

Capitolo 30

I regimi del tasso di cambio

Obiettivi di apprendimento

Alla fine del capitolo, lo studente dovrebbe essere in grado di:

- Comparare regimi alternativi del tasso di cambio.
- Descrivere il gold standard.
- Analizzare i sistemi di parità prefissate.
- Spiegare il concetto di “terna impossibile”.
- Esaminare il fenomeno degli attacchi speculativi.
- Illustrare il regime di cambi flessibili o variabili.
- Descrivere il “serpente monetario” e che cosa è successo “prima dell’eurozona”.

Avendo già studiato il commercio internazionale, in questo capitolo si approfondiranno i sistemi di pagamento internazionale già analizzati nei Capitoli 25 e 26 con riferimento all’equilibrio della bilancia dei pagamenti. In un sistema economico chiuso, la moneta funge da mezzo di scambio e permette così di ridurre i costi di transazione. Un sistema monetario efficiente promuove il commercio di beni, servizi e attività finanziarie riducendo i costi di transazione ed evitando un clima d’incertezza.

Il Sistema Monetario Internazionale fornisce un mezzo di scambio per le transazioni internazionali.

Il tasso di cambio misura il prezzo al quale due valute nazionali possono essere scambiate nel mercato del cambio. Nei Capitoli 25 e 26 si è discusso dei regimi di tasso di cambio fisso e dei regimi di tasso di cambio flessibile o variabile, analizzando il modo in cui l’adozione di un particolare regime di tasso di cambio può influenzare le politiche nazionali monetarie e fiscali in un particolare Paese. In questo capitolo l’obiettivo

sarà invece quello di capire come i regimi di tasso di cambio influenzino l’economia mondiale considerata nel suo complesso.

La Tabella 30.1 riassume i regimi che verranno di seguito discussi in funzione degli obblighi d’intervento della banca centrale: il gold standard, il regime dei cambi fissi predeterminati, il regime dei tassi controllati, il sistema dei tassi di cambio flessibili. Un tasso di cambio implica che esistano due Paesi che stanno

Tabella 30.1 I regimi del tasso di cambio

Intervento sul mercato dei cambi	Tasso di cambio	
	Fisso	Flessibile
Nessuno		Fluttuazione libera
Automatico	Gold standard, cambio legato a una valuta forte	
Discrezionale	Adeguamento delle parità	Fluttuazioni controllate (cambi quasi fissi)

D. Begg, G. Vernasca, S. Fischer, R. Dornbusch – Economia 6e © 2018, McGraw-Hill Education (Italy) srl

effettuando degli scambi. La maggior parte dei regimi, per funzionare, necessita dell'accordo riguardo al regime da adottare tra i due Paesi coinvolti.

30.1 Il gold standard

Il gold standard è stato utilizzato per quasi tutto il ^{xix} secolo. Tre erano le fondamentali caratteristiche del sistema del gold standard.

In primo luogo, i Governi di ogni singolo Paese dovevano fissare il prezzo dell'oro in valuta nazionale (parità aurea). In secondo luogo, l'oro era convertibile in moneta nazionale, al prezzo fissato, in qualsiasi quantità la gente desiderasse scambiarlo. In terzo luogo, i Governi s'impegnavano a seguire una regola che legava la creazione di moneta nazionale alle riserve in oro allora possedute. A ogni unità di valuta nazionale in circolazione corrispondeva, nei forzieri dello Stato, un ammontare d'oro di corrispondente valore. Non si poteva creare moneta se la banca centrale non aveva nuovo oro a disposizione.

Si supponga che gli Stati Uniti abbiano fissato il prezzo dell'oro a 15 dollari per oncia d'oro e l'Europa un valore di 10 euro per oncia. Il tasso di cambio dollaro/euro è quindi fissato a 1,5 dollari per euro, ovvero il rapporto tra i due prezzi dell'oro fissati dai due Paesi nelle valute nazionali (15 dollari/10 euro). Se il tasso di cambio fosse un altro valore, sarebbe possibile vendere oro in un Paese e comprare oro nell'altro, realizzando un profitto certo. Nel mercato del cambio, il flusso di valuta sarebbe logicamente univocamente direzionato verso il Paese che ha stabilito la maggior parità aurea. In questo caso, non esisterebbe un equilibrio. Il tasso di cambio di equilibrio dovrà essere uguale al prezzo relativo dell'oro nei due Paesi.

Un'unione monetaria tra diversi Paesi consiste nell'impegno a mantenere fissi i tassi di cambio.

Il gold standard era un'unione monetaria basata su prezzi fissi dell'oro, sulla convertibilità delle valute e sulla completa copertura dell'offerta di moneta da parte delle riserve in oro. Dato che un'unione monetaria è un argomento di grande attualità al giorno d'oggi, è interessante chiedersi come funzionasse il gold standard.

Gli aggiustamenti della bilancia dei pagamenti

Nell'equilibrio di lungo periodo, in ogni Paese vi è equilibrio interno (piena occupazione) ed esterno. La bilancia dei pagamenti è in pareggio. L'offerta di mo-

neta è costante, così come le riserve valutarie nelle casse della banca centrale e i tassi d'interesse.

Si supponga ora che i cittadini statunitensi decidano d'importare una maggiore quantità di beni prodotti in Europa. L'Europa registra, a questo punto, un boom delle esportazioni nel breve periodo. La domanda aggregata di beni europei aumenta. Al contrario, gli Stati Uniti dovranno fronteggiare un deficit nella bilancia dei pagamenti e un'eventuale recessione.

Ciò provoca un *automatico* meccanismo di aggiustamento. Inizialmente, l'Europa ha un saldo positivo nella bilancia dei pagamenti. Questo comporta un incremento delle riserve valutarie. Nel regime del gold standard, queste riserve erano costituite dall'oro. Il surplus della bilancia dei pagamenti causa l'aumento del quantitativo di oro posseduto dalla banca centrale e l'aumento dell'offerta di moneta per compensare l'aumento della domanda. Questo processo determina un ulteriore periodo di espansione.

Siccome il livello generale dei prezzi cresce, l'Europa diverrebbe gradualmente meno competitiva poiché il tasso di cambio nominale deve rimanere invariato, ma il tasso di cambio reale si apprezza a causa dell'inflazione. Ecco che si riduce gradualmente il saldo positivo della bilancia dei pagamenti, poiché le esportazioni diminuiscono e le importazioni aumentano. Alla fine, l'equilibrio esterno viene ristabilito.

Naturalmente, gli effetti sono opposti negli Stati Uniti. Da un iniziale deficit, gli stock statunitensi di oro e denaro diminuiscono; ciò provoca un innalzamento dei tassi d'interesse statunitensi e una contrazione della domanda aggregata. Gradualmente, il livello generale dei prezzi e dei salari statunitensi diminuisce e la competitività del sistema economico statunitense aumenta. Il deficit della bilancia commerciale viene via via eliminato e l'equilibrio esterno ristabilito.

Con ciò è chiaro quanto il gold standard provochi un automatico aggiustamento nei disequilibri del mercato reale e valutario mondiale. Tuttavia, gli aggiustamenti non sono istantanei. La velocità degli aggiustamenti è legata alla velocità con la quale i prezzi e i salari nazionali si adeguano in base alla pressione degli eccessi di offerta e di domanda.

Il gold standard in azione

Il gold standard è stato un sistema di tasso di cambio utilizzato per tutto il ^{xix} secolo e l'inizio del ^{xx} secolo, a parte il periodo di interruzione verificatosi durante la Prima Guerra Mondiale. Il gold standard ha avuto un grande vantaggio e un considerevole svantaggio. Siccome l'offerta di moneta era legata in modo completo all'offerta di oro, si escludeva automaticamente la possibilità di creare un grande quantitativo

di stock di moneta e d'innescare così un processo che avrebbe condotto a un'alta e persistente inflazione.

