruolo del dollaro come valuta di riserva, mantenendone il prestigio e la credibilità attraverso un allineamento delle quotazioni del mercato libero dell' oro a quello ufficiale (il che richiedeva una limitazione nell' emissione di dollari). Il sistema di Bretton Woods venne meno, sia per un problema intrinseco, illustrato da Triffin nel 1960, relativo alla contraddizione fra l' esigenza di assicurare il finanziamento dell' espansione del sistema degli scambi internazionali e la crescente erosione relativa delle riserve auree (anche dato che la crescita dell' estrazione dell' oro era inferiore allo sviluppo degli scambi internazionali)⁴⁶, sia per l' eccessiva crescita dei dollari in circolazione come conseguenza dell' eccessivo passivo della bilancia dei pagamenti americana.

Il meccanismo di trasmissione dell' inflazione

Se aumentano i prezzi esteri e il tasso di cambio è fisso si svaluta il cambio reale. Conseguentemente il saldo della bilancia corrente aumenta e la domanda interna, a parità di altre condizioni, pure. Nello stesso tempo c' è anche una spinta all' aumento dei prezzi dal lato dei costi in seguito all' aumento del prezzo in valuta nazionale dei prodotti importati. Questo porta alla tendenza all' aumento dei prezzi interni che tendono ad adeguarsi alla variazione di quelli internazionali. In caso di rivalutazione del cambio nominale questa può invece compensare l' aumento dei prezzi esteri mantenendo costante il tasso di cambio reale ed evitando spinte inflazionistiche sia dal lato della domanda che da quello dei costi. Se la Banca cerca di rallentare le spinte inflazionistiche sterilizzando le conseguenze monetarie dell' attivo della bilancia dei pagamenti senza effettuare una rivalutazione c' è una tendenza per il tasso di rendimento delle attività nella moneta del paese ad aumentare rispetto all' estero nella misura in cui l' aumento dei prezzi si traduce in una riduzione della quantità di moneta reale e in aumento del tasso di interesse. Questo fatto e le aspettative di rivalutazione della moneta comportano un aumento della domanda di moneta nazionale, con conseguente spinta alla rivalutazione, per resistere alle quali la banca dovrà comunque comprare moneta estera, aumentando quindi la quantità di moneta propria in circolazione, con effetti inflazionistici. Politica macroeconomica e il problema del coordinamento con tassi di cambio flessibili

Vantaggi di un sistema di cambi flessibili

1. Riconquista dell' autonomia della politica monetaria. Nel sistema di cambi fissi per cercare di riacquistare una certa autonomia della politica monetaria occorre porre dei vincoli alle transazioni con l' estero e alla libera convertibilità della moneta e questo penalizzava lo sviluppo degli scambi internazionali, anche come conseguenza dei maggiori costi di transazione (in particolare per domandare e ottenere le autorizzazioni per effettuare i

⁴⁶ Per ovviare questo l' oro avrebbe dovuto essere convertibile in dollari a un tasso crescente nel tempo, non mantenuto al corso di 35 dollari l' oncia. Ma questo avrebbe inserito un elemento di incertezza nel sistema e aumentato la propensione a detenere oro, avvantaggiando paesi nemici o comunque regimi non propriamente rispettabili, come l' Unione Sovietica o il Sud Africa.

pagamenti in valuta). Il tasso di interesse nel caso dei cambi flessibili può venire determinato tenendo conto degli obiettivi interni e non della necessità di mantenere il cambio. Nel caso che la politica economica voglia contrastare delle spinte inflazionistiche può tranquillamente provocare un innalzamento del tasso di interesse: la rivalutazione del cambio che ne consegue non può far altro che favorire il conseguimento dell'obiettivo. Il contrario invece nel caso si desideri con la politica monetaria provocare un aumento della domanda aggregata e dell'occupazione. Inoltre il paese può evitare di importare dall'estero deflazione o inflazione, basta che la politica monetaria produca un abbassamento progressivo o un innalzamento progressivo del tasso di cambio monetario, mantenendo il tasso di cambio reale al livello che assicura il conseguimento dell'obiettivo relativo all'andamento dei conti con l'estero (l'equilibrio esterno). Questo non richiede in via teorica alcun particolare intervento sul mercato dei cambi, dove sono le forze relative alla determinazione della domanda e offerta della propria moneta che determinano il tasso di cambio di equilibrio. Se questo nel breve devia da quello prescritto dai "fondamentali" (nel nostro contesto teorico i rapporti di cambio reale corrispondenti alla PPP) si generano comunque delle aspettative che tramite l'azione della speculazione lo rimettono in linea favorendo l'aggiustamento. Nel caso del regime di cambi fissi invece, prima che diventi inevitabile l'aggiustamento del cambio la speculazione ha tutto il tempo di profittare dell'obbligo delle Banche di difendere il tasso di cambio prescritto per scatenarsi ottenendo cospicui guadagni a spese dei paesi coinvolti.

2. Simmetria: non c'è più una moneta di riferimento in termini della quale il cambio deve essere determinato. Viene meno quindi l'asimmetria nei confronti del dollaro (la valuta di riserva). Quindi il dollaro può cambiare la sua parità nei confronti delle altre monete, mentre nel vecchio sistema era ancorato formalmente all'oro e toccava alle altre valute di alterare la parità nei confronti del dollaro. Per potere alterare la parità del dollaro, occorre che tutti gli altri paesi fossero disposti ad alterare la parità. Questo fu ottenuto dopo negoziati faticosi nel dicembre 1971 allo Smithsonian Institute di Washington, dove per poter avere una svalutazione del dollaro furono rivalutate le altre valute. Con la fluttuazione il dollaro riacquista la sua libertà, non è più formalmente il perno del sistema e non è più formalmente valuta ufficiale di riserva, con i relativi diritti di signoraggio, ma continua di fatto il suo ruolo predominante come valuta di riserva e di intermediazione degli scambi internazionali, con permanenza dei vantaggi in termini di signoraggio che ne derivano.
3. Anche senza interventi da parte della Banca le variazioni dei tassi di cambio agiscono come stabilizzatori automatici sulla situazione interna e su quella esterna. Se ad esempio a parità di circostanze (e in particolare a parità di aspettative circa il cambio di lungo periodo) varia la domanda estera questo comporta una variazione del livello di attività e quindi del tasso di interesse (data la quantità di moneta). La variazione del tasso di interesse determina una variazione del cambio tale da ammortizzare l'effetto della variazione della domanda estera sul livello di attività. Supponiamo ad esempio che la domanda estera diminuisca temporaneamente. Questo comporta uno spostamento della curva DD verso sinistra: per ogni livello di reddito il tasso di cambio che genera un livello della componente estera della domanda tale da comportare un livello della domanda aggregata uguale al livello del reddito aumenta. La riduzione del tasso di attività derivante dalla iniziale riduzione della domanda estera si traduce in una riduzione del tasso di interesse (ipotizzando che la quantità di moneta resti costante). La riduzione del tasso di interesse provoca una svalutazione (il punto di intersezione fra la DD, che si è spostata verso l'alto, e la AA, la cui posizione rimane invariata, si sposta a sinistra e verso l'alto). La svalutazione in parte compensa l'iniziale diminuzione della domanda estera. Le conseguenze sono meno gravi sul livello di attività che nel caso il tasso di cambio (e quindi il tasso di interesse) non possa variare e il peso dell'aggiustamento gravi interamente sulla contrazione della domanda, dato che, per mantenere il tasso di interesse allo stesso livello in presenza di un livello di attività più basso la Banca

dovrà ridurre la quantità di moneta in modo da lasciare il tasso di interesse costante (dovrà cioè far spostare verso sinistra anche la AA). Considerazioni analoghe possono essere fatte per il caso in cui la domanda estera aumenti. Si noti anche che i movimenti del tasso di cambio contribuiscono ad ovviare alle conseguenze sul conto corrente degli eventi ipotizzati. Ad esempio, nel caso di una riduzione della domanda estera, diminuisce il saldo della bilancia dei pagamenti correnti, la svalutazione del cambio nel caso di cambi flessibili contribuisce a compensare almeno in parte tale riduzione della domanda estera. Fino adesso abbiamo ipotizzato che il cambio atteso non muti e che la variazione intervenuta sia considerata come temporanea. Nel caso che la riduzione della domanda estera sia vista invece come permanente questo comporta un aumento del cambio reale (a questo proposito si rimanda alla parte del corso che tratta appunto del cambio reale). Nella misura in cui il livello dei prezzi interni non vari (in quanto determinato da fattori di natura monetaria), questo comporta una svalutazione permanente del cambio monetario e quindi un aumento del tasso di cambio atteso. Nel caso di cambi fluttuanti e di assenza di reazioni da parte della politica economica l' aumento del tasso di cambio atteso comporta una maggiore svalutazione del cambio al momento iniziale rispetto al caso in cui il tasso di cambio atteso rimanga invariato quando ci si aspetta che la variazione della domanda estera sia solo temporanea. Infatti, data la condizione della parità dei tassi di interesse, per compensare l' aspettativa di svalutazione futura si determina una svalutazione maggiore di prima per ogni livello del tasso di interesse. Quest' ultimo, data la quantità di moneta, è determinato dal livello del reddito nazionale. In altri termini la curva AA si sposta verso l' alto, provocando quindi una ulteriore svalutazione rispetto al caso in cui le aspettative di cambio siano stabili e quindi una minore contrazione del livello di attività, in quanto la maggiore svalutazione comporta una minore contrazione della domanda estera. Nel caso invece in cui il cambio deve rimanere stabile una aspettativa di svalutazione futura non può essere compensata che da un aumento del tasso di interesse. Se questo viene ottenuto tramite la politica monetaria ciò comporta una ulteriore riduzione del reddito e dell' occupazione. D' altra parte una espansione fiscale difficilmente sarebbe concepibile, in quanto violerebbe l' obiettivo esterno, tenuto conto della riduzione del saldo del conto corrente che è presumibilmente conseguenza della riduzione permanente della domanda internazionale. Nel sistema di Bretton Woods la situazione ipotizzata può essere vista come uno squilibrio fondamentale (data l' ipotizzata variazione permanente della domanda internazionale per i nostri prodotti) e quindi meritevole di una variazione della parità. Nel caso invece di cambi flessibili l' aggiustamento è lasciato al mercato e comporta, tramite la svalutazione del cambio nominale, una svalutazione del cambio reale, senza che, al fine di cercare di effettuare l' aggiustamento necessario del cambio reale, si debba agire cercando di contenere la dinamica dei prezzi tramite una contrazione della domanda aggregata.

Svantaggi di un sistema di cambi flessibili

1. La mancanza di disciplina derivante dalla necessità di difendere il cambio può indurre i governi a comportarsi in maniera inflazionistica per motivi elettorali o di breve periodo, diffondendo aspettative inflazionistiche e andando incontro ad un tasso di inflazione, incorporato, attraverso le aspettative, nel sistema di funzionamento del sistema economico, che non permette il mantenimento nel lungo periodo di tassi di attività superiori al livello naturale se non al prezzo di una accelerazione del processo inflazionistico il quale, al di là di un certo limite, comporta conseguenze economiche disastrose. Lo scendere dalla corsa di un' inflazione eccessiva comporta a sua volta la necessità di politiche economiche restrittive, con dolorosi effetti contrattivi sul livello di attività e di occupazione. La risposta è che, anche se il governo di un paese persegue questo tipo irresponsabile di politiche i cambi fluttuanti permettono agli altri paesi di isolarsi da tale comportamento e di perseguire comunque le politiche che ritengono più opportune.