Tuttavia, dato che la politica monetaria dipendeva dal flusso di oro, i tassi d'interesse non potevano essere usati indipendentemente, per fini di ordine nazionale, per contrastare un prevedibile periodo di boom o di crisi. Invece, la politica monetaria doveva aspettare che variassero i flussi di oro per cambiare l'offerta di moneta e quindi i prezzi e i salari interni. E, poiché il processo che conduceva alla piena occupazione delle risorse implicava una caduta dei prezzi interni di beni finali e dei fattori produttivi, cosa che richiede numerosi anni per un adeguamento completo alla contrazione della domanda aggregata, il periodo del gold standard è stato un periodo durante il quale le singole economie sono risultate vulnerabili a lunghe e profonde depressioni, così come a rilevanti boom economici.

Nei prossimi paragrafi, e nel Capitolo 31, si approfondiranno i temi relativi all'eurozona. L'analisi del regime del gold standard, che era una vera e propria unione monetaria, consente di ragionare su tre implicazioni molto importanti. In primo luogo, fissare in modo permanente i tassi di cambio nominali non permette di fissare in modo permanente i tassi di cambio reali. Quindi, il livello di competitività può cambiare visto che i prezzi interni possono modificarsi in

base a quelli di altri Paesi. In secondo luogo, limitando il ruolo della politica monetaria, un'unione monetaria fa aumentare l'importanza della politica fiscale nei Paesi-membri che desiderano modificare la domanda aggregata indipendentemente dal resto dei Paesi dell'unione monetaria. In terzo luogo, un'unione monetaria è più facile da difendere se la flessibilità dei salari nei Paesi membri è alta.

30.2 Il regime dei cambi fissi

In un sistema di parità prefissate, i tassi di cambio sono normalmente fissi, ma i Paesi possono intervenire occasionalmente per modificare la parità.

Questo sistema è stato in vigore dal 1945 al 1973. Il più famoso esempio di parità prefissate è conosciuto come regime di Bretton Woods, dal nome della piccola cittadina statunitense dove, nel 1944, gli Stati Uniti e il Regno Unito definirono i dettagli dell'accordo. Poiché i Paesi concordarono di fissare ogni tasso di cambio rispetto al dollaro, questo sistema è stato anche denominato *dollar standard*.

Ogni nazione fissò la parità della propria valuta rispetto al dollaro. Il prezzo dell'oro fu definito in dollari. Le valute erano convertibili in dollari od oro, che

Approfondimento 30.1 Il gold standard e i flussi internazionali di capitali

Nel testo, quando si discute del meccanismo di aggiustamento nel sistema del gold standard, si ignorano i flussi in conto capitale della bilancia dei pagamenti. Si tratta della bilancia commerciale e della bilancia dei pagamenti come se fossero la stessa cosa. Questa semplificazione rende gli aggiustamenti automatici del gold standard apparentemente più efficaci di quanto in realtà furono. Tenere in considerazione i flussi in conto capitale indebolirebbe il meccanismo di aggiustamento del gold standard.

In primo luogo, i Paesi con un deficit commerciale talora aumentarono i tassi d'interesse per incoraggiare gli afflussi di capitali. In questo caso, un deficit commerciale non necessariamente avrebbe causato un deficit della bilancia dei pagamenti e flussi monetari in uscita dal Paese. Si sarebbero evitate sia una recessione sia una pressione sul livello generale dei prezzi e dei salari. Quindi, un deficit commerciale avrebbe potuto persistere più a lungo di quanto suggerito dalla teoria.

In secondo luogo, i flussi di capitale sono cruciali per comprendere il ruolo di alcuni Paesi. Prendiamo, per esempio, la performance economica del Regno

Unito durante il XIX secolo. Nella prima metà del secolo, culla della rivoluzione industriale e dell'impero commerciale inglese, il Regno Unito godette di surplus commerciali. Per mantenere la bilancia in pareggio, il Regno Unito ebbe considerevoli deflussi di capitale, in parte a copertura degli investimenti nelle colonie. Gli investimenti fruttarono via via rendite e profitti. Alla fine, lo stock britannico di capitale fisico straniero era divenuto così grande che l'afflusso d'interessi, profitti e dividendi eccedeva il tasso al quale il Regno Unito trovava nuove opportunità d'investimento all'estero.

L'afflusso netto di denaro iniziò a provocare un aumento dei prezzi e dei salari e rese i produttori britannici meno competitivi. Deficit e surplus in conto finanziario si susseguirono. Il meccanismo di aggiustamento del gold standard suggerisce che fu probabilmente inevitabile il deficit commerciale britannico del tardo XIX secolo. Non fu necessariamente l'esito di lassismo o decadenza come sostenne qualche vittoriano dell'epoca. Una più profonda comprensione del sistema monetario internazionale avrebbe ridotto le ansie vissute nell'epoca tardo vittoriana.

4 Parte 5 L'economia mondiale

insieme costituivano le riserve valutarie. A un tasso di cambio fisso, le banche centrali s'impegnavano a vendere e acquistare valuta nazionale, alterando le riserve di valute straniere in loro possesso. Esse intervenivano nel mercato valutario per difendere il tasso di cambio della propria valuta rispetto al dollaro.

La differenza fondamentale tra gold standard e dollar standard fu la sostanziale assenza, in questo secondo sistema, della copertura al 100% dello stock di moneta nazionale. Le autorità monetarie dei diversi Paesi che aderirono al dollar standard potevano emettere moneta nell'ammontare desiderato. Gli ideatori del sistema di Bretton Woods temevano che l'offerta mondiale di oro non potesse crescere abbastanza velocemente da seguire l'aumento della domanda di moneta che speravano si realizzasse nel prospero periodo del dopoguerra.

Dare ai Governi la possibilità di stampare moneta risolse questo problema, ma ne creò altri due. Il primo fu che bloccò il funzionamento del meccanismo di aggiustamento su cui faceva affidamento il gold standard, in cui i Paesi con una bilancia dei pagamenti in deficit perdevano oro e la loro offerta di moneta diminuiva. Tutto questo comportava una pressione sul livello generale dei prezzi e aveva riflessi sulla competitività del sistema. Nel dollar standard, i Paesi con una bilancia dei pagamenti in deficit perdevano denaro, ma nulla impediva al Governo nazionale di stampare più moneta, riportando l'offerta di moneta nazionale al suo livello originario. Sebbene questo potesse impedire la disoccupazione nel breve periodo, impediva, di fatto, anche quel processo di aggiustamento che nel lungo periodo avrebbe comportato una diminuzione dell'offerta di moneta, del livello generale dei prezzi e un aumento della competitività.

Queste politiche erano difficili da sostenere per un lungo periodo di tempo. Nel caso in cui il deficit della bilancia dei pagamenti fosse perdurato, il Governo avrebbe esaurito le riserve di valute estere. Allora il Paese avrebbe dovuto svalutare il suo tasso di cambio, per cercare di stimolare una crescita della competitività e rimuovere il sottostante deficit della bilancia dei pagamenti.

In queste circostanze, gli speculatori avevano il campo libero. Se un Paese mostrava una bilancia dei pagamenti in difficoltà, non c'era pericolo che il tasso di cambio subisse un aumento: o rimaneva invariato o si sarebbe verificata una svalutazione. Gli speculatori potevano anche scommettere che si sarebbe verificata una svalutazione, dato che un apprezzamento del tasso di cambio sarebbe stato poco probabile. A volte, la pressione degli speculatori anticipava la svalutazione dato che i Paesi perdevano riserve non solo a causa dei deficit della bilancia di conto corrente, ma anche a causa di flussi in uscita di capitali. Prevedendo

questa difficoltà, gli ideatori del sistema di Bretton Woods decisero di risolvere il problema degli attacchi speculativi rendendo illegali i movimenti di capitali da parte dei privati.

Tassi di cambio flessibili, perfetta mobilità dei capitali e sovranità sulla politica monetaria costituiscono una terna impossibile. Queste tre condizioni non possono realizzarsi contemporaneamente.

La perfetta mobilità dei capitali implica la parità dei tassi d'interesse. Infatti, i differenziali tra i tassi d'interesse devono essere annullati da variazioni dei tassi di cambio attesi per rendere uguali i rendimenti attesi in valute diverse. Tassi di cambio fissi implicano che le variazioni attese del tasso di cambio siano nulle e quindi, in questo caso, i tassi d'interesse devono essere uguali. Ciò significa che i Governi non possono mantenere il potere di fissare i tassi d'interesse.

Nel 1944-1945, gli ideatori del Bretton Woods decisero che la fissazione dei tassi di cambio era una questione importante da definire, ma sapevano che i Paesi non erano ancora pronti a rinunciare alla sovranità sulla politica monetaria. Quindi fu abolita la mobilità dei capitali: i controlli sui flussi di capitale furono rigidi fino al 1960, anno in cui i controlli sui flussi di capitale di lungo periodo furono ridotti. Dopo che il regime dei cambi fissi fu abbandonato (nel 1973), la necessità di effettuare controlli sui flussi di capitale diminuì. E così il sistema di controllo sui capitali fu gradualmente smantellato e l'integrazione dei mercati finanziari globali fu sempre più intensificata.

Il dollar standard ebbe un'altra conseguenza: causò una forte inflazione in molti Paesi del mondo. Poiché i dollari erano divenuti il mezzo di scambio mondiale, gli Stati Uniti non avrebbero mai estinto le loro riserve di valute straniere. Il Governo statunitense poteva sempre finanziare un deficit della bilancia dei pagamenti americana emettendo dollari. Verso la metà degli anni Sessanta, gli Stati Uniti incorsero in pesanti deficit della bilancia dei pagamenti, in parte a causa delle ingenti spese che la guerra del Vietnam comportò. Di conseguenza, l'offerta di dollari crebbe rapidamente. Incrementando l'offerta di dollari mondiale, questo processo finì per aumentare il tasso d'inflazione mondiale.

Al contrario, nel regime del gold standard l'offerta di moneta poteva variare solo alla velocità alla quale l'oro veniva estratto. Da una parte, questo sistema rappresentava uno sperpero di risorse reali. Perché impiegare lavoratori, una risorsa scarsa, nelle miniere d'oro per estrarre oro quando si poteva stampare denaro a un costo pressoché nullo delle risorse reali? Ma, d'altra parte, la difficoltà di provvedere alla creazione di una nuova offerta di oro avrebbe rallentato il

tasso di crescita dell'offerta di moneta nel lungo periodo. Ciò rappresentava un impegno a mantenere bassa l'inflazione.

30.3 I tassi di cambio flessibili o variabili

La flessibilità pura dei tassi di cambio comporta che i mercati dei cambi siano in continuo aggiustamento verso l'equilibrio e che non vi sia intervento, da parte delle autorità monetarie, attraverso l'uso delle riserve valutarie. Le riserve delle banche centrali non devono variare e non ci devono essere meccanismi esogeni che alterino l'offerta di moneta nazionale. La bilancia dei pagamenti è, insomma, sempre in pareggio.

Il Capitolo 25 ha spiegato come variano i tassi di cambio in un regime di tassi di cambio variabili. Nel lungo periodo, i tassi di cambio seguono un processo di aggiustamento per raggiungere l'equilibrio esterno. Questo processo determina il tasso di cambio reale che dovrà formarsi nel lungo periodo. Le offerte di moneta nazionale ed estera determinano il livello dei prezzi nazionali ed esteri. Dati questi livelli dei prezzi, c'è solo un percorso di variazione dei tassi di cambio nominali che permette di ottenere il tasso di cambio reale necessario per raggiungere l'equilibrio esterno quando un sistema economico ha già raggiunto l'equilibrio interno.

Nell'equilibrio di lungo periodo, allora, i tassi di cambio nominali seguono il principio della parità del potere d'acquisto.

Quando la mobilità dei capitali è alta, nel breve periodo i tassi di cambio flessibili non seguono l'andamento del tasso che consente la parità del potere d'acquisto e l'equilibrio esterno. Si è già spiegato come variano i tassi di cambio per rispettare la condizione di parità del potere d'acquisto ed evitare così ingenti flussi di capitali in una sola direzione. Nel breve periodo, quando i capitali internazionali sono molto mobili, ciò che è importante non è portare in equilibrio i flussi di conto corrente della bilancia dei pagamenti ma le transazioni, potenzialmente molto più cospicue, della parte di conto finanziario.

Nel lungo periodo, non c'è nessun conflitto tra le priorità. Una volta che i tassi d'interesse tornano al loro livello di equilibrio di lungo periodo, i differenziali tra i tassi d'interesse nominali riflettono i differenziali d'inflazione: le condizioni di parità del potere d'acquisto e parità dei tassi d'interesse possono essere soddisfatte contemporaneamente.

Quindi, i tassi di cambio fluttuanti non garantiscono che nel breve periodo non si verifichino forti variazioni nel livello di competitività. Improvvisi cambiamenti dei tassi d'interesse attesi, o del livello del

tasso di cambio reale finale che permette di raggiungere l'equilibrio esterno, hanno un forte effetto sul tasso di cambio reale corrente.

Tuttavia, i regimi di tassi di cambio fluttuanti garantiscono una protezione contro gli attacchi speculativi, dato che le nuove informazioni possono fare aumentare o diminuire molto i tassi di cambio. In questo modo, i tassi di cambio variabili aiutano a prevenire massicci flussi di capitali che causano forti problemi alla politica macroeconomica di un Paese. I tassi di cambio fluttuanti rappresentano anche il regime di ripiego adottato quando i Paesi non riescono ad accordarsi su un altro regime di cambi.

Un sistema di tassi controllati

In regime di piena flessibilità del cambio, non esiste intervento della banca centrale nel mercato del cambio. Le riserve di valute straniere rimangono costanti, il saldo della bilancia dei pagamenti è zero e il flusso monetario netto dall'estero è nullo.

In pratica, non è mai esistita la perfetta flessibilità dei tassi di cambio da quando, nel 1973, il sistema dell'adeguamento alla parità di Bretton Woods è stato soppiantato da un regime di cambi flessibili.

In un sistema di tassi controllati, le banche centrali intervengono nel mercato dei cambi sia per tentare di attenuare le fluttuazioni del tasso di cambio sia per orientare il tasso di cambio nella direzione desiderata.

Questi interventi possono risultare efficaci nel breve periodo ma nel lungo hanno, probabilmente, una scarsa incidenza sulle tendenze in atto nel mercato dei cambi. Le banche centrali detengono riserve di valute estere di considerevole ammontare alle quali possono attingere nel tentativo di modificare l'equilibrio del mercato valutario, comprando o vendendo la valuta nazionale in cambio di riserve, ma al giorno d'oggi gli speculatori dispongono di quantitativi di valute persino più consistenti.

30.4 Gli attacchi speculativi in un regime di tassi di cambio fissi

Ogni sistema politico ed economico odia ammettere che la sua sovranità nazionale venga limitata. Di fatto, la mobilità dei capitali è aumentata negli ultimi vent'anni. In un regime di cambi flessibili, l'incidenza dei trasferimenti di capitali a opera di speculatori gioca un ruolo evidente. In un regime di cambi fissi, i Governi talora si illudono che la propria sovranità non possa in

6 Parte 5 L'economia mondiale

alcun modo essere compromessa. Spesso, tuttavia, una crisi li costringe a fare i conti con la realtà.

Molti ricordano ancora il 1992, allorché l'Italia dovette forzatamente deprezzare la lira e abbandonare lo SME. Più recentemente, i sistemi di parità valutaria del Messico (1994), di alcuni Paesi asiatici (1997) e del Brasile (1999) hanno subito pesanti attacchi speculativi. Quando gli speculatori dispongono di riserve monetarie superiori a quelle delle banche centrali, il sistema di interventi delle autorità monetarie mostra tutta la sua fragilità.