2. Un altro problema può essere quello della possibilità che la speculazione destabilizzante possa indurre fluttuazioni nei cambi superiori a quelle giustificate dalla variazione dei fondamentali. Se per esempio c'è un movimento di svalutazione di una moneta in qualche misura giustificato, questo può creare l'aspettativa di svalutazioni ulteriori, al di là di quanto giustificato in una prospettiva di lungo periodo, e dar luogo ad una eccessiva spinta inflazionistica sull'economia del paese in questione (da dove ha origine la spinta inflazionistica?). Spesso i mercati in effetti si comportano in maniera gregaria, con amplificazione eccessiva dei movimenti, che nella fattispecie accrescono i rischi e i costi degli scambi internazionali. Una risposta è che gli speculatori gregari finiscono per rimetterci, in quanto i movimenti da essi amplificati nel lungo periodo non trovano giustificazione, e quindi vanno fuori mercato. Ma nel frattempo, quelli "più furbi" che capiscono quando è il momento di liquidare la loro posizione (al rialzo: "lunga") o al ribasso ("corta") ci guadagnano.⁴⁷ Anche nel caso dei cambi fissi del resto si verificano effetti di tipo analogo, costringendo un paese alle volte a svalutazioni che non sono economicamente giustificate dal punto di vista dei fondamentali, dopo un'eccessiva emorragia di riserve che arricchisce gli speculatori, i quali profittano di tassi di cambio per loro più favorevoli di quelli che poi si vengono a determinare.⁴⁸ Un'altra considerazione è che in regime di cambi flessibili i disturbi monetari interni (ad esempio processi di tipo inflazionistico) sono amplificati in quanto si traducono in alterazioni del cambio, a differenza che nel caso di cambi fissi. Una risposta può essere che tali disturbi possono essere più facilmente compensati dalle autorità monetarie dei disturbi reali, che hanno conseguenze maggiori, come abbiamo visto, nel caso di cambi fissi piuttosto che nel caso di cambi flessibili.
3. Ma l'obiezione più convincente è quella che abbiamo già considerato circa l'incremento dei costi e dei rischi delle transazioni internazionali che ne riduce l'ampiezza e conseguentemente i vantaggi che se ne ricavano. L'obiezione dei fautori dei cambi flessibili è che a ciò si può porre rimedio con l'espansione dei mercati a termine delle valute. Tale obiezione non è persuasiva sia perché le dimensioni e articolazioni di tali mercati soffrono comunque dei limiti e in secondo luogo perché tali tipi di transazioni comportano comunque dei costi, tanto maggiori quanto maggiori sono i rischi.
4. La mancanza di coordinamento delle politiche economiche che può determinarsi con i cambi flessibili può portare a perseguire politiche destabilizzanti di svalutazioni

⁴⁷ Uno speculatore che acquisisce una posizione "lunga" su una valuta prende a prestito dei fondi, li cambia nella valuta al tasso di cambio corrente con la prospettiva, una volta che la valuta si sia rivalutata, di fare il cambio contrario ottenendo una quantità di valuta superiore a quella inizialmente impiegata. Una volta restituito il debito e gli interessi la differenza costituisce il profitto dello speculatore. Uno speculatore che acquisisce una posizione "corta" accende un prestito nella valuta che pensa dovrà svalutare, la cambia nella valuta rispetto alla quale prevede che la svalutazione verrà ad essere determinata, e poi, dopo la svalutazione, effettua il cambio contrario restituendo il suo debito. La differenza fra quanto ottenuto dal cambio e il prestito originario più gli interessi costituisce il profitto dello speculatore. In pratica le operazioni possono essere più complesse e sofisticate, ma la logica è quella delle operazioni che abbiamo prospettato. E' evidente come la convenienza delle operazioni speculative dipende dai tassi di interesse (come?) e che comunque tali operazioni comportano dei rischi non indifferenti, tenuto conto che la loro convenienza dipende da eventi futuri che necessariamente sono imperfettamente previsti sia nelle dimensioni che nei tempi.

⁴⁸ Fra l'altro la speculazione è molto più facile e meno rischiosa nel caso di cambi fissi. Nel caso, abbastanza frequente, di un cambio difeso ad oltranza nonostante non corrisponda ai fondamentali (per esempio perché la politica economica non provvede in maniera adeguata ad arrestare l'emorragia valutaria derivante da un cambio sopravvalutato riducendo l'assorbimento tramite una politica fiscale restrittiva migliorando il saldo della bilancia corrente) gli speculatori hanno facile gioco a prevedere un aggiustamento del cambio di cui poter profittare.

competitive. L'obiezione è che le regole per poter svalutare nel sistema di Bretton Woods erano eccessivamente restrittive e complesse e inoltre il sistema era, come abbiamo visto, asimmetrico.

5. In realtà la proprietà del sistema di cambi flessibili di isolare il sistema dai disturbi esterni è in parte illusoria. Intanto al massimo l'isolamento può riguardare i disturbi di tipo monetario, ma non quelli di tipo reale. In secondo luogo le variazioni del tasso di cambio sono suscettibili di avere ripercussioni interne di cui le autorità di politica economica non possono disinteressarsi. Ad esempio, una svalutazione del cambio è suscettibile di comportare effetti di tipo inflazionistico accrescendo il prezzo delle importazioni e stimolando la domanda aggregata. Nella misura in cui questi effetti vengano recepiti nelle aspettative delle parti sociali sono suscettibili di innescare una spirale inflazionistica di cui ulteriori svalutazioni possono essere causa e conseguenza al tempo stesso. Il controllo che la Banca esercita sulla determinazione della quantità di moneta nominale non necessariamente si traduce in controllo della quantità reale, dato che questa dipende dall'evoluzione dei prezzi. Lo stesso dicasi, in un contesto inflazionistico, per quanto riguarda il tasso di interesse nominale e reale. In un contesto di prezzi viscosi inoltre variazioni nei tassi di cambio nominali sono suscettibili di avere effetti reali nel breve periodo. In definitiva le autorità di politica economica non possono fare a meno di preoccuparsi dell'andamento del cambio, anche in regime di cambi fluttuanti, senza conseguire i vantaggi per gli scambi internazionali che hanno i tassi di cambio fissi.

Interdipendenza macroeconomica in un regime di cambi flessibili

Fino adesso abbiamo evitato di considerare gli effetti economici della politica di un paese sugli altri paesi e, di rimpallo, sul paese medesimo. In altri termini, supponevamo che il paese fosse "piccolo". Adesso estendiamo l'analisi a un paese "grande" (come gli Stati Uniti). Se un paese effettua un'espansione monetaria, in un regime di cambi flessibili questo si traduce in una svalutazione del cambio e in un aumento del reddito. Ciò ha effetti ambigui sul resto del mondo. Da un lato la rivalutazione del cambio dei paesi partner, che è l'altra faccia della medaglia della svalutazione del primo, comporta effetti restrittivi, dall'altro l'accresciuto livello del reddito del paese che effettua una politica espansiva può comportare un aumento della domanda aggregata. Ma tenuto conto che aumenta, per ipotesi, il saldo delle partite correnti, questo implica che le nostre esportazioni aumentano più delle importazioni e quindi l'effetto netto sui nostri partner commerciali nel loro complesso è restrittivo. Se invece il paese effettua un'espansione fiscale permanente nel caso di un paese "piccolo" (cioè un paese la cui attività, per le sue dimensioni, non incide sulle ragioni di scambio) questa comporta una rivalutazione del cambio che compensa esattamente l'effetto espansivo dell'espansione fiscale, per cui l'effetto espansivo di quest'ultima si trasferisce completamente all'esterno (in quanto il reddito reale del paese converge al livello naturale si veda più sopra la figura 17.16 e la relativa discussione). A proposito degli effetti sul cambio di un'espansione fiscale occorre considerare che gli effetti sul cambio possono essere dipendenti dalle aspettative. Se queste ultime sono che l'espansione fiscale non si accompagnerà ad una successiva espansione monetaria (caso degli Stati Uniti sotto l'amministrazione Reagan, ad esempio) questa determina una rivalutazione del cambio. Se invece l'espansione fiscale avviene in un paese caratterizzato storicamente da scarsa disciplina finanziaria e tendenza verso politiche inflazionistiche, e da alti livelli di indebitamento pubblico, i mercati si aspetteranno che prima o poi avvenga una monetizzazione del debito (cioè il finanziamento del debito con creazione monetaria) con conseguente spinta inflazionistica e svalutazione del cambio. Nella misura in cui tale svalutazione sia anticipata un'espansione fiscale può risolversi in una svalutazione piuttosto che in una rivalutazione del cambio. Conseguentemente un'espansione anche solo fiscale può generare una immediata spinta inflazionistica. Per evitare quest'ultima e gli effetti immediati sul cambio in una situazione di recessione, in cui possa essere opportuna una reflazione della domanda aggregata, il governo di un paese di scarsa reputazione e con un problema di servizio del debito può trovare una via d'uscita nei controlli dei movimenti di capitale miranti ad isolare il tasso di interesse

interno dalle influenze esterne. Tali controlli peraltro comportano costi amministrativi e ostacoli agli scambi con l' estero, in particolare agli investimenti esteri, nonché possibilità di essere inquinati da favoritismi e corruzione. Su tali questioni si raccomanda la lettura dell' ottimo articolo di Barry Eichengreen, "Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly?" novembre 1998, http://business.baylor.edu/Tom_Kelly/Capital%20Controls.htm. Si notino altresì in questo contesto le pratiche limitazioni per la possibilità di esercitare una politica di bilancio anticiclica derivanti dall' esistenza di un elevato livello di indebitamento pubblico e da una cattiva reputazione relativamente alla capacità di mantenere la stabilità monetaria, come si è verificato per l' Italia ai tempi della Lira e come si evidenzia di questi tempi anche nell' ambito dell' area dell' Euro.

Complicazioni del mondo reale

La politica monetaria e quella fiscale in genere non sono separate ma muovono in direzioni simili; le aspettative sono riviste di momento in momento a seconda delle continue modificazioni dei dati rilevanti e degli umori degli agenti e non sono mai stabili e razionali come ipotizzate nel modello. Ma, e questa è la lezione del modello, non possono essere ignorate né semplicemente supposte come stazionarie.

Il sistema dei cambi flessibili in pratica

L' esperienza dei cambi fluttuanti dopo il 1973 permette di derivare alcune conclusioni circa il dibattito relativo ai vantaggi e agli svantaggi della fluttuazione.

La questione dell' autonomia della politica monetaria

L' esperienza ha mostrato che in presenza di cambi fluttuanti le varie economie hanno potuto perseguire politiche diverse caratterizzate da diversi tassi di inflazione. Tali diversi tassi di inflazione si sono accompagnati nel lungo periodo a tassi corrispondenti di svalutazione delle monete, validando in larga misura il PPP (cfr. fig. 9.4, p. 348 del testo). Nel breve periodo tuttavia le economie non sono state isolate dalle influenze delle politiche, sia monetarie che fiscali, perseguite nelle altre, conformemente all' analisi teorica sopra effettuata. Inoltre le banche centrali sono intervenute pesantemente nella determinazione dei tassi di cambio (in altri termini la fluttuazione è stata "sporca"), non potendosi disinteressare, in virtù degli effetti destabilizzanti di forti oscillazioni dei cambi nel breve periodo sui livelli di attività interni, sull' ordinato corso degli scambi internazionali, per la competitività internazionale e la stabilità monetaria. Una qualche tendenza al "benign neglect" è propria delle amministrazioni USA, anche tenuto conto delle dimensioni dell' economia americana e della più ridotta importanza della componente estera, oltre che dell' implicito diritto di signoraggio che deriva dall' essere il dollaro la principale moneta di riserva. Ma, dopo un periodo di disattenzione per l' andamento del dollaro e di attenzione concentrata sui riflessi interni delle politiche, anche gli USA sono stati costretti a preoccuparsi dell' andamento del dollaro e delle sue conseguenze, e a cambiare registro. Possiamo citare due casi a questo riguardo. Il primo è l' introduzione da parte del presidente della Riserva Federale Volcker alla fine del 1979 di un improvviso cambio nella politica monetaria in senso restrittivo al fine di combattere il deprezzamento del dollaro e il processo inflazionistico innescatosi durante gli anni settanta. Anche in seguito alla politica di espansione fiscale di Reagan si innescò quindi un processo di apprezzamento del dollaro, sia in termini nominali che reali, che portò a situazioni di sofferenza e a forti spinte protezionistiche, che non consentivano di ignorare ulteriormente le implicazioni esterne delle politiche economiche. Per ovviare alla minaccia nei confronti della liberalizzazione degli scambi internazionali, nella riunione dell' albergo Plaza di New York nel settembre '85 i rappresentanti di USA, Francia, Germania, Inghilterra e Giappone concordarono misure per ottenere un deprezzamento del dollaro, che puntualmente si verificò, sino al febbraio del '87 quando fu stipulato un accordo fra i membri del G7 in occasione della riunione del Louvre per arrestare l' ulteriore suo deprezzamento.

La questione della simmetria

La perdita di asimmetria in seguito alla caduta del sistema di Bretton Woods è stata più apparente che reale, tenuto conto del ruolo predominante del dollaro come valuta di riserva, nonostante l'ascesa dello yen e, da ultimo, dell'euro. Rimane quindi il problema della creazione di base monetaria necessaria per il finanziamento degli scambi internazionali, cui, sostanzialmente, provvede il deficit della bilancia dei pagamenti americana. La politica monetaria restrittiva iniziata da Volcker nel settembre del '79 ha avuto conseguenze deflattive sull'economia mondiale, innescando una recessione mondiale all'inizio degli anni ottanta, proprio come l'eccessivo deficit della bilancia dei pagamenti americana a cavallo fra gli anni sessanta e settanta, nell'ultima fase del sistema di Bretton Woods, aveva innescato spinte inflazionistiche che avevano costituito il retroterra propizio per l'azione dei paesi OPEC nel determinare il primo shock petrolifero.

Il tasso di cambio come stabilizzatore automatico

Tenuto conto degli shock e delle dislocazioni nei prezzi relativi nel corso degli anni settanta e i relativi aggiustamenti settoriali nella produzione e nell'occupazione difficilmente un sistema di cambi fissi sarebbe stato in grado di sopravvivere. D'altra parte, anche se il sistema di cambi flessibili poneva dei costi addizionali agli scambi, evitava le spinte al controllo dei cambi, con riferimento in particolare al controllo dei movimenti dei capitali, che, in un contesto di cambi fissi possono essere introdotti per ottenere un minimo di autonomia per la politica monetaria e alleggerire il peso dell'aggiustamento in caso di squilibri della bilancia dei pagamenti e di spinte speculative contro la moneta. Quindi al sistema dei cambi flessibili fa da contraltare una liberalizzazione degli scambi e dei trasferimenti di capitale, che favorisce l'internazionalizzazione ("globalizzazione") dell'economia mondiale. Sorgono nuovi paesi esportatori e cambiano profondamente i vantaggi comparati di quelli vecchi, creando la necessità di dislocazioni settoriali. Questo tipo di processo avrebbe comportato maggiori difficoltà in un regime di cambi fissi; tuttavia, se il cambiamento dei tassi di cambio può attenuare le conseguenze macroeconomiche di tali cambiamenti, può difficilmente presentare una soluzione alle dislocazioni settoriali, indotte, fra l'altro, anche dalla rapida evoluzione della tecnologia negli ultimi decenni. Nel caso gli shock siano temporanei la necessità di una dislocazione produttiva che deriva da questi e che trova immediato riscontro in una variazione del cambio può essere dannosa, in quanto ogni dislocazione è costosa. Per cui in tal caso può essere conveniente impedire una variazione repentina del cambio reale, non giustificata nel lungo periodo, difendendo la parità. Se invece lo shock implica la necessità di un adattamento del cambio reale nel lungo periodo ogni difesa del cambio può essere futile e dispendiosa. Il problema è che non sempre è chiaro quali shock siano di breve e quali di lungo.

La questione della disciplina e della destabilizzazione speculativa del cambio

Anche su questo il discorso è complesso. La disciplina imposta alla politica economica dal sistema dei cambi fissi (impedendo in quanto tale politiche monetarie inflazionistiche incompatibili col mantenimento della parità) non impedì all'amministrazione di Lyndon Johnson e a quella di Nixon di effettuare una politica inflazionistica incompatibile con la stabilità del sistema. D'altra parte erano in grado di farlo, data la natura specifica della valuta americana come valuta di riserva, anche se alla lunga ciò ha comportato la caduta del sistema di Bretton Woods. Gli accordi di cambio in cui si è trovata l'economia italiana forse hanno contribuito a porre vincoli alla sua politica economica, ma non hanno impedito che in varie occasioni le politiche economiche perseguite fossero incompatibili con gli accordi di cambio medesimi, con la conseguente ineluttabile fuoriuscita, previa crisi speculativa, con disastrose conseguenze per le riserve e la credibilità del paese (come nell'estate del novantadue). D'altra parte con l'enorme aumento della liquidità internazionale, molto al di là di quello delle riserve delle banche centrali, anche in un contesto di accordi di cambio è difficile poter resistere ad attacchi speculativi, soprattutto se l'attacco è giustificato dalle politiche perseguite che si percepisce non siano alla lunga sostenibili.

Con la flessibilità del cambio i tassi di cambio sono variati in maniera continua e in senso alterno nel breve periodo, sulla base delle mutevoli aspettative del mercato, come del resto succede a tutti i mercati finanziari, altamente flessibili e normalmente fluttuanti. Ma sulla base dell'esperienza non

si evince che la speculazione abbia portato i paesi a deviare nel lungo periodo dai tassi di cambio giustificati dai fondamentali. I circoli viziosi inflazione-svalutazione-inflazione-svalutazione evidentemente sono favoriti dal cambio flessibile, ma, sotto qualsiasi regime, dipendono dalle politiche economiche perseguite piuttosto che essere prodotti da movimenti autonomi dei cambi.

Conseguenze sul commercio e gli investimenti internazionali

Il commercio ha continuato ad espandersi anche in presenza di cambi fluttuanti e si è giovato della conseguente grande espansione (prevista dalla teoria, oltre che semplicemente dal buon senso) dei mercati valutari a termine. Gli investimenti si sono grandemente giovati della riduzione dei vincoli ai movimenti di capitale conseguente all' introduzione di cambi flessibili. In particolar modo è aumentata l' attività delle multinazionali la cui diversificazione territoriale potrebbe essere stata una risposta alla maggiore incertezza del regime dei cambi, oltre che alla relativa stagnazione della liberalizzazione del commercio negli anni settanta ed ottanta.

La questione del coordinamento

Vi sono stati episodi in cui i paesi sono andati per proprio conto e altri (come nel caso dell' accordo del Plaza nell' 85) in cui hanno cercato di coordinarsi. In realtà la questione del coordinamento riguarda la volontà politica, piuttosto che la natura del sistema dei cambi.

Possibilità pratica di ritornare ad operare in regime di cambi fissi

L' entità della liquidità internazionale e la possibilità che ingenti movimenti speculativi possano in ogni momento destabilizzare i cambi, magari in seguito a disturbanze temporanee, anche senza che i dati di fondo lo giustifichino, ma ancora di più se in qualche modo i dati di fondo lo giustificano, comportano che sia difficilmente concepibile un rinnovato sistema di cambi fissi, a meno, forse, che questo si accompagni ad accresciuti controlli sui movimenti di capitale. Il ritorno a cambi fissi sembra quindi poco probabile. L' alternativa pratica a un sistema mondiale di cambi flessibili pare in definitiva essere alla lunga solo quella di unioni monetarie come quella dell' euro. Comunque, come si può desumere dalle vicende passate, occorre sottolineare i possibili vantaggi di un coordinamento fra le politiche economiche e valutarie, qualunque sia il sistema monetario internazionale adottato. Questo ce lo può far supporre il quadro concettuale del dilemma del prigioniero (adattandolo alla situazione specifica): coordinarsi può essere meglio che procedere ognuno indipendentemente per la sua strada.

La strada per l' euro

La tendenza all' instabilità nei cambi durante gli anni settanta, a cominciare dalla svalutazione del franco e rivalutazione del marco nel 1969, comportava dei problemi per la costruzione europea e in primo luogo per la PAC (Politica Agricola Comunitaria), dato che in presenza di riallineamenti dei cambi la determinazione comune dei prezzi agricoli avrebbe potuto comportare forti divergenze nei redditi agricoli. Ad esempio, se i prezzi fossero stati calcolati ai tassi di cambio correnti, un paese (la Germania) che rivalutava la propria moneta avrebbe visto ridursi il prezzo di sostegno delle derrate agricole nella propria valuta e viceversa per un paese che svalutava (la Francia), alterando corrispondentemente i redditi degli agricoltori. Per evitare questo furono introdotti degli appositi tassi di cambio "verdi" che venivano adeguati solo con ritardo alle variazioni dei tassi di cambio. La conseguenza era che veniva meno l' unità del mercato comune, dato che, per evitare operazioni di arbitraggio derivanti dalla differenza dei prezzi di sostegno nelle varie valute, calcolati ai tassi di cambio correnti, i prodotti agricoli venivano sottoposti alla frontiera degli stati al pagamento di imposte e sussidi. Tanto maggiore era l' instabilità fra le monete e la necessità di adeguamenti dei tassi di cambio tanto maggiori i problemi. Inoltre la prospettiva di un' effettiva unificazione economica europea poteva realizzarsi in definitiva solo eliminando l' instabilità fra i cambi delle monete europee. Conseguentemente, sin dal 1969, con la conferenza dell' Aia, si propone il traguardo ultimo di un' unificazione monetaria. Nel frattempo si reagisce all' instabilità dei primi anni settanta e alla caduta del sistema di Bretton Woods cercando di stipulare accordi di cambio che limitino le oscillazioni delle monete europee. Prima si crea, nel 1972, il serpente (l' accordo per limitare le oscillazioni dei cambi delle valute europee dei sei membri, più i quattro candidati membri, UK, Norvegia, Irlanda e Danimarca, entro il 2,25% fra la moneta più forte e quella più

debole, 6% per quanto riguarda l'Italia) dentro il tunnel (l'accordo per limitare la fluttuazione delle monete europee a $\pm 2,25\%$ della parità col dollaro; si ricordi che fino al 1973 siamo nel dollar Exchange standard). Il tunnel (il dollar Exchange standard) è di breve durata, il serpente si accorcia sempre di più nel corso degli anni settanta. Alle complicazioni (per la PAC) e all'instabilità che segue si reagisce proponendo nel 1979 un ritorno alla politica di unificazione monetaria europea e nasce l'EMS (*European Monetary System*). Questo comprendeva la creazione di una moneta di conto (ECU), costituita da un paniere di monete europee, nei confronti del quale la parità di ogni singola moneta veniva stabilita e da un accordo di cambio (ERM: *Exchange Rate Mechanism*) che limitava (al 2,5% o il 6%, per l'Italia, in più o meno rispetto la parità centrale) la fluttuazione fra le valute europee di otto paesi (la Gran Bretagna rimaneva fuori sino al 1990), nonostante all'epoca la divergenza fra le politiche economiche dei paesi interessati e dei relativi tassi di inflazione (dal 2,7% in Germania al 12,1% in Italia) fosse notevole. L'accordo di cambio resse, nonostante gli sfavorevoli auspici, in virtù della collaborazione fra le banche centrali, l'armonizzazione delle politiche economiche e persistenti controlli sui movimenti di capitale (in particolare in Italia e in Francia, notevolmente attenuati dopo il 1987 e aboliti nel 1990), sia pur con diversi riallineamenti e successive svalutazioni delle altre monete nei confronti del marco, e si estese ad altri tre paesi (Gran Bretagna, Spagna e Portogallo), sopravvivendo sino al 1993, pur subendo una grave crisi nell'estate del '92, in cui vennero riallineati i cambi in seguito ad inarrestabili attacchi speculativi, venendo in seguito trasformato allargando notevolmente i margini di fluttuazione (15% in più o meno). In seguito all'accordo di cambio, che comportava in pratica la dominanza come termine di riferimento del paese "più virtuoso", caratterizzato da minore inflazione, verso cui gli altri paesi dovevano convergere (nella fattispecie la Germania), vi fu in effetti un processo di riduzione dei tassi di inflazione, che convergettero negli anni verso il più basso tasso tedesco (fig. 10.2, pag. 373 del testo). Col trattato di Maastricht (1992) si decise di proseguire con il disegno di un'unificazione monetaria europea e se ne stabilirono le tappe e le condizioni.

La teoria delle aree monetarie ottimali

I vantaggi dell'aderire ad un'unione monetaria o semplicemente di fissare permanentemente il tasso di cambio con un'altra moneta dipendono dal grado di integrazione economica. Tanto maggiore è l'integrazione, sia per quanto riguarda le transazioni correnti che quelle in conto capitale (cioè tanto maggiore è l'importanza relativa degli scambi con gli altri paesi dell'area), tanto maggiori sono i vantaggi che derivano dall'abolizione dell'incertezza relativa all'andamento dei tassi di cambio, dalla maggiore semplicità del calcolo dei costi e dei ricavi, dall'eliminazione dei costi di transazione. I vantaggi sono tanto maggiori quanto maggiore è la stabilità della moneta cui viene ancorato il cambio o che si recepisce, in termini di capacità della moneta di svolgere le proprie funzioni di intermediario degli scambi, misura dei valori, mezzo del trasferimento dei valori nel tempo. Nel caso del mantenimento di una moneta distinta i vantaggi possono essere ridotti se c'è scetticismo circa le capacità del paese di mantenere la parità (come abbiamo visto precedentemente).