Oggi, con una così alta mobilità dei capitali, le crisi non sono causate direttamente da deficit della bilancia commerciale, ma dai flussi di capitali della bilancia di conto finanziario. Questi movimenti, di solito, riflettono la percezione che alcuni aspetti della politica economica corrente di un certo Paese non siano sostenibili. La politica di aumentare i tassi d'interesse per difendere la valuta dai flussi in uscita dei capitali potrebbe risultare un intervento poco convincente se l'economia nazionale non fosse in grado di sostenere a lungo il peso di una simile manovra. Se gli speculatori insistono nei loro obiettivi destabilizzanti, le autorità monetarie nazionali potrebbero soccombere.

Un attacco speculativo è rappresentato da un consistente flusso in uscita di capitali da un Paese e dalla vendita in forti quantitativi, nel mercato valutario, di una valuta nazionale. Se ha successo, causa una svalutazione. I Paesi a volte riescono a difendersi dagli attacchi speculativi aumentando i tassi d'interesse e attuando una politica fiscale restrittiva. Questa strategia può avere successo solo se i Governi che la adottano godono di credibilità.

Esistono parecchie interpretazioni circa la natura di un attacco speculativo. Alcuni sostengono che si tratti di un vero e proprio correttore di un errore di politica del cambio. Per esempio, se un Paese ha un forte deficit di bilancio, potrà trovarsi costretto a stampare moneta. Sicuramente, nel Paese s'innescerà un'inflazione e, a questo punto, promettere di mantenere fisso il tasso di cambio nominale può avere poco senso. Un attacco speculativo semplicemente costringe a passare a un regime di cambi più realistico, come il regime di cambi flessibili. Questa può essere una buona interpretazione della crisi russa del 1998 e spiega parzialmente le speculazioni avvenute a danno della Grecia nel 2010, ma non spiega gli attacchi speculativi contro le economie dei Paesi asiatici, come la Corea e le Filippine, nel 1997, né l'attacco al Regno Unito del 1992, in quanto questi ultimi non avevano né un'alta inflazione né alti deficit.

Una seconda interpretazione è che ci possono essere due tassi di cambio di equilibrio. Senza attacchi speculativi, il normale tasso di cambio è sostanzial-

mente corretto. Se il tasso di cambio fosse leggermente sopravvalutato, il costo del deprezzamento (aumentare le aspettative inflazionistiche) potrebbe avere ben più gravi conseguenze che non una minore competitività sullo scenario internazionale. Tuttavia, in caso di attacco speculativo, è necessario considerare anche il costo (in termini di reputazione e di perdita di riserve valutarie) del volere resistere a tutti i costi. Un temporaneo guadagno della competitività, dovuto alla svalutazione, può risultare una più che accettabile sconfitta. Il fatto che la parità possa resistere, dipenderà da quando e quanto gli speculatori decideranno di attaccare.

Gli attacchi sono, comunque, molto costosi. Se le banche centrali prendono a prestito valuta straniera, una diminuzione del tasso di cambio può rendere più onerosi i debiti di valuta contratti conducendo anche alla bancarotta alcune banche e a una generale perdita di fiducia. Ma come fa allora un Paese a rendersi meno vulnerabile agli attacchi speculativi?

Le barriere invalicabili

Tre sono le possibili risposte. Prima di tutto, si può tentare di ridurre la mobilità dei capitali rendendo più semplice la difesa della parità. Questa fu la soluzione adottata dai sottoscrittori degli accordi di Bretton Woods dopo il secondo conflitto mondiale. I flussi di capitali furono, di fatto, limitati da appositi testi legislativi.

Un sistema di controllo dei flussi di capitali proibisce, limita o tassa le transazioni internazionali di capitali privati.

Un tale sistema consente di mantenere le parità valutarie fissate. Tuttavia, dagli anni '70, la spinta verso la globalizzazione finanziaria ha progressivamente smantellato lo spirito di questo sistema. È divenuto sempre più difficile far rispettare questo vincolo legislativo, soprattutto a fronte di spregiudicate elusioni che hanno consentito grossi investimenti finanziari all'estero.

Un'altra forma di controllo potrebbe essere l'imposizione della Tobin tax, possibilità già ampiamente discussa.

I sistemi di controllo dei capitali sono stati adottati con successo in Cile e in Malesia, dal 1997, dopo un forte attacco valutario. L'economia globale non è però unanime circa l'utilizzazione di questo strumento. I Paesi emergenti possono più facilmente introdurre questi controlli e queste politiche. Invece, più un Paese è integrato nell'economia globale, più è difficile utilizzare i sistemi di controllo dei capitali.

Se un sistema di controllo dei capitali è difficile da realizzare, bisogna rendere il mercato valutario il più robusto e resistente possibile. Un sistema di parità prefissate può essere una soluzione alla completa quanto fragile flessibilità. Le parità prefissate sono cambi fissi ma che, saltuariamente, potrebbero essere variati. La banca centrale si deve impegnare a difenderli da qualsiasi attacco. Ma poiché non sono cambi fissi per sempre, gli speculatori sanno di poter vincere.

Se questa è la diagnosi, la cura potrebbe consistere nell'adozione di uno dei due regimi estremi: cambi perfettamente flessibili o perfettamente fissi. Allora, una seconda soluzione per porre alcuni limiti agli spostamenti di capitali potrebbe essere quella di lasciare la valuta libera di fluttuare. Lo speculatore abbia pure le mani libere. Può anche spingere la valuta verso il basso ma, se la valuta è destinata a risalire, poiché l'attacco speculativo non ha consistenza, risalirà. In effetti, così è accaduto per i tassi di cambio asiatici, che si sono completamente e rapidamente ristabiliti dopo gli attacchi del 1997.

Una terza soluzione potrebbe essere quella di rendere più credibile la parità desiderata, creando un regime simile al gold standard. Uno strumento utilizzato è quello che consente di legare il proprio cambio in maniera fissa a una valuta forte. L'impegno di un Paese deve essere in tal caso molto preciso, contemplando la piena rinuncia all'indipendenza della propria politica monetaria.

Un *currency board* rappresenta un impegno da parte di alcuni Paesi a fissare il tasso di cambio legandolo a un'altra moneta, rinunciando così alla propria sovranità sulla politica monetaria.

La banca centrale si limita a non creare moneta. I surplus o i deficit della bilancia dei pagamenti divengono l'unica fonte di espansione o contrazione della base monetaria. Si supponga che un Paese sia in deficit perché importa troppo. Gli importatori cedono valuta nazionale all'autorità monetaria per ottenere valuta straniera. Le autorità ritirano valuta nazionale dalla circolazione. Tra i Paesi che adottano un tale tipo di politica ci sono l'Estonia e l'Argentina.

Come in tutti i sistemi basati su un impegno pre-stabilito *ex ante*, questo regime può risultare molto oneroso da sostenere. Se il Paese perde l'autonomia monetaria, i tassi d'interesse cessano di essere uno strumento della politica monetaria. Per convivere bene con un regime di cambi fissi nominali, è necessario evitare di avere tassi d'inflazione più alti dei propri partner commerciali. Se il Governo attua una politica fiscale irresponsabile, si renderà necessaria la creazione di nuova moneta e, quindi, ci sarà inflazione, che alla fine porterà problemi all'economia del Paese.

La crisi dell'Argentina, alla fine del 2001-2002 e quella della Grecia del 2010, sono state proprio il frutto di un deterioramento continuo della competitività dei due Paesi. In altri casi, sapere di dover rispettare un impegno nella politica monetaria può indurre le autorità depositarie della politica fiscale ad agire in modo responsabile, come è accaduto in Estonia prima dell'ingresso nell'Unione Europea.

In modo simile, se il sistema bancario è in crisi, un *currency board* impedisce di avere un'espansione monetaria finalizzata ad aiutare le banche nel periodo di crisi. Se la gente si preoccupa di una situazione del genere, allora, in queste circostanze, il Paese troverà il modo di ritirarsi dal *currency board*, ma se gli speculatori prevedono questa possibilità attaccheranno lo stesso la moneta. Un *currency board* può funzionare con maggior successo tanto più in ordine è la finanza pubblica e tanto più la legislazione relativa al sistema bancario impedisce che le banche intraprendano azioni ad alto rischio che possono aggravare la crisi.

Non c'è soluzione ideale. Se esistesse una soluzione perfetta, sarebbe già stata adottata da lungo tempo.

30.5 Fisso contro flessibile

In questo paragrafo si compareranno questi due diversi regimi di cambio per ciò che concerne la capacità di reagire agli shock, la volatilità e la disciplina finanziaria.

La capacità di reagire agli shock

Come vengono affrontati da diverse economie nazionali particolari congiunture e shock che possono riguardare il loro sistema valutario? Ampie fluttuazioni del valore nominale possono insorgere se i Paesi hanno tassi d'inflazione differenti. Fluttuazioni del cambio reale sopravvengono invece quando l'economia mondiale soffre di una contrazione dell'offerta aggregata a seguito, per esempio, di una quadruplicazione del prezzo del petrolio.

In un regime di cambi nominali fissi, i Paesi con un differenziale d'inflazione positivo rispetto a quello degli altri Paesi (cioè con un tasso d'inflazione superiore) diverranno gradualmente meno competitivi sul mercato internazionale. A meno che questi Paesi non seguano politiche monetarie interne che allineino i tassi d'inflazione interni a quelli degli altri Paesi, un sistema di cambi fissi semplicemente non può fronteggiare la situazione. Se si rendono necessarie frequenti svalutazioni per ristabilire il livello di competitività, la credibilità del potere politico si affievolisce

8 Parte 5 L'economia mondiale

e l'economia potrebbe iniziare a oscillare. Nel lungo periodo, un regime di cambi variabili può causare un lento ma costante deprezzamento della moneta, facendole mantenere la parità del potere d'acquisto e annullare i differenziali d'inflazione con gli altri Paesi.

Quali sono le implicazioni sulle fluttuazioni del tasso di cambio reale causate da shock di natura reale? Si immagini soltanto quali ripercussioni avrebbe avuto uno shock determinato da un aumento del prezzo del petrolio da parte dell'OPEC, in un sistema di cambi fissi. Nell'immediato, Paesi che sono forti importatori di petrolio avrebbero registrato un enorme de-

ficit della bilancia dei pagamenti e gli speculatori sarebbero partiti alla carica a scommettere sulle valute in procinto di una svalutazione. In un regime di cambi fissi, l'aumento del prezzo del petrolio da parte dell'OPEC avrebbe portato a una serie di riunioni e consultazioni nel tentativo di stabilire nuove parità dei tassi di cambio e ulteriori consultazioni al fine di determinare se le modifiche dei cambi fossero state dell'ampiezza giusta o meno. In pratica, un regime di cambi flessibili ha permesso di affrontare meglio la situazione.

La volatilità

I critici del sistema dei cambi flessibili puntano il dito sulla loro estrema volatilità. Tra il 1948 e il 1972, il tasso di cambio lira/dollaro era passato da 574 a 583 lire per 1 dollaro. Le oscillazioni erano minime. Compito delle banche centrali era quello d'intervenire sul mercato dei tassi di cambio per mantenere la parità. Nella Figura 30.1 si può, invece, constatare quanto sia stato volatile il tasso di cambio lira/dollaro nel regime di tassi flessibili, dal 1973 al 2000. Non soltanto le fluttuazioni sono state molto ampie, con scostamenti che lo hanno portato da 1200 lire nel 1990 a 2117 lire nel 2000, ma anche molto veloci. Una tale volatilità porta a grande incertezza e tende a ridurre il numero degli scambi internazionali e l'ammontare degli investimenti esteri.

Dalla Figura 30.2 si può desumere come la sterlina sia soggetta, in regimi di cambi variabili, a una con-

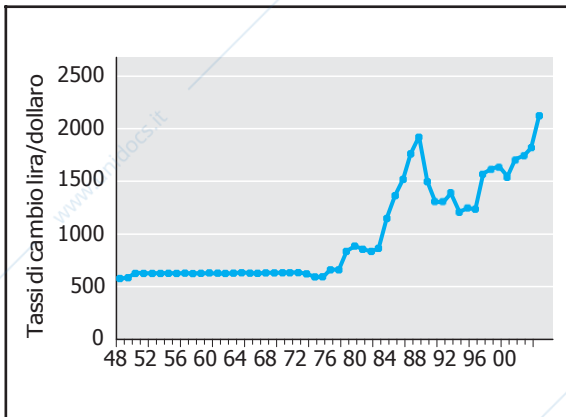


Figura 30.1 Il tasso di cambio lira/dollaro, 1948-2000.

Fonte: Banca d'Italia.

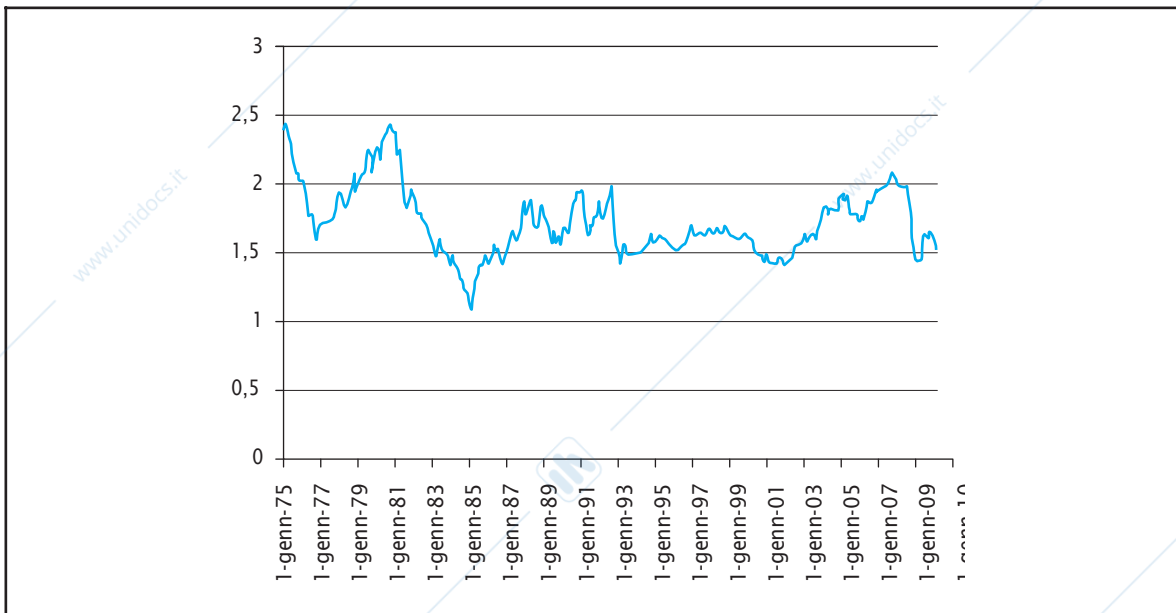


Figura 30.2 Il tasso di cambio della sterlina, 1975-2010 (\$/£).

Fonte: Banca d'Inghilterra.

tinua volatilità che riflette ciclicamente le incertezze macroeconomiche, non ultime quelle della recentissima crisi.

La volatilità esiste. Ma è poi così un gran male? In primo luogo, non è così ovvio che un sistema con tassi di cambio nominali fissi, ma che possono occasionalmente subire brusche svalutazioni o apprezzamenti, porti a una minore incertezza di un sistema a tassi di cambio nominali che variano giornalmente.

In secondo luogo, che cosa accadrebbe se non si riuscisse a controllare il tasso di cambio? Per rendere il tasso di cambio più stabile quando si verificano degli shock, forse i tassi d'interesse o l'aliquota fiscale non devono essere modificati per adattarsi alla nuova situazione economica? L'incertezza circa la competitività del sistema in un regime di tassi flessibili è necessariamente peggiore di quella relativa ai tassi d'interesse e alle aliquote fiscali in un regime di tassi di cambio fissi? Le imprese esportatrici italiane, probabilmente, non furono troppo scontente quando la lira uscì dal meccanismo dello SME, nel 1992.