I costi consistono prima di tutto nella perdita dell'uso autonomo del tasso di cambio come strumento di politica economica e nella perdita del controllo della politica monetaria (in quanto in caso di fissazione del tasso di cambio la politica monetaria è vincolata al mantenimento della parità dei tassi di interesse che condiziona il mantenimento del tasso di cambio o, in caso di unione monetaria è demandata alla banca centrale comune: la Banca Centrale Europea, nel caso dell'Euro). In caso di uno shock reale, che determina uno spostamento della DD, nel caso di cambi flessibili opera una sorta di stabilizzatore automatico, per cui si determinano movimenti compensativi del tasso di cambio, anche senza variare la politica monetaria (intesa come variazione della quantità di moneta): si veda la figura 17.11 che abbiamo qui sotto riprodotta, dove uno spostamento verso destra della DD si accompagna ad una rivalutazione del cambio che ne limita gli effetti inflazionistici. Nel caso invece di cambi fissi, il mantenimento del tasso di interesse corrispondente alla parità comporta un aggravamento, rispetto al caso precedente, dello shock reale (come si può vedere considerando nel grafico gli spostamenti della AA necessari per il

mantenimento del tasso di cambio; nel caso di moneta unica, il tasso di interesse è comunque determinato dall'azione della Banca Centrale dell'area). Si noti infatti che il mantenimento di un tasso di cambio fisso comporta comunque aggiustamenti automatici della quantità di moneta necessari per mantenere il tasso di interesse corrispondente alla parità (nel caso il tasso di interesse sia maggiore, c'è un afflusso di valuta estera che comporta una corrispondente creazione di base monetaria interna che lo fa ridurre; nel caso sia inferiore, un deflusso di valuta che comporta una corrispondente riduzione di base monetaria interna, operando quindi nel senso contrario). In caso di shock deflazionistico l'unica maniera di svalutare il cambio reale è la deflazione dei prezzi interni (ovverossia in pratica una più ridotta crescita dei prezzi interni rispetto a quelli internazionali) che può essere indotta comprimendo la domanda interna in modo da mantenere un tasso di disoccupazione inferiore a quello naturale, con costi notevoli in termini di occupazione e di reddito (tanto maggiori tanto maggiori sono le rigidità interne dei mercati del lavoro e dei prodotti).

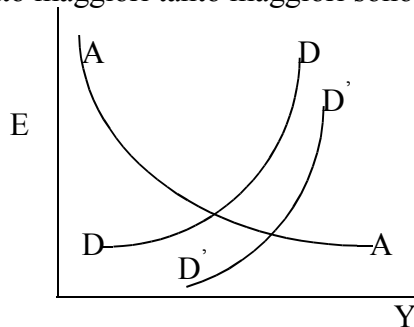


Fig. 17.11

In compenso in caso di cambi fissi ogni shock di tipo monetario viene neutralizzato, come abbiamo visto, attraverso corrispondenti variazioni delle riserve, come richiesto dal mantenimento della parità.

Nel caso di un paese che è ben integrato nel mercato dell'Eurozona (per cui la domanda o l'offerta dei prodotti dagli altri paesi dell'Eurozona è relativamente elastica rispetto ai prezzi nazionali) uno shock reale può essere attenuato dalla possibilità di variare l'offerta verso, o la domanda dai, paesi dell'Eurozona, incrementando gli effetti che le variazioni di prezzo correttive di shock reali (per esempio una riduzione o un aumento di una delle componenti autonome della domanda aggregata) possono avere sul livello di attività. Anche il sacrificio in termini di stabilità che il paese può fare ancorando la propria moneta all'euro è minore, nella misura in cui i beni importati dall'area dell'euro costituiscano una parte importante di quelli verso cui si dirige la spesa salariale. In tal caso infatti qualora i cambi fossero flessibili una svalutazione darebbe immediatamente luogo a una spinta salariale per compensare il più ridotto potere di acquisto dei lavoratori, riducendo grandemente o annullando i suoi effetti sulla domanda aggregata. Se poi anche i mercati del lavoro fossero integrati (come nel caso degli Stati Uniti) shock deflazionistici a livello locale potrebbero trovare compensazione nei processi migratori (che sono invece molto più limitati a livello della Eurozona).

A parità di livello di integrazione dei mercati peraltro le perdite derivanti in caso di area monetaria comune dalla mancanza della possibilità di usare gli strumenti della politica monetaria e della variabilità del cambio per far fronte agli shock di tipo reale sono maggiori tanto maggiori gli shock e quindi la convenienza di avere tassi di cambio fissi è inferiore. Questa considerazione può contribuire a spiegare come mai in un contesto di instabilità e di successivi shock reali come quello degli anni settanta il sistema di Bretton Woods sia stato abbandonato.

Chiaramente comunque, tanto più integrati sono i paesi e tanto maggiori sono gli scambi in proporzione al GNP con gli altri paesi dell'area, tanto maggiore è la convenienza di entrare in un accordo di cambio o addirittura di creare una moneta unica. Un'area in cui i vantaggi di un'unificazione monetaria superano gli svantaggi è un'area monetaria ottimale. Nello stesso tempo, a parità di altre circostanze, la convenienza ad entrare in un'unione monetaria è tanto minore quanto più varia è la struttura economica dei paesi dell'area e quanto più asimmetriche sono le

conseguenze degli shock, reali o monetari, sui vari paesi dell' area, richiedendo interventi differenziati di politica economica.

Ma l' UE è un' area monetaria ottimale?

Non è detto che lo sia, né che non lo sia (come sicuramente non sarebbe un' area monetaria ottimale un' unione monetaria fra UE e USA o fra USA e Giappone), tenuto conto della rilevante quota del commercio intracomunitario nel GDP (fra il 10 e il 20% circa considerando la media delle importazioni ed esportazioni, cui fa riscontro, ad esempio, una quota circa del 2% del GDP USA come media delle esportazioni e delle importazioni per e dall' UE), ma anche della relativa eterogeneità delle economie europee.

Peraltro l' introduzione dell' euro ha prodotto un' espansione del commercio intracomunitario e, in particolare, dell' integrazione del mercato dei capitali. La differenza fra il caso degli Stati Uniti (che sicuramente è un' area monetaria ottimale) e quello dell' UE sta nella molto minore mobilità della forza lavoro. Negli Stati Uniti la mobilità della forza lavoro comporta che differenze nella domanda relativa di lavoro vengono ad essere eliminate attraverso tale mobilità, più che tradursi in livelli salariali o di disoccupazione notevolmente diversi fra le varie aree del paese. In Europa le divergenze in termini salariali ed occupazionali sono notevoli ed hanno tendenza a permanere. I trasferimenti a vantaggio delle aree depresse sono molto inferiori a quelli impliciti nel meccanismo della spesa federale (in particolare di quella sociale) negli USA, tenuto conto della dimensione molto più modesta del bilancio comunitario rispetto a quello federale americano. Se uno shock avverso colpisce un paese in Europa, questo non si riflette né in mobilità né in una adeguata riduzione dei costi salariali e può essere aggravato, invece che attenuato, dalla mobilità dei capitali che possono essere indotti a trovare un migliore tasso di rendimento altrove. Misure tipo l' introduzione di un capitolo sociale o di stringenti norme ambientali nella legislazione europea potrebbero aggravare il problema diminuendo la possibilità dei paesi e delle aree a maggiormente arretrate di poter competere compensando la minore produttività con un minore costo orario del lavoro ed una minore attenzione per i riflessi ambientali locali delle attività produttive. Detto questo occorre peraltro rilevare che è dubbio che i singoli stati nazionali, soprattutto quelli a struttura dualistica, come l' Italia e la Germania, possano essere essi medesimi aree monetarie ottimali, anche tenuto conto della mobilità del lavoro all' interno di essi molto inferiore che negli Stati Uniti (negli anni novanta la mobilità annuale interregionale negli USA era del 3,1% della popolazione, quella in Germania dell' 1,1% e in Italia solo dello 0,5%).⁴⁹ A questo va aggiunta la considerazione che per i paesi istituzionalmente più deboli come l' Italia l' euro può costituire una forza, in quanto elimina il premio di rischio addizionale di prendere a prestito capitali rispetto al caso di moneta propria caratterizzata da maggiore instabilità e minore affidabilità e al contempo, attraverso i cosiddetti criteri di Maastricht, se effettivamente venissero fatti rispettare, riduce la possibilità di effettuare politiche di breve periodo incompatibili con la stabilità monetaria e ingiustificabili in una visione di lungo periodo. Questo perlomeno in teoria. In pratica i criteri sono stati ampiamente violati (in particolare nel 2003 e 2004) anche da parte dei paesi che se erano fatti ardenti promotori, come la Germania, cosa di cui poi ci si è pentiti amaramente quando è scoppiata la crisi del debito di alcuni paesi dell' area Euro. Si consideri infine che buona parte dei problemi di arretratezza e disoccupazione in Europa a livello regionale sono problemi di natura strutturale che difficilmente possono trovare soluzione, a differenza di shock temporanei, con misure di natura monetaria. Misure che favoriscono la mobilità del lavoro e la riduzione del costo del lavoro nelle aree arretrate sono sicuramente più efficaci, anche tenuto conto del fatto che la forte integrazione del mercato dei capitali può determinare una tendenza di questi a trasferirsi nelle aree dove il costo del lavoro è inferiore, qualora sia inferiore abbastanza da compensare il differenziale di produttività,

⁴⁹ Cf. la tab. 10.2 a p. 392 del testo. La minore mobilità intraregionale in Italia potrebbe essere messa in relazione con gli ostacoli derivanti dal regime vincolistico dei fitti e dagli elevati costi di transazione nei passaggi di proprietà delle abitazioni, oltre che delle particolari caratteristiche della spesa sociale (i genitori in pensione sono in grado di mantenere o se non altro aiutare a lungo i figli conviventi "bamboccioni", dato il livello particolarmente elevato della spesa pensionistica).

contribuendo in tal modo a correggere gli squilibri.⁵⁰ L'illusione monetaria che permette di espandere l'occupazione con politiche inflazionistiche, come tanto spesso è successo in Italia, è un'illusione che alla lunga diventa di breve respiro, nella misura in cui le aspettative si adeguino al diverso contesto anticipando nel comportamento degli agenti i processi inflazionistici, aggravandoli. Infine va considerato che la capacità dell'euro di competere con il dollaro come moneta internazionale può comportare qualche beneficio all'insieme dell'area in termini di signoraggio e di afflusso di capitali.

IL MERCATO INTERNAZIONALE DEI CAPITALI

Il motivo della diversificazione dei rischi

Nei mercati dei capitali vengono scambiate attività che si differenziano non solo per i rendimenti attesi, ma anche per i rischi (cioè la variabilità dei loro rendimenti), oltre che sotto il profilo della liquidità, cioè dell'attitudine ad essere trasformate facilmente e senza perdita in moneta, e di quello dei costi di transizione relativi all'acquisto e alla gestione. In genere c'è una compensazione fra rischi e rendimenti: per giustificare l'assunzione di maggiori rischi si richiedono maggiori rendimenti attesi. In altri termini nel mondo prevale l'avversione al rischio: a parità di rendimenti attesi si preferiscono per lo più attività la cui variabilità del rendimento è minore. Questo tipo di comportamento ha un fondamento profondo nella consapevolezza che una certa probabilità di dovere ridurre il proprio bilancio quando le cose vanno male non è compensata da una stessa probabilità di incrementarlo nella stessa misura quando le cose vanno bene in quanto la perdita di benessere che deriva dal primo evento è maggiore dell'aumento di benessere che il secondo procura. Quando siamo ricchi un aumento di reddito di una certa entità fa meno differenza per il nostro benessere che un uguale aumento (o una uguale perdita) quando siamo poveri. In altri termini, dietro l'avversione al rischio c'è la considerazione che l'utilità marginale del reddito (o della ricchezza) è decrescente. Da questa semplice constatazione derivano conseguenze rilevanti. Intanto l'attitudine verso il rischio delle persone varia. Anche in presenza di avversione al rischio il premio di rischio che si richiede in termini di accresciuti rendimenti di attività maggiormente rischiose varia a seconda degli individui. Ciò comporta l'interesse a stipulare contratti per cui chi è maggiormente avverso al rischio trasferisce parte di esso a chi lo è di meno, dietro pagamento di un compenso. In secondo luogo attraverso la scelta della composizione del proprio portafoglio (cioè del proprio patrimonio) è possibile ridurre il rischio complessivo al di sotto della media dei rischi delle singole attività che lo compongono. Infatti, nella misura in cui i rendimenti delle varie attività non siano correlati, o quantomeno siano solo imperfettamente correlati, la variabilità dei rendimenti tende a compensarsi: se si verifica un evento che comporta, poniamo, una riduzione di un elemento patrimoniale, questo non determina in genere la stessa conseguenza sulle altre attività, i cui rendimenti compensano in parte o in tutto i mancati rendimenti del primo, in quanto dipendenti da eventi diversi, con il primo non correlati o solo imperfettamente correlati. In altri termini vale il principio corrispondente all'antico detto che non conviene mettere tutte le uova nello stesso paniere. Ma in quanti panieri converrà suddividere le uova? Evidentemente non in una quantità eccessiva, perché ogni paniere in più comporta un maggiore costo di acquisto e un maggior costo di gestione di ognuno di essi (aumentano i costi di transazione).