La volatilità non è, in definitiva, un argomento completamente a sfavore dei tassi flessibili. Occorre, tuttavia, impostare il ragionamento in modo più sottile. Si è detto che gli shock non sono indipendenti dal regime dei tassi di cambio adottato. In breve, nonostante la loro flessibilità e la loro robustezza nell'assorbire gli shock, i tassi variabili rendono anche gli shock più probabili. Questa argomentazione si riferisce soprattutto a una spirale inflazione-scarso disciplina finanziaria.

Il rigore finanziario

Un regime di cambi flessibili permette ai diversi Paesi di poter mantenere differenziali d'inflazione, anche all'infinito. Nel lungo periodo, i tassi di cambio dei Paesi ad alta inflazione si deprezzeranno per mantenere inalterato il potere d'acquisto delle valute e costante la competitività internazionale. Allo stesso modo, i cambi flessibili non impediscono a un singolo Paese di adottare politiche monetarie espansive nonostante livelli elevati d'inflazione interna. Perciò, i critici di questo regime di tassi di cambio affermano che così non può realizzarsi alcun rigore finanziario. Al contrario, è incontestabile che, in un regime di cambi fissi, i Paesi divengano non competitivi se hanno un'inflazione al di sopra della media. Se non è consentito svalutare, non hanno altra scelta che adottare politiche interne restrittive per riallineare l'inflazione con il livello mondiale.

I tassi di cambio fissi, tuttavia, non sono l'unica via che conduce al rigore finanziario. È possibile

raggiungerlo se il Governo s'impegna pubblicamente a sostenere una politica monetaria credibile. Per esempio, in questi ultimi anni, molti Paesi hanno garantito alle proprie banche centrali indipendenza operativa dai Governi, dando loro la facoltà di fissare i tassi d'interesse per perseguire obiettivi di bassa inflazione che le politiche governative avevano sacrificato.

Tra breve, si esaminerà il ruolo dello SME (Sistema Monetario Europeo) come strumento di rigore finanziario nell'Europa occidentale, che ha preceduto l'adozione della moneta unica. Nel prossimo capitolo, si discuterà altresì di una ancora più rigida disciplina imposta dall'Unione Monetaria Europea.

Qui, bisogna sottolineare che la scelta di partecipare a un'unione monetaria non è la via per il rigore finanziario né quella per il successo sicuro, come non lo è la dichiarazione di un impegno a proposito della politica monetaria interna da parte dei Governi. Basti pensare alla crisi di importanti valute dello SME, nel settembre 1992: sterlina, lira, peseta e scudo, e a come nel 2010 nei mercati finanziari si temesse che i PIGS (Italia, Spagna, Portogallo e Grecia) non sarebbero sopravvissuti nell'eurozona.

Attualmente, c'è una crescente pressione nei confronti della Cina affinché abbandoni la parità con il dollaro, che è al momento a livelli che la rendono iper-competitiva.

La Tabella 30.2 mostra i dati relativi alla bilancia dei pagamenti dell'insieme delle economie asiatiche emergenti, comprese Cina e India. Questi Paesi hanno avuto un surplus di conto corrente tra i 400 e i 500 miliardi di dollari all'anno. Inoltre l'insieme dei flussi di capitale privato e altri flussi di capitale hanno portato a ulteriori afflussi. Di conseguenza la bilancia dei pagamenti di questo gruppo di Paesi ha avuto un surplus per un valore che supera i 500 miliardi di dollari all'anno. Che cosa accade a questi elevati flussi monetari?

Si vanno ad aggiungere alle riserve di valuta estera

Applicazione 30.1 L'economia mondiale è in un vicolo cieco?

Dopo che la crisi ha raggiunto il suo apice nel 2008-2009, l'economia mondiale si è risolleata nel 2010 grazie alle politiche monetaria e fiscale espansive, le più massicce che la storia conosca in tempo di pace sia negli Stati Uniti che in Europa... che in Cina. Ma cosa succede quando la politica fiscale espansiva si trasforma in una *stretta*? Una stretta fiscale come quella che stanno sperimentando ora molti paesi europei, dall'Italia alla Spagna, dalla Francia all'Irlanda, ...

Si ricordi la fondamentale identità di contabilità nazionale delle immissioni (entrate) che, in equilibrio macroeconomico, eguagliano i prelievi (uscite)

$$I + G + X = S + T + Z$$

La stessa identità – lo si è appreso nel Capitolo 17, il primo di macroeconomia – si può riscrivere nel modo seguente:

$$[X - Z] + [G - T] = [S - I]$$

Nella realtà, i deficit commerciali non sono mai una percentuale elevata del PIL. Semmai, l'identità così riscritta lancia il monito che i grandi deficit pubblici sono compensati dal surplus privato, cioè con il risparmio che eccede gli investimenti. Un aumento della spesa privata per consumi e investimenti e una riduzione del risparmio privato sono, allora, auspicabili.

Subito dopo lo scoppio della crisi, l'OCSE ha calcolato che il surplus privato era pari circa al 7% del PIL dell'OCSE (Eurozona compresa). Rispetto alla propensione al risparmio precedente la crisi, si trattava di un deciso aumento del risparmio e di un contemporaneo e deciso calo della spesa privata. Una politica fiscale di stimolo della spesa si rendeva necessaria.

Se i governi sono ora nella fase della stretta, il collasso della spesa privata è sotto gli occhi di tutti e una politica monetaria non può nulla perché i tassi di interesse sono già prossimi allo zero.

Se si è ottimisti, la crescita del credito potrebbe essere dietro l'angolo portando con sé un aumento degli investimenti e dei consumi.

Se si è pessimisti, i privati e i potenziali creditori sono spaventati dalla stretta fiscale e non vedono la fine della crisi. Il risparmio, là dove possibile, rimane elevato, i consumi e gli investimenti modesti se non ai minimi storici. Insomma, il paradosso della parsimonia rende la crisi *perniciosa*.

I Paesi ricchi dell'OCSE sono anche i più indebitati. Per limitare la percentuale debito pubblico/PIL o adottano una riduzione della spesa o aumentano le entrate... per esempio sostenendo e stimolando le esportazioni verso la Cina e altri Paesi emergenti che, a oggi, non hanno accumulato le cifre esorbitanti del debito pubblico OCSE. Ecco perché i governi dei Paesi membri dell'OCSE sono così preoccupati del deprezzamento delle valute dei paesi emergenti e dell'apprezzamento delle valute OCSE.

Se le economie mature non sapranno sostenere la ri-crescita stimolando le esportazioni, l'aumento della spesa privata e di quella pubblica sarà solo di lungo periodo, quando nuovo capitale fisico si sarà potuto aggiungere a quello esistente con la fine del *credit crunch*.

Il Professor Larry Summers, già presidente della Harvard University e Assistente del Tesoro federale sotto la presidenza Clinton ha affermato che poiché i tassi di interesse nominali sono bassi, i tassi di in-

Tabella 30.2 Bilanci dei pagamenti dell'Asia emergente, miliardi di dollari, 2008-2010

	2008	2009	2010
Conto corrente	1420	1481	1469
Conto capitale	1214	134	157
Saldo della Bilancia dei pagamenti	1634	1515	1526
Crescita delle riserve di valute estere	1634	1515	1526

Fonte: IMF.

dei Paesi. Questi Paesi fisseranno i loro tassi di cambio o li renderanno flessibili? Se li rendessero pienamente flessibili, il saldo della loro bilancia dei pagamenti potrebbe velocemente azzerarsi. In media tutti i tassi di cambio delle valute di questi Paesi si apprezzeranno e la loro competitività diminuirebbe.

L'elevata dimensione di questo surplus ha spinto i Governi dei Paesi occidentali a insistere affinché si modificasse la politica relativa ai tassi di cambio, in particolar modo quella adottata dalla Cina. In effetti, in contrapposizione al surplus della bilancia commer-

teresse reali sono negativi. Ciò significa che il costo del denaro (del credito) è negativo. Se il sistema del credito saprà indirizzarlo ai consumi e agli investimenti, questi genereranno gettito fiscale migliorando la solvibilità dell'attore macroeconomico "Stato".

	2012	2013	2014
World	3,2	3,5	4,1
BRICS			
Brazil	1	3,5	4,5
Russia	3,6	3,7	3,8
India	4,5	5,9	6,4
China	6,6	7,1	7,5
US	1,3	1,4	2,2
Euro Area	-0,4	-0,2	1,0
UK	-0,2	1,0	1,9

Fonte: testo adattato da Wolf M., The world economy has no way out of the mire, *Financial Times*, 23 febbraio 2010 e IMF, *World Economic Outlook Update*, Gennaio 2013.

Domande

- a. L'unione monetaria limiterebbe, secondo gli oppositori della stessa, gli aggiustamenti necessari alla competitività. La moneta unica e la politica monetaria unica possono rivelarsi un problema importante in alcune delle seguenti ipotesi. Contrassegnate quali.
 1. Un'economia che ha scarsi scambi con il Resto del Mondo.
 2. Un'economia con un mercato del lavoro flessibile.
 3. Un'economia estremamente aperta al commercio internazionale con i Paesi confinanti.
 4. Un'economia con settori produttivi molto simili a quelli dei maggiori partner commerciali.
 5. Un'economia con una politica fiscale molto prudente.
- b. Contemporaneamente in un sistema economico si riducono del 20% i redditi, i costi e i prezzi.
 1. Gli standard di vita si riducono?
 2. Quali sono le ripercussioni a seconda che l'economia sia aperta o chiusa al Resto del Mondo?
 3. Sarebbe sempre augurabile deprezzare il tasso di cambio?

ziale cinese si trova un deficit in quella degli Stati Uniti e dell'Europa, Paesi nei quali i sindacati dei lavoratori protestano a causa della delocalizzazione della produzione verso l'Asia. La teoria del vantaggio comparato implica, infatti, che molte attività di tipo manifatturiero siano destinate a sparire dagli Stati Uniti e dall'Europa e l'attuale sistema dei tassi di cambio sta accelerando questo processo. Se, in aggiunta, si attivasse l'isteresi, le professioni destinate alla sparizione potrebbero "estinguersi" definitivamente, anche se si verificasse una successiva correzione dei tassi di cambio.

Se un Governo è debole in casa propria, invocare le pressioni esterne di un'unione monetaria può essere una buona strategia. Questo era l'intento di un'istituzione come lo SME, che è stato uno strumento correttivo dell'inflazione negli anni '80. Ma un Governo forte è in grado di prendere provvedimenti all'interno del proprio Paese che dimostrino il suo impegno credibile quali, per esempio, nominare un governatore della banca centrale molto coerente o dare alla banca centrale molta indipendenza dal potere politico.

D. Begg, G. Vernasca, S. Fischer, R. Dornbusch – Economia 6e © 2018, McGraw-Hill Education (Italy) srl

30.6 Prima dell'eurozona

Approfondimento 30.2 La forza della valuta cinese

Un renminbi¹ sottovalutato avvantaggia artificialmente le esportazioni cinesi, limitando al contempo le esportazioni degli altri paesi verso la Cina. Tutto ciò si tradurrebbe in una forte limitazione del mercato del lavoro nei paesi più sviluppati a vantaggio dell'occupazione cinese, nonché in continui attivi nella bilancia dei pagamenti cinese (e conseguenti passivi nelle bilance dei pagamenti dei paesi sviluppati) che hanno portato il paese ad accumulare quelle che sono di gran lunga le più ingenti riserve valutarie al mondo in termini di valore.

Tuttavia, questo stato di cose favorisce anche gli interessi di diverse imprese dei paesi sviluppati che hanno spostato la produzione in Cina. Un tasso di cambio sottovalutato rende molto più appetibili, sui mercati occidentali, le merci prodotte in Cina, consentendo alle multinazionali amplissimi margini di guadagno.

Nel novembre del 2013 è stato accertato come la moneta cinese sia la seconda valuta, dopo il dollaro, nelle transazioni commerciali, superando l'Euro. Il 1° dicembre 2015, il Renminbi cinese è divenuto una delle sei valute di riserva approvate dal FMI: la direzione del FMI ha motivato questa decisione asserendo che, oltre al fatto che nel 2014 le esportazioni della Cina hanno totalizzato il 12.4% degli scambi internazionali mondiali, il Renminbi ottempera al requisito di essere una valuta "ampiamente utilizzata" nelle transazioni internazionali.

¹ Renminbi è il nome ufficiale della valuta cinese, mentre lo yuan è l'unità di conto.

Le piccole economie aperte che effettuano tra loro notevoli interscambi non amano particolarmente la volatilità dei tassi di cambio tra le loro monete. Nel 1979 i membri della Comunità Europea fondarono il Sistema Monetario Europeo (SME), un sistema di cooperazione monetaria e cooperazione sui tassi di cambio. L'elemento principale era costituito dal "serpente monetario".

Con il serpente monetario (*Exchange Rate Mechanism*) ciascun Paese fissava un tasso di cambio nominale contro la valuta di ogni altro Paese aderente. Invece, ogni valuta era libera di fluttuare nei confronti delle valute del resto del mondo.

I cambi tra i Paesi aderenti non erano però perfettamente fissi. Ogni Paese aderente poteva consentire alla valuta nazionale di oscillare in una banda del $\pm 2,25\%$ rispetto alla parità centrale¹ che si impegnava a mantenere. Il nome di "serpente" stava proprio a indicare che, nel tempo, la valuta poteva muoversi su e giù rispetto alla parità.

Se una valuta stava per travalicare il confine superiore o inferiore della banda di oscillazione, tutte le banche centrali dei Paesi aderenti (principalmente, la banca centrale della valuta a rischio) dovevano adottare misure necessarie a difenderla, comprando o vendendo quella valuta nel mercato dei cambi.

Questo meccanismo del tasso di cambio, quasi fisso, aveva un'altra caratteristica. I riallineamenti alla parità dovevano essere decisi all'unanimità. In pratica,

¹ All'Italia, che aveva un'inflazione più alta di quella degli altri Paesi, nel 1979 fu concessa una banda di oscillazione del 6%. A metà degli anni '80, fu una questione d'onore, per l'Italia, quella di non usare la "banda larga" di oscillazione. Anche la Spagna e il Regno Unito entrarono con una banda larga.

i ministri delle finanze dei singoli Paesi aderenti si riunivano in qualche castello o dimora storica per accordarsi e comunicare, successivamente, ai mercati valutari le nuove parità.

La Tabella 30.3 mostra le operazioni di riallineamento delle maggiori valute dello SME nel periodo 1979-1991. Due fatti emergono. In primo luogo, i riallineamenti seguirono un'esplicita politica di ripristino della parità del potere d'acquisto. Ai Paesi con una più alta inflazione rispetto agli altri, ovvero inizialmente Italia e Francia, furono consentite delle svalutazioni nominali del tasso di cambio. In secondo luogo, tra il 1979 e il 1983 ci furono riallineamenti ogni sei mesi mentre, dopo il 1983, i riallineamenti furono meno frequenti. Tra il 1987 e il 1991 non ci fu più alcun riallineamento.

Lo SME rappresentò un caso di rigore finanziario? Francia e Italia furono costrette a convivere con una politica monetaria tedesca restrittiva e a convergere verso la bassa inflazione della Germania? Non inizialmente. Le vecchie politiche continuavano a essere perseguite e riallineamenti regolari dei tassi di cambio fissavano di nuovo il livello di competitività. Tuttavia, i riallineamenti non aggiustavano *alla perfezione* la competitività. Quindi, una sorta di rigore esisteva. Dopo il 1983, il rigore aumentò.

Dato che i Paesi con alta inflazione dovevano ricorrere a regolari svalutazioni, che richiedevano il consenso degli altri membri dello SME, negando il consenso fu possibile esercitare una forte pressione sui Paesi con un'alta inflazione. In questo modo, le politiche monetarie trovarono dei punti di convergenza, specialmente dopo il 1983.