Da quanto abbiamo detto deriva che anche in presenza di una violazione della parità dei tassi di interesse vi può essere una domanda per le attività nella valuta che rende di meno. Questo per due motivi: il primo è che il minore rendimento di quest'ultima può derivare da un minore premio di rischio, nella misura in cui il tasso di rendimento degli impieghi in tale valuta sia percepito come di

⁵⁰ Quando si parla di costo del lavoro occorre distinguere fra il costo di un'ora di lavoro dal costo del lavoro per unità di prodotto. Quest'ultimo, che dipende sia dal costo orario del lavoro che dalla sua produttività, e non il primo è quello rilevante per determinare le decisioni di localizzazione delle imprese. Va comunque ricordato che il costo diretto del lavoro non è che una componente dei costi e in molti casi neppure la più rilevante (nell'ambito dell'industria automobilistica ad esempio il costo del lavoro viene riportato come ammontante a circa il 7% dei costi complessivi).

più ridotta variabilità. In secondo luogo perché la percezione della rischiosità dei vari impieghi varia da soggetto a soggetto, è un dato soggettivo, in quanto si riferisce al futuro e l'esperienza del passato fornisce solo una guida imperfetta circa le prospettive future. In terzo luogo perché agli agenti conviene comunque tenere nel proprio portafoglio attività in valute diverse, in modo da ridurre la variabilità del portafoglio associata alla variabilità dei rendimenti degli impieghi nelle singole valute, profittando al contempo del maggiore rendimento delle attività nelle valute più rischiose. In sintesi, conviene differenziare. Semplificando al massimo, in un mondo composto di due soli paesi A e B converrà ai residenti di A detenere parte del portafoglio nella valuta del paese B, e viceversa per i residenti del paese B per quanto riguarda la valuta del paese A. In tal caso le oscillazioni del valore del portafoglio associate alla variabilità del tasso di cambio della valuta di A con quella di B potranno essere ridotte o anche del tutto eliminate nel caso ognuno possa tenere senza costi aggiuntivi metà del valore del portafoglio nella valuta dell'altro paese. Considerazioni di questo tipo servono a capire aspetti fondamentali del commercio internazionale delle attività, cioè del mercato internazionale dei capitali. Accanto a queste circostanze sta, fra l'altro, anche il fatto che nel mercato dei capitali (sia esso interno o internazionale) si incontrano gli interessi di chi vuole prendere a prestito risorse adesso, per restituirle maggiorate in futuro--tenuto conto che il loro rendimento previsto per chi prende a prestito è maggiore del costo delle stesse in termini del corrispettivo (interessi o dividendi) da pagare, o che in tal modo si determina una più soddisfacente distribuzione dei propri consumi nel tempo--e di chi, per motivi analoghi e simmetrici, invece vuole cedere risorse adesso per riaverle indietro in futuro maggiorate degli interessi o di una parte degli utili conseguiti.

Il mercato dei capitali e l'attività bancaria internazionale

Gli attori

1. *Le banche commerciali.* Al passivo del loro bilancio ci stanno i depositi di varia maturità, all'attivo i crediti erogati, i depositi presso altri istituti bancari, i titoli di credito posseduti. Inoltre forniscono servizi di altro tipo alla clientela, in particolare possono fungere da intermediari per le emissioni delle grandi società, sottoscrivendo le emissioni (all'ingrosso) e trovando al contempo dei compratori (al minuto). Sono soggette a regole, che vengono ad essere più rilassate per quanto riguarda le loro operazioni all'estero.
2. *Le società.* Si finanziano, soprattutto quelle multinazionali, anche attingendo a fonti di finanziamento all'estero, tipicamente accendendo dei debiti presso le banche internazionali, per coprire le esigenze di liquidità a breve o credito sui mercati finanziari attraverso l'emissione di titoli di (obbligazioni) o di partecipazione (azioni), per finanziarsi a lungo.
3. *Istituzioni finanziarie non bancarie,* quali società di assicurazione, fondi di investimento, fondi pensione, le banche di investimento (tipo Goldman Sachs o Lazard Frères) che non sono banche, ma intermediari specializzati nella sottoscrizione di emissioni di obbligazioni ed azioni.⁵¹ Il Glass-Steagall Act del 1933 aveva proibito alle banche commerciali di svolgere attività di banche di investimento, in quanto queste attività erano state considerate parzialmente responsabili del panico finanziario all'insorgere della Grande Depressione. Diverse maggiori banche americane (quali Citicorp o J.P. Morgan-Chase) peraltro hanno potuto svolgere tali attività all'estero tramite le loro filiali. Da ultimo il Glass-Steagall Act è stato abolito nel 1999 con il Gramm-Leach-Bliley Act. Si noti che un'analogha evoluzione ha avuto la legge bancaria italiana, dalla legge bancaria del 1936 alla riforma del 1993. L'obiettivo della legge del '36 era in primo luogo di evitare un eccessivo squilibrio fra le scadenze di attività e di passività delle banche, per cui il credito a breve (fino a 18 mesi) doveva essere finanziato con debiti a breve, mentre quello a lungo termine doveva essere finanziato con debiti a lungo la cui gestione veniva riservata alle banche di investimento.

⁵¹ Oltre che nella fornitura di altri servizi finanziari. Cfr. http://en.wikipedia.org/wiki/Investment_banking

4. *Banche centrali ed altre agenzie governative.* Intervengono abitualmente sui mercati valutari. I governi e le imprese di stato, soprattutto quelle dei paesi sottosviluppati, accendono regolarmente prestiti tramite il mercato internazionale dei capitali.

La crescita del mercato internazionale dei capitali

E' avvenuta a partire dagli anni settanta ad un tasso nettamente superiore a quello del reddito mondiale. Questo dipende da una serie di fattori:

1. La liberalizzazione dei mercati internazionali dei capitali in seguito alla caduta del sistema di Bretton-Woods e ai cambi flessibili. Come abbiamo visto in effetti non è possibile avere tutte e tre le seguenti cose a) cambi fissi; b) un margine di autonomia della politica monetaria per il perseguimento di obiettivi interni; c) mercati dei capitali liberi. Prima della fine di Bretton Woods la scelta era per a) e b), dopo per b) e c), anche se in ambito europeo, come abbiamo visto, gli accordi di cambio riproponevano la scelta a) e b). Con la costituzione dell' euro si è riproposta la scelta b) e c), anche se la politica monetaria è stata devoluta alla Banca Centrale Europea, che persegue obiettivi che si riferiscono complessivamente alla zona dell' Euro e non ai singoli paesi che ne fanno parte.
2. La crescita del commercio internazionale e dell' attività delle multinazionali.
3. Il desiderio delle banche (e della loro clientela) di sottrarsi al controllo della madre patria, svolgendo la loro attività dove i controlli (e la fiscalità) sono inferiori, utilizzando le valute più vantaggiose, tenuto conto dei rendimenti attesi e della loro utilizzazione, in particolar modo il dollaro, per la sua diffusione nei pagamenti internazionali.

L' attività bancaria e le transazioni valutarie offshore

L' attività offshore delle banche si è moltiplicata nel frattempo, moltissime banche hanno attività all' estero. La forma che queste assumono può essere una delle seguenti:

1. un ufficio estero, che può eseguire prestiti e trasferimenti di fondi, ma non può accettare depositi.
2. Una controllata, una banca straniera la cui quota di controllo appartiene alla banca nazionale. In genere sono soggette alla legislazione del paese dove sono residenti piuttosto che a quella del paese dove risiede la banca controllante.
3. Una succursale estera, cioè un' agenzia estera della banca, che può svolgere tutte le attività bancarie come le banche locali e che in genere è sottoposta alle regolamentazioni bancarie sia della madre patria che del paese estero, ma ha qualche possibilità di trar profitto dalle diverse regolamentazioni.

Un deposito offshore è semplicemente un deposito denominato in una diversa valuta da quella del paese dove si trova la banca. Si fa riferimento a tali depositi come eurovalute, anche se molto spesso si trovano fuori dall' Europa. I depositi di dollari all' estero prendono il nome di Eurodollari. La loro origine remota si trova nei conti in dollari aperti dall' Unione Sovietica negli anni cinquanta dove venivano depositati i proventi delle vendite petrolifere (in dollari), che non venivano tenuti presso le banche statunitensi per paura di un' eventuale confisca. Successivamente altre simili considerazioni di natura politica hanno favorito l' espandersi del mercato degli Eurodollari, quale il timore dei dirigenti dei paesi OPEC di vedersi congelare o confiscare i loro conti negli USA in caso di tensioni politiche (come nel caso dell' Iran dopo la presa degli ostaggi dell' ambasciata americana a Teheran nel 1979 o dell' Iraq nel 1990 dopo l' invasione del Kuwait). Al contempo contava anche l' interesse delle banche americane di sottrarsi ai vincoli che vigevano sul territorio americano (quali quelle che limitavano la remunerazione dei depositi o le attività di banca universale) e delle banche inglesi di sottrarsi alle limitazioni poste dal governo inglese verso la fine degli anni cinquanta circa le loro transazioni con l' estero in sterline. In generale alla base dell' espansione delle attività in euro valute c'è un' asimmetria regolamentare: i paesi tendono ad applicare regolamentazioni molto più stringenti sulle attività bancarie nella loro valuta e nel loro territorio di quanto riguarda le attività delle banche residenti in valuta estera e delle banche estere o delle filiali estere delle proprie banche nella propria valuta. Ad esempio l' obbligo della riserva

obbligatoria non si applica all'attività delle filiali delle banche americane in Europa relativamente ai depositi in dollari di non residenti USA o alle banche britanniche relativamente ai depositi in dollari. La pochezza dei controlli e dei vincoli regolamentari è una caratteristica che privilegia le piazze finanziarie nelle attività in eurovalute: Londra è il principale centro per le eurovalute, seguita da Lussemburgo, Bahrein, Hong Kong.

La regolamentazione internazionale del mercato bancario

Problemi di liquidità e di fiducia nei confronti delle banche: le banche hanno nel loro portafoglio tipicamente attività a medio termine (i crediti) e passività a breve (i depositi). Se viene meno la fiducia nella solvibilità delle banche, tenuto conto che le loro attività liquide sono solo una frazione dei debiti a breve, e si determina una corsa dei depositanti a ritirare i loro depositi, la banca diventa insolvente, anche se la sua situazione patrimoniale è sana (la qualità dei crediti è alta). L'azione dei depositanti può apparire irrazionale, basandosi su una percezione del rischio che può essere errata. Ma tenuto conto dell'imperfetta informazione e del contributo di circostanze occasionali a formare le opinioni del pubblico un tale evento è del tutto possibile e in tal caso il comportamento di ogni singolo creditore della banca è perfettamente razionale, tenuto conto del comportamento atteso degli altri. In caso di insolvenza di una banca il contagio si trasmette anche all'insieme del sistema bancario, come nella crisi del '29 in seguito alla caduta di Wall Street: all'epoca le banche avevano nel portafoglio anche titoli azionari, i quali comunque, anche indipendentemente da ciò, venivano usati a garanzia dei crediti: la caduta dei titoli riduce o annulla parte del patrimonio della banca e la garanzia dei crediti, riducendone la qualità. Misure prese per evitare il ripetersi di eventi disastrosi di tale tipo: 1. garanzia dei depositi; 2. quota di riserve obbligatorie; 3. supervisione; 4. ruolo della Banca Centrale come prestatore di ultima istanza. Ognuno di questi rimedi oltre che dei vantaggi ha degli inconvenienti.

La garanzia sui depositi comporta che i depositanti hanno in ogni caso la garanzia del rimborso degli stessi, attraverso una copertura assicurativa obbligatoria dei depositi, entro un certo limite (in Italia attualmente 103.291,38 per depositante) da parte di un apposito ente (in Italia attualmente il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi).⁵² D'altra parte anche i fondi di garanzia in genere hanno un bilancio limitato. In caso di crisi del sistema bancario che provoca insolvenza di importanti istituti di credito, come in tempi recenti, un fondo di garanzia può non essere in grado di rimborsare i crediti dei depositanti, a meno di un intervento pubblico (da parte del Tesoro o dell'Istituto di Emissione) volto ad aumentarne le disponibilità. Nel caso non di una temporanea mancanza di liquidità di qualche banca dovuta ad una crisi di sfiducia, ma di una situazione di insolvenza, dovuta alla riduzione del valore presente delle proprie attività al di sotto degli obblighi nei confronti dei depositanti, derivante, come nella recente crisi finanziaria, alla insolvenza dei debitori della banca, cui il credito è stato esteso in maniera imprudente o al venir meno delle garanzie l'intervento del fondo di garanzia non basta. Non è più soltanto la fiducia dei depositanti in gioco, ma il funzionamento complessivo del sistema bancario. Per ovviare o limitare il problema le autorità sono costrette a ricapitalizzare con sussidi le banche in modo da ribilanciare il rapporto fra attività e passività ripristinando la loro solvibilità. Questi interventi però possono comportare un aumento del fabbisogno del Tesoro da coprire con un aumento del debito pubblico oppure con una creazione monetaria da parte dell'Istituto di Emissione con possibili conseguenze di tipo inflattivo che, anche se in un contesto deflazionistico possono non preoccupare, possono presentare un problema al momento della ripresa, costringendo le autorità ad una politica monetaria e fiscale restrittiva per poterle limitare.

⁵²“Il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, costituito nel 1987 nella forma di consorzio volontario, è oggi un consorzio obbligatorio di diritto privato, riconosciuto dalla Banca d'Italia, la cui attività è disciplinata dallo Statuto e dal Regolamento”
(http://www.fitd.it/chi_siamo/istituzione.htm).

Ritornando a un contesto meno eccezionale dell'attuale, la garanzia sui depositi elimina o riduce comunque un problema, quello della liquidità del sistema bancario, ma non è scevro di complicazioni. Come ogni copertura assicurativa comporta un problema di rischio morale: i depositanti sono indotti a trascurare il profilo di rischio relativo alle singole banche e a concentrare i loro depositi in quella che offre le condizioni migliori. Ogni banca a sua volta può cercare di battere la concorrenza delle altre offrendo condizioni migliori (maggior tasso di interesse e migliori servizi gratuiti o minor costo) affrontando contemporaneamente maggiori rischi (e quindi una maggiore remunerazione attesa dei crediti). In caso che le cose vadano male i costi dell'illiquidità o dell'insolvenza vanno in a carico del fondo di garanzia. Per ovviare a tale problema il Glass-Steagall Act (1933) introduceva dei limiti agli interessi che potevano essere pagati sui conti a risparmio e prescriveva che i depositi a vista non dovessero percepire interessi. Questi vincoli inducevano le banche americane ad operare con loro succursali sul mercato degli Eurodollari, dove questi vincoli non esistevano.

Sussiste comunque il fatto che la clientela non ha gli strumenti né la convenienza per valutare adeguatamente il comportamento delle banche ed il loro profilo di rischio e quindi può non essere in grado di accorgersi del perseguimento di attività eccessivamente rischiose o addirittura truffaldine (come si è verificato anche in Italia in un certo numero di noti casi). Di qui l'opportunità di avere una supervisione dell'attività bancaria da parte di istituzioni pubbliche (di regola la Banca Centrale) con possibilità di intraprendere procedure di contenimento e sanzionatorie e di accedere alla documentazione dell'attività delle singole banche per verificarne la congruità con le norme prudenziali e le prescrizioni di legge. Anche questo non è scevro di costi, in quanto può limitare la concorrenza fra le istituzioni bancarie, comportare nei paesi dove l'attività della Banca Centrale opera allo stesso (elevato) livello di corruzione delle altre amministrazioni problemi di mancato perseguimento dell'interesse generale nell'attività in questione, problemi di "cattura" dei supervisori da parte degli interessi costituiti (in particolare dei politici che abbiano il compito di nominarli, anche di qui nasce l'esigenza dell'indipendenza ed autorevolezza della Banca Centrale) e da parte delle banche medesime. Inoltre limita la possibilità per le banche di fornire ai depositanti profili di rischio e di remunerazione che possano essere preferiti dalla clientela in relazione alle proprie specifiche circostanze. Ma, alla fine, si tratta di un sorveglianza necessaria; l'autonomia contrattuale e il mercato funzionano in maniera eccellente solo in caso di trasparenza del mercato e diffusione delle informazioni, nel caso bancario è impossibile per la grande maggioranza degli utenti potere effettuare scelte adeguatamente informate. Certe regolamentazioni di applicazione universale peraltro non comportano un problema di discrezionalità specifica: in particolare la determinazione della quota di riserva obbligatoria, cioè la entità minima di risorse liquide che le banche debbono detenere a copertura dei depositi, in proporzione di questi ultimi, è una misura generale di tipo prudenziale, che costituisce anche uno strumento di controllo della liquidità, in quanto determina l'entità del moltiplicatore dei depositi a livello di sistema bancario nel suo complesso (per la nozione di moltiplicatore dei depositi si rinvia a un qualsiasi testo istituzionale di Economia Politica). Nello stesso tempo si prescrive che le banche debbano possedere, a garanzia dei propri obblighi una certa entità di capitale proprio, che va perduto in caso di insolvenza (per evitare che in tal caso chi ci rimetta sia solo il pubblico e non la proprietà della banca). Vi sono poi altre possibili limitazioni di tipo generale: l'inibizione a tenere in portafoglio attività particolarmente rischiose (in particolare titoli azionari) o di destinare una quota eccessiva dei propri prestiti a un solo cliente e l'obbligo per determinati prestiti di richiedere garanzie adeguate.

Per assicurare la liquidità delle banche la Banca centrale funge da prestatore di ultima istanza: le banche possono prendere a prestito fondi dall'Istituto di Emissione a condizioni prestabilite di tipo generale. Le condizioni del rifinanziamento (in particolare il tasso di interesse praticato) costituiscono uno strumento potente di controllo della liquidità. Tramite la disponibilità della Banca Centrale di rifinanziare le banche ordinarie si evitano gli effetti disastrosi delle crisi bancarie generalizzate innescate dall'insolvenza anche di una singola banca. La supervisione dell'attività

bancaria è anche la contropartita della disponibilità della Banca Centrale a fungere da prestatore di ultima istanza.

Il problema della regolamentazione dell'attività bancaria internazionale

Tutte le precedenti attività di regolamentazioni e controllo diventano molto più difficili a livello internazionale, in quanto è molto più difficile individuare le autorità bancarie cui è deputata la sorveglianza nel caso di banche che svolgono la loro attività, direttamente o tramite controllate, in vari paesi, in quanto c'è concorrenza fra le varie piazze finanziarie per accaparrarsi l'attività bancaria e una maniera con cui operare per battere la concorrenza è di fornire vincoli minori. Né è chiaro chi avrebbe il compito, in banche che operano in paesi diversi e che profittano di una limitata regolamentazione, di esercitare la funzione di prestatore di ultima istanza. Nello stesso tempo l'enorme espandersi delle attività offshore e l'interrelazione fra le esposizioni delle varie banche rende la situazione alquanto rischiosa per le conseguenze che l'insolvenza di una banca può avere sulle altre.

Per ovviare alle difficoltà relative alla supervisione e regolamentazione dell'attività di banche che operano in paesi diversi sono state concordate delle norme, a partire dal 1975, da parte dei rappresentanti delle principali banche centrali, che si incontravano a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali, formando il cosiddetto Basel Committee. Tale regole (che prendono il nome di Basilea I), disciplinanti le competenze e le procedure per il controllo e la supervisione bancaria, sono attualmente in fase di revisione (Basilea II).

Una speciale attenzione è stata inoltre dedicata alla regolamentazione dei sistemi bancari dei paesi emergenti, caratterizzati da maggiore fragilità istituzionale (come dimostrato dalle crisi finanziarie del 1997-1999) elaborando nel 1997, di concerto con i rappresentanti delle banche centrali di tali paesi, una serie di 25 principi la cui osservanza viene giudicata indispensabile per un esercizio efficiente dell'attività di supervisione bancaria (*Core Principles for Effective Banking Supervision*). Altro settore problematico è quello della supervisione dell'attività di istituzioni finanziarie non bancarie, relativa in particolare alla speculazione sui derivati, che sono in grado di maneggiare capitali ingenti e di potere dare origine, in caso di insolvenza, a non pochi effetti esterni destabilizzanti sui mercati finanziari. Un caso emblematico, fortunatamente ben gestito dalle attività di sorveglianza americane, così da attenuarne i contraccolpi potenzialmente disastrosi sul sistema finanziario internazionale, fu quello della caduta nel 1998, come conseguenza della crisi finanziaria russa, del *Long Term Capital Management*, gigantesco ed illustre fondo speculativo americano sulle opzioni (vi erano coinvolti due premi Nobel e gestiva contratti sui derivati di un valore vicino a 1300 miliardi di dollari).⁵³

Come ha funzionato in pratica il mercato internazionale dei capitali?

La difficoltà di controllo del mercato internazionale dei capitali da parte degli stati ha anche i suoi vantaggi. Da un lato ci possono essere dei motivi per cui l'avversione al rischio e una regolamentazione che impedisca o limiti la possibilità di incorrere rischi possano portare a risultati inefficienti (impedendo che i capitali siano allocati in modo che il loro tasso di rendimento sia mediamente più elevato, il che sui grandi numeri e sul lungo periodo comporta una perdita per il mondo nel suo complesso in termini di tasso di crescita) e dall'altro la sottrazione dei mercati finanziari internazionali all'abbraccio protettivo, ma anche potenzialmente soffocante, dei regolatori può portare alla creazione di prodotti finanziari innovativi che rispondono ad esigenze obbiettive di intermediazione finanziaria e assicurative e all'ampliamento, con annessa maggiore concorrenzialità, del mercato internazionale dei capitali, con vantaggi derivanti dalla maggiore liquidità, dai minori costi di transazione e da accresciute possibilità di diversificazione patrimoniale. L'altra faccia della medaglia comporta rischi di instabilità oltre che di frode, con conseguenze negative sullo stesso processo di intermediazione e sull'economia reale, oltre che una potenziale erosione della base imponibile (dovuta alla concorrenzialità dei cosiddetti paradisi fiscali) e una limitazione della possibilità di effettuare politiche tributarie di tipo redistributivo.

⁵³ Sulla natura del LTCM e sui modi con cui una sua liquidazione disastrosa fu evitata si rimanda all'ottimo articolo su Wikipedia.

La questione della diversificazione e della internazionalizzazione

L'espansione del sistema finanziario internazionale e l'eliminazione delle restrizioni ai movimenti dei capitali ha un ovvio vantaggio in termini di diversificazione del portafoglio. E in effetti un movimento in questo senso c'è stato, ed anche notevole. Per esempio, nel caso che a noi particolarmente interessa, quello dell'Italia, si passa da il 23% di attività estere detenute da residenti italiani e il 27% di attività italiane detenute da residenti esteri, in proporzione del reddito nazionale, nel 1983, al 102 e al 111% rispettivamente nel 2003. Anche altrove si determinano movimenti di questo tipo, con il massimo di internazionalizzazione nel caso dell'Olanda e della Gran Bretagna (si veda la tabella 11.1, p. 426 del testo).

Una considerazione che si può fare è che i movimenti di capitale dovrebbero comportare una divergenza fra risparmi e investimenti nei vari paesi. Infatti il risparmio che si origina in un paese dovrebbe cercare gli impieghi più favorevoli e questi dovrebbero essere offerti dove l'efficienza marginale del capitale (cioè il tasso di rendimento degli investimenti)⁵⁴ dovrebbe essere maggiore, assicurando quindi una migliore remunerazione per chi fornisce fondi investibili, indipendentemente dai tassi di risparmio (cioè dalla quota del risparmio nel reddito nazionale). Come mostra la figura 11.2 a pag. 427 del testo questo non è avvenuto, per lo meno nel periodo 1990-2001, come indica il fatto che i tassi di risparmio e investimento sono stati abbastanza allineati in tale periodo nei principali paesi sviluppati, a differenza di quanto avvenne in altri periodi storici. Possiamo a questo proposito citare il ruolo svolto nell'ottocento dalla Gran Bretagna come principale esportatore di capitali e dagli Stati Uniti come principale importatore netto.⁵⁵

Il mercato valutario internazionale ha operato in maniera efficiente?

I riscontri empirici non sono definitivi. Se il mercato valutario avesse operato in maniera efficiente le divergenze dei tassi di interesse avrebbero dovuto essere validate nel tempo da corrispondenti variazioni del cambio, secondo la formula della parità dei tassi di interesse; ma pare che statisticamente questo non sia stato verificato. Si può pensare che le variazioni ex post della parità dei tassi di interesse siano spiegabili con la diversa rischiosità delle attività nelle varie valute, in presenza di avversione al rischio, ma anche questa ipotesi non è stata suscettibile di dimostrazione. L'ipotesi che sembra avere maggiore conferma parrebbe essere che i cambi delle valute nel breve-medio periodo sono soggette a *random walks*, cioè che i valori del cambio variano in maniera abbastanza casuale di giorno in giorno in relazione al valore di partenza. Nel lungo-medio periodo (superiore all'anno) si ristabilirebbe invece la rilevanza dei fondamentali. In ogni caso la questione se il mercato valutario sia efficiente o meno, cioè se i tassi di cambio siano in grado di riflettere adeguatamente le circostanze corrispondenti ai fondamenti dei diversi paesi e se i mercati finanziari mondiali siano veramente in grado di allocare il risparmio mondiale in maniera efficiente, cioè dove gli investimenti rendono di più, resta un problema aperto. Anche in questo caso si potrebbe dire che la perfezione non è di questo mondo; la questione non è se un mercato o un'istituzione operi in maniera efficiente, ma se opera in maniera meno inefficiente di modi di organizzazione alternativa e come eventualmente sia perfezionabile.

⁵⁴ Chi non si ricorda il significato di questo termine dovrebbe andarselo a vedere (come così eventualmente gli altri di cui si sia dimenticato il significato) sul testo di Economia Politica o su qualche dizionario di termini economici (che non mancano anche su Internet).

⁵⁵ Cfr. ad esempio N.H. Morse, "British Overseas Investment in the Nineteenth Century (Review)", *The Canadian Journal of Economics* Vol. 10, No. 3. (Aug., 1977), pp. 497-500. <http://links.jstor.org/sici?sici=0008-085%28197708%2910%3A3%3C497%3ABOIITN%3E2.0.CO%3B2-V>

Gli Stati Uniti peraltro all'epoca potevano essere considerati come un'economia ancora arretrata relativamente al Regno Unito. L'abbondanza di risorse naturali e i massicci processi migratori rendevano l'efficienza marginale del capitale sicuramente molto maggiore che in un'economia matura come l'Inghilterra, senza che la mancata tutela reale o minacciata dei diritti di proprietà e il quadro istituzionale sfavorevole potessero annullare i relativi vantaggi, come invece succede attualmente in diversi paesi sottosviluppati (in particolare africani).

Sottosviluppo, politiche economiche e crisi finanziarie

Per collegarci a quanto abbiamo visto sino adesso considereremo prima di tutto la questione delle politiche macroeconomiche dei paesi in via di sviluppo. In un secondo tempo passeremo a considerare l'eziologia del sottosviluppo e in particolare le interpretazioni circa le basi del sottosviluppo nella storia e nella geografia.

Nella misura in cui i paesi arretrati siano caratterizzati da una bassa dotazione di beni capitali e in molti casi da una elevata dotazione di risorse naturali si può ipotizzare, in un contesto in cui la produttività marginale dei fattori sia decrescente in rapporto al loro impiego relativo, che la produttività marginale del capitale sia maggiore nei paesi arretrati rispetto a quelli sviluppati. Inoltre, nella misura in cui il risparmio sia una funzione crescente del reddito, e l'utilità marginale del consumo sia una funzione decrescente del consumo, ci si potrebbe attendere che nei paesi sottosviluppati la preferenza temporale per il presente rispetto al futuro sia maggiore e l'offerta di risparmio relativamente più bassa che nei paesi più sviluppati. Mettendo insieme tutte queste ipotesi si arriva alla conclusione che dovrebbe essere nell'interesse sia dei paesi sviluppati che di quelli sottosviluppati uno scambio intertemporale per cui i secondi importano risparmio investibile dai primi, impegnandosi a restituire quanto preso a prestito con un tasso di interesse superiore o quantomeno non inferiore a quello prevalente nei paesi sviluppati. E in effetti è quanto è successo in passato: in particolare durante tutto l'Ottocento, come abbiamo già accennato, gli Stati Uniti hanno importato capitali, finanziando così una bilancia corrente passiva, mentre il maggior esportatore di capitali era il Regno Unito. Uno schema di rapporti di scambio intertemporali quale quello che abbiamo considerato soffre peraltro di alcuni limiti. Intanto, anche se il paese arretrato è dotato di minori capitali e di maggiori risorse naturali la debolezza delle istituzioni e il minore livello qualitativo della forza lavoro potrebbero comportare una minore redditività degli investimenti. Poi abbiamo il rischio morale: quando si trasferiscono capitali, siano essi in forma di prestiti o di investimenti diretti, c'è il rischio che il debitore non onori il suo impegno, o non restituendo il debito o effettuando politiche economiche che riducono la redditività degli investimenti effettuati al di sotto di quanto prevedibile, magari arrivando a confiscare le proprietà estere. Rischi di questo tipo riducono la redditività attesa e richiedono un premio di rischio, ostacolando la convenienza ai trasferimenti di capitale.

In passato sono stati ingenti comunque i trasferimenti di capitale ai paesi sottosviluppati, in particolare nel periodo sino alla prima guerra mondiale e poi sino alla grande depressione degli anni trenta. Ma all'epoca il controllo di tali paesi da parte delle amministrazioni coloniali evitava il premio di rischio che viene incorso nel caso di paesi indipendenti. Anche nel secondo dopoguerra i trasferimenti sono stati ingenti, ma hanno dato luogo, in particolare nelle ultime due decadi del secolo, a gravi problemi di restituzione. Come abbiamo a suo tempo ricordato, durante gli anni settanta l'offerta internazionale di capitali è stata abbondante e le condizioni favorevoli, anche in relazione al cosiddetto riciclaggio dei petrodollari.⁵⁶ Con la fine della decade è cambiato tutto, grazie alla politica anti-inflazionistica della Riserva Federale e poi all'espansione fiscale dell'amministrazione Reagan con associata rivalutazione del dollaro e forte aumento dei tassi di interesse reali, che comportava per i paesi indebitatisi in dollari non solo il pagamento di più elevati interessi, ma anche una maggiore onerosità e difficoltà di reperire tramite le proprie esportazioni i mezzi di pagamento per il servizio del debito. Come conseguenza diversi paesi debitori si sono trovati in difficoltà e non sono stati in grado di soddisfare i propri impegni, a cominciare dal Messico nel 1982, e, successivamente, anche per il contraccolpo sulla fiducia dei creditori che tendevano a ridurre la loro esposizione, anche altri paesi sudamericani ed africani, fino ad arrivare alla Polonia, coinvolgendo circa 40 paesi. Il contraccolpo della crisi finanziaria, della recessione e dell'instabilità finanziaria fu di provocare una battuta di arresto dello sviluppo economico prima di

⁵⁶ I paesi produttori ed esportatori di idrocarburi in seguito allo shock petrolifero si trovarono a disporre di ingenti afflussi di pagamenti dall'estero in cambio delle loro esportazioni che impiegarono sui mercati internazionali dei capitali.

tutto dell' America Latina (per cui gli anni 80 sono stati definiti "la decade perduta"), ma anche di altri paesi (ma non quelli del sud-est asiatico nel suo complesso). Anche in precedenza vi erano stati clamorosi casi di insolvenza, in particolare in Sud America: all' inizio dell' ottocento in seguito alla mancata restituzione dei prestiti usati per la costruzione di canali, e poi altri successivamente nel corso del secolo, in particolare, nel caso dell' Argentina, la Baring Crisis del 1890.⁵⁷ Successivamente la palma di clamorosa insolvenza può essere attribuito al ripudio dell' ingente debito estero zarista da parte della Russia Sovietica nel 1917. Con la Grande Depressione, in seguito al collasso del commercio internazionale, i paesi sottosviluppati nel loro complesso furono costretti a diventare insolventi, con la conseguenza che le fonti dei trasferimenti di capitale si inaridirono per diversi decenni. L' ultimo caso clamoroso è stato quello recente dell' Argentina (dicembre 2001).

Nella misura in cui la fiducia nei confronti della solvibilità del paese venga meno (o in relazione alle politiche perseguite, o semplicemente per il contagio relativo alle aspettative dei creditori esteri, comunque generate) si arresta la possibilità di finanziare il passivo della bilancia corrente, per cui il paese bruscamente si trova a far fronte ad un vincolo di bilancio più ristretto (anche se in seguito all' insolvenza può risparmiare i trasferimenti derivanti dal servizio del debito). Nello stesso tempo il ritiro dei fondi a breve, ove possibile, comporta una posta al passivo del conto finanziario cui fa riscontro in quanto tale un attivo del conto corrente o piuttosto un attivo del conto sotto la linea (cioè un' emorragia di riserve). Alternativamente, o congiuntamente, l' eccesso di offerta di moneta nazionale per finanziare la fuga dei capitali può tradursi in una svalutazione della moneta nazionale, con peggioramento della ragione di scambio e pressioni inflazionistiche dal lato dei costi delle importazioni. Qualora però si introducano controlli sui movimenti dei capitali (come nel caso della Malesia, in seguito alla crisi del '97) questo può ridurre l' emorragia derivante dal trasferimento dei capitali in uscita. Il venir meno della fiducia nella solvibilità di un paese o nella tenuta della sua valuta determina, specialmente se questa è convertibile con un tasso di cambio fisso, una crisi bancaria, in quanto tutti hanno interesse a ridurre i propri depositi e a trasferire gli averi liquidi all' estero, prima che la convertibilità cessi (cosa che è successo da ultimo nella crisi argentina) o che le banche divengano insolventi. Quando la banca centrale non ha più riserve deve per forza abbandonare la parità del cambio e il sostegno delle banche ordinarie. La svalutazione del cambio e il controllo dei trasferimenti dei capitali diventano scelta obbligata. Ovviamente la probabilità che avvenga una crisi di questo tipo è tanto maggiore quanto maggiore è l' entità dei debiti a breve, tanto minori sono le riserve, tanto più traballante è la solvibilità del sistema bancario e le sofferenze dei crediti nel portafoglio delle banche e tanto meno coerenti sono le politiche economiche perseguite con gli obiettivi dichiarati di mantenimento della parità, sia essa fissa o mobile ("crawling peg"). Ma l' economia del paese può essere anche travolta dal contagio di una crisi valutaria e bancaria originatasi altrove, come è successo per molti paesi del terzo mondo in seguito alla crisi del '97 iniziata in Thailandia, in seguito allo sgonfiarsi di un boom immobiliare, alla crisi del sistema bancario e alla caduta del baht (la moneta thailandese).

La questione del debito del terzo mondo

Quando si riceve un prestito il vincolo di bilancio si espande. Il successivo servizio del debito lo restringe e in quanto tale stimola l' interesse al ripudio. Nel caso di debiti privati il creditore ha la garanzia di potersi rifare (nel caso il sistema giudiziario funzioni) sui beni dei debitori. Nel caso di uno stato il debito è *sovrano* e le stesse procedure non possono essere seguite, se non per quanto riguarda le eventuali proprietà del paese debitore nel paese creditore.⁵⁸ D' altra parte il debito incorso da un paese viene deciso dai suoi governanti i quali possono essere maggiormente

⁵⁷ Cfr. Barry Eichengreen, "The Baring Crisis in a Mexican Mirror," University of California Berkeley, febbraio 1997, <http://129.3.20.41/eps/it/papers/9805/9805001.pdf>

⁵⁸ Per un' approfondita analisi degli aspetti giuridici ed economici della questione si veda Ugo Panizza, Federico Sturzenegger, and Jeromin Zettelmeyer, "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default", *Journal of Economic Literature* 2009, 47:3, 651–698; <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/jel.47.3.651>

interessati ad allargare il vincolo di bilancio al momento presente che di curarsi di quello che succederà successivamente (il debito è una questione che riguarda eventualmente i successivi governi). Questo problema è ovviamente moltiplicato nel caso il governo sia corrotto, i fondi prestati vengano trasferiti all' estero sui conti dei governanti e dei loro sodali ("take the money and run"), come viene riportato in diversi casi di paesi africani,⁵⁹ o serva a finanziare attività belliche, dove l' ottica di breve periodo è preminente. In quanto tale però il ripudio del debito ha conseguenze nei confronti del paese medesimo, che può subire ritorsioni di varia natura da parte dei paesi creditori (ai vecchi tempi entravano in gioco le famose cannoniere) e può venir privato o quanto meno limitato nella possibilità di prendere a prestito in futuro. Nello stesso tempo vi sono casi in cui il paese è vittima di eventi eccezionali che gli rendono impossibile il rispetto dei propri impegni. Un caso di questo tipo potrebbe essere quello del subitaneo aumento del tasso di interesse reale e contemporaneamente del rafforzamento del dollaro (valuta in cui buona parte del debito sovrano era denominata) nella prima metà degli anni ottanta. Quest' ultimo evento, accompagnato dall' eccessiva esposizione dei paesi debitori nel corso degli anni dei prestiti facili nel decennio precedente, ha prodotto come conseguenza il nascere della successiva problematica del debito dei paesi del terzo mondo. L' opinione pubblica, sull' onda delle prese di posizioni di numerose parti politiche di tendenze caritatevoli, con partecipazione alle manifestazioni di cantanti ricchi famosi di illustri economisti dal portafoglio ben gonfio di elevate parcelle a carico dei fondi per l' aiuto ai paesi in transizione, ma desiderosi di rendersi popolari con la propria clientela (tipo Jeffrey Sachs; in fondo è facile rendersi popolari con la remissione dei debiti, quando i crediti sono altrui), insieme alla constatazione dell' impossibilità o mancanza di volontà dei debitori di far fronte ai loro obblighi, ha spinto per una remissione del debito che in diversi casi c' è stata, particolarmente nei confronti dei paesi più poveri e probabilmente, a parità di povertà, di quelli meno propensi a pagare. Il punto di vista dei sostenitori della remissione dei debiti è peraltro alquanto ambiguo. E' chiaro che un paese debitore ci guadagna se qualcuno gli rimette il debito, secondo il precetto evangelico ("rimetti a noi i nostri debiti, come noi li rimettiamo ai nostri debitori"). E' chiaro che il creditore non ci rimette un gran ché e ci guadagna sicuramente in popolarità rimettendo un debito che il debitore non è in grado o comunque non ha alcuna intenzione di onorare. Ma se tutti i debiti dovessero essere condonati chi farà mai più credito? L' unica maniera di abolire radicalmente e permanentemente il debito è di abolire il credito. E viceversa, se i debiti non vengono pagati il credito ne soffre e le condizioni con cui viene fatto peggiorano per il premio di rischio che ne consegue. Quando un debitore non paga il debito crea comunque un' esternalità a sfavore degli altri debitori attuali o potenziali, oltre che a sfavore delle successive generazioni del paese stesso, il cui rating peggiora richiedendo un più elevato premio di rischio nel caso voglia successivamente adire al credito internazionale. Ma ai paesi sottosviluppati in particolare sarebbe di giovamento l' abolizione del credito internazionale, o il peggioramento delle condizioni cui viene ad essere reso disponibile, conseguenza, forse non intenzionale, di quanto auspicato da tante anime buone (buone e generose, come dicevamo, quando i crediti sono altrui)? Una cosa è rimettere i debiti la cui insostenibilità nasce da contingenze eccezionali o richiedere maggiori cautele nel foraggiare governi tirannici e corrotti.⁶⁰ Un altro è invece ritenere iniquo, in generale, il servizio del debito,

⁵⁹ Cfr., nel caso del Kenya, il "Goldenberg scandal" (http://en.wikipedia.org/wiki/Goldenberg_scandal).

⁶⁰ Il debito offerto a tali regimi sarebbe per qualcuno "debito odioso" e quindi non dovrebbe essere ripagato (cfr. http://en.wikipedia.org/wiki/Odious_debt). Questo però implica una valutazione caso per caso della natura del governo dei paesi sovrani, che potrebbe essere visto come limitativo della loro sovranità. Inoltre si aprirebbe la possibilità per ogni governo di ripudiare gli obblighi stipulati dai governi precedenti, con la scusa che questi ultimi erano "odiosi". Anche qui comunque la conseguenza è la rarefazione dell' offerta di crediti ai paesi arretrati, tenuto conto che la natura dei loro governi spesso comporta elevati livelli di corruzione e scarse garanzie democratiche. Un altro argomento che si sente avanzare è che è crudele chiedere la restituzione dei debiti ai paesi più poveri in cui i bambini muoiono di fame. Il necessario corollario è che a tali paesi non andrebbe

perdendo di vista che questo comporta la maggiore onerosità o addirittura l' impossibilità di beneficiare ulteriormente del credito. Se poi invece l' argomento è che occorrerebbe una migliore redistribuzione del reddito mondiale incrementando gli aiuti ai paesi poveri, questo è un argomento del tutto diverso da quello relativo al debito degli stessi, che va rivolto ai contribuenti dei paesi ricchi. La disponibilità di questi ultimi di finanziare la spesa pubblica e in particolare i trasferimenti ai paesi più poveri è peraltro alquanto limitata, a differenza di quella di propugnare l' accrescimento delle risorse a disposizione dei paesi più poveri e indebitati quando a rimetterci è qualcun altro. La questione degli aiuti è peraltro complessa. Il famoso aforisma secondo cui l' aiuto ai paesi sottosviluppati consiste nel trasferire risorse dai poveri dei paesi ricchi ai ricchi dei paesi poveri non è un semplice paradosso privo di riscontri reali.

La valutazione del comportamento delle istituzioni di Bretton Woods

Con queste tematiche è legata la valutazione dell' operato nei confronti dei paesi sottosviluppati delle due istituzioni fondate a Bretton Woods, cioè il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale. Per quanto riguarda le crisi valutarie l' istituzione deputata all' intervento è il Fondo Monetario Internazionale. La sua attività consiste nell' aiutare i paesi ad affrontare le crisi valutarie concedendo prestiti condizionati alla disponibilità del paese a cambiare le proprie politiche economiche che hanno contribuito a portare alla crisi in questione. La sua attività peraltro non è molto popolare, in quanto il Fondo richiede in genere il perseguimento di politiche economiche volte a ristabilire la credibilità e la solvibilità del paese, riducendo in particolare il fabbisogno statale (magari anche tramite la privatizzazione o la chiusura delle imprese pubbliche deficitarie) e ponendo in atto politiche deflazionistiche volte a ridurre la crescita di prezzi e salari. L' effetto di queste politiche è in genere di aumentare il tasso di interesse reale (in conseguenza della riduzione del tasso di crescita della moneta) e, tramite politiche monetarie e fiscali, di ridurre la domanda aggregata in termini reali, con la conseguenza di ridurre le importazioni. Ciò permette da un lato di arrestare il circolo vizioso svalutazione-inflazione-rincorsa salariale-inflazione-svalutazione, dall' altro ha però dei costi economici e sociali in termini di ridotta produzione ed occupazione. In molti casi l' opinione pubblica attribuisce tali costi al Fondo, piuttosto che alle politiche economiche precedenti che hanno portato il paese alla crisi. Qualunque sia la valutazione delle politiche richieste dal Fondo, peraltro la responsabilità del Fondo è limitata: per evitare di dover portare avanti le politiche di stabilizzazione cui il Fondo condiziona l' erogazione dei propri finanziamenti basta non richiedere la sua assistenza ed evitare quindi di trovarsi nella necessità di richiederla. Per ridurre i costi delle politiche deflazionistiche imposte il Fondo potrebbe richiedere politiche di rientro dalla situazione di squilibrio più graduale assicurando finanziamenti maggiori, ma questo dipende dalle capacità finanziarie del Fondo, che sono molto limitate in confronto alla liquidità gigantesca del mercato internazionale dei capitali, la cui mobilità fra l' altro si è accresciuta grandemente con il diffondersi dei computer e delle reti che permettono i trasferimenti di fondi in modo quasi istantaneo. Una politica di deciso rientro dalle condizioni che hanno portato alla crisi valutaria può essere richiesta per fornire un segnale forte in grado di cambiare le aspettative degli operatori e arrestare la speculazione contro la moneta. Uno strumento alternativo al finanziamento del sostegno della moneta del paese può peraltro consistere in politiche almeno temporanee di controllo dei cambi cui tradizionalmente il Fondo è alquanto ostile, tenuto conto della sua impostazione "filosofica" di tipo liberista che deriva in qualche misura dalla parte predominante che nelle finanze del Fondo e nella sua struttura decisionale hanno gli Stati Uniti (controllo che è pure suscettibile di orientare le politiche del Fondo in conformità con gli obiettivi della politica estera americana, in pratica soprattutto nel senso di perseguire la stabilità del *backyard* degli USA, cioè l' America Latina). Abbiamo visto anche gli inconvenienti del controllo dei cambi: di rendere più difficili gli scambi internazionali, di essere possibile fonte di corruzione, come tutte le regolamentazioni discrezionali dell' attività economica peraltro, e di efficacia in qualche modo limitata. In molti casi il Fondo è riuscito, attraverso l' impiego di risorse relativamente ingenti, accompagnate dalle politiche di stabilizzazione richieste ai governi, ad assicurare il salvataggio

fatto credito.

delle economie dei paesi da situazioni di crisi altrimenti senza facile uscita. Un esempio è la fuoriuscita del Messico dalla crisi del peso del 1994-95, causata dal tasso di cambio mantenuto a livelli irrealistici, con eccessivo apprezzamento reale da un lato e un eccessivo indebitamento in valuta da parte delle banche dall' altro, propiziata dalla percezione di una politica governativa volta al mantenimento del cambio e della disponibilità del governo a coprire le perdite delle banche. La crisi messicana, come nel caso della più recente crisi argentina, in definitiva derivava da politiche economiche interne incompatibili col mantenimento del cambio, oltre che dal rischio morale del comportamento di un sistema bancario la cui solvibilità tendeva ad essere garantita, ma senza adeguata supervisione e controllo. L' impiego da parte dell' IMF, insieme al Tesoro americano, di un sostegno al peso di 50 miliardi di dollari si accompagnava a politiche di contrazione fiscale e monetaria e alla crisi del sistema bancario, con conseguente riduzione del prodotto nazionale del 6% nel 1995 e raddoppio della disoccupazione. Ma già nel 1996 l' economia era in grado di riprendersi, l' inflazione era sotto controllo e il paese aveva riconquistato credibilità sul mercato dei capitali, consentendo il rimborso anticipato dei debiti internazionali incorsi durante la crisi.

In definitiva spesso l' impopolarità del Fondo coincide con l' impopolarità dell' esistenza di vincoli di bilancio che limitano la sostenibilità dei deficit delle partite correnti e della spesa pubblica finanziata in deficit. Purtroppo i vincoli di bilancio sono ineluttabili qualunque sia il sistema economico e le politiche economiche adottate e nascono dalla limitazione delle risorse reali disponibili e dalla stessa esistenza della scarsità dei beni in relazione ai bisogni (o ai desideri). In un mondo di illimitata abbondanza (la società di pieno comunismo dell' utopia marxiana) non vi sarebbe limite alle risorse disponibili e alla soddisfazione dei desideri, non ci sarebbe necessità né di pubbliche finanze né dell' assistenza del Fondo. Purtroppo si tratta solo di un' utopia.

Sussistono peraltro posizioni critiche più ragionate e "rispettabili" nei confronti dell' attività del Fondo. Una è quella di protestare contro l' ingerenza del Fondo in questioni che riguardano la politica interna degli stati e che non sono necessariamente legate alla difesa del cambio o della solvibilità internazionale, l' altra è, in particolare, quello di spingere i paesi alla liberalizzazione dei trasferimenti di capitale, introducendo un possibile elemento di instabilità in paesi dotati di una infrastruttura istituzionale relativamente fragile.

Fine del corso 2010-11.