Il ruolo della Germania fu cruciale. L'iperinflazione tedesca del 1923 aveva causato un disastro economico. I tedeschi, da allora, iniziarono a odiare l'inflazione ed erano fortemente determinati a evitarla. La Bundesbank (Buba) aveva un regolamento interno che definiva la stabilità dei prezzi come il suo obiettivo

Tabella 30.3 I riallineamenti delle valute nello SME, 1979-1991 (data e percentuale di riallineamento)

Data	Marco tedesco	Franco francese	Fiorino olandese	Lira italiana	Franco belga	Corona danese	Franco lussemburghese	Sterlina irlandese
Settembre 1979	12,0					22,9		
Novembre 1980						24,8		
Marzo 1981				26,0				
Ottobre 1981	15,5	23,0	15,5	23,0				
Febbraio 1982					28,5	23,0	28,5	
Giugno 1983	14,3	25,8	14,3	22,8				
Marzo 1984	15,5	22,5	13,5	22,5	11,5	12,5	11,5	23,5
Luglio 1985	12,0	12,0	12,0	26,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Aprile 1986								28,0
Gennaio 1987	13,0		13,0		12,0			
Totale	122,3	29,3	118,3	220,3	23,3	26,2	25,0	29,5

D. Begg, G. Vernasca, S. Fischer, R. Dornbusch – Economia 6e © 2018, McGraw-Hill Education (Italy) srl

Approfondimento 30.3 Il controllo dei flussi di capitale nello SME

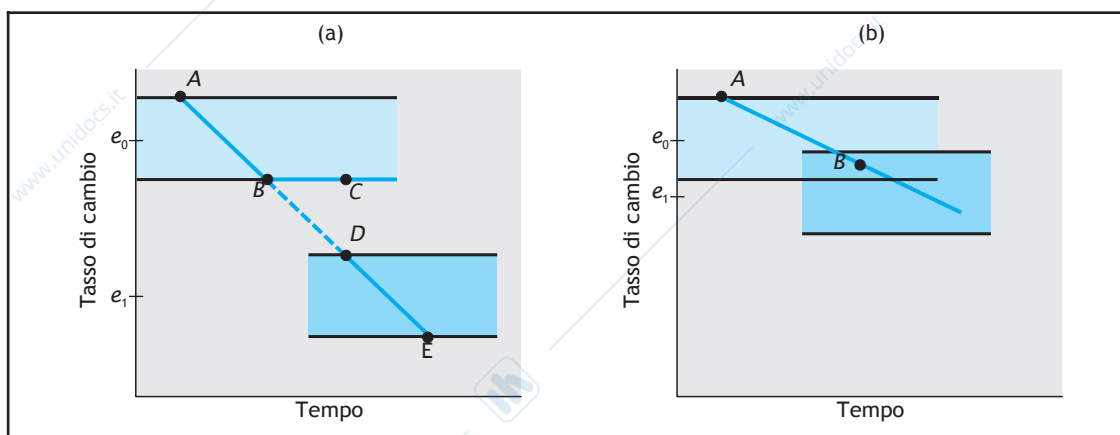
Inizialmente, lo SME ha permesso regolari svalutazioni ai Paesi con più alta inflazione. In pratica, questi non hanno fatto altro che deprezzare nominalmente i loro tassi di cambio come se fossero in un regime di cambi flessibili. Dopo il 1983, il rigore è cresciuto e i riallineamenti si sono fatti meno frequenti. Durante il periodo 1983-1985, i tassi d'inflazione si sono allineati al tasso tedesco, che era particolarmente basso.

Nel 1986, i membri hanno siglato l'Atto Unico Europeo, un impegno ufficiale per la formazione del mercato unico europeo, che prevedeva anche la fine dei controlli dei flussi di capitale. I controlli dei flussi di capitale avevano rafforzato la stabilità di tutto il Sistema, nella sua fase iniziale. Per un Paese ad alta inflazione, il grafico (a) della figura seguente mostra l'andamento del sentiero $ABDE$ del tasso di cambio nominale necessario per mantenere la competitività reale. Inizialmente, il tasso di cambio è fissato attorno a una parità centrale e_0 , ma può fluttuare all'interno di una certa banda. Quando il tasso di cambio si spinge al livello B , la banca centrale interviene per difendere l'impegno. Al trascorrere del tempo, il tasso di cambio si muove lungo il segmento BC . Se l'inflazione continua a essere superiore a quella degli altri Paesi, la competitività viene erosa. Alla fine, ciò porterà a una svalutazione della parità centrale da e_0 a e_1 , e anche la banda si sposta verso il basso. Alla data del riallineamento, il tasso di cambio passa da C a D .

In realtà, si tratta di un movimento unidirezionale. Quando il tasso di cambio si muove lungo BC , nessuno si aspetta un improvviso apprezzamento.

Soltanto la presenza di controlli sui flussi internazionali di capitali impedisce una massiccia speculazione contro le banche centrali che tentano di difendere l'originaria parità e, dunque, contro la valuta dei Paesi con maggiore inflazione. Se i controlli dei flussi di capitale fossero stati rimossi nei primi anni '80, ci sarebbe stata una crisi immediata del Sistema. Il grafico (b) spiega perché ciò non è accaduto dopo il 1986.

Verso la metà degli anni '80, la convergenza dell'inflazione nello SME aveva portato l'inflazione in Italia a livelli solo leggermente più alti dell'inflazione tedesca. La svalutazione della lira richiesta per compensare la maggiore inflazione era inferiore ai livelli precedenti. Il segmento del grafico (b) è di minore pendenza rispetto a quello nel grafico (a). Nel grafico (b), quando la parità è diminuita da e_0 a e_1 , il tasso di cambio in B risulta all'interno sia della vecchia banda sia di quella nuova. Si noti che, quando viene dichiarata la svalutazione, non vi è nessun salto nel prezzo della valuta, cosa che invece era accaduta nel passaggio da C a D del grafico (a). In questo caso, per gli speculatori non è scontato come prima che il cambio possa dirigersi verso una sola direzione. Un piccolo differenziale d'interesse, a favore della moneta che si è riallineata verso il basso, potrebbe essere sufficiente a compensare una possibile ulteriore svalutazione. Il successo nella convergenza dei tassi d'inflazione convinse i politici europei che lo SME potesse sopravvivere anche a seguito dell'eliminazione dei sistemi di controllo dei flussi di capitale.



prioritario. E quindi la Buba non si apprestò mai a fissare i tassi d'interesse a un livello tale da mettere in pericolo la stabilità dei prezzi in Germania.²

Nella metà degli anni '80, la Germania rese più difficile ai Paesi con alta inflazione ottenere regolari svalutazioni. Senza queste, i Paesi con alta inflazione dovevano ridurla oppure fronteggiare un trend di deterioramento della competitività. Scelsero, quindi, politiche di austerità e volte alla riduzione dell'inflazione.

Prima della metà degli anni '80, l'accordo implicito dello SME era semplice. La Germania fissava i tassi d'interesse in base a considerazioni basate solo sulla sua situazione interna; gli altri membri dello SME adottavano i tassi d'interesse tedeschi per mantenere fissi i tassi di cambio tra i Paesi che facevano parte del sistema. In cambio, gli altri membri "prendeivano a prestito" la credibilità tedesca (altissima) soprattutto come capacità di controllare l'inflazione. Era attesa una bassa inflazione sia in Italia sia in Spagna non perché le loro politiche erano diventate improvvisamente più credibili, ma perché la Germania avrebbe votato contro le svalutazioni che sarebbero state necessarie se mai fossero riemerse politiche inflazionistiche.

Perché lo SME sopravvisse

Dopo il 1983, il successo dello SME rifletté la convergenza delle politiche monetarie sul mantenimento di un basso tasso d'inflazione. Prima del 1983, c'era stata una scarsa armonizzazione delle politiche macroeconomiche. Due motivazioni sono alla base della sopravvivenza iniziale dello SME.

La prima fu che, con una banda di oscillazione del $\pm 2,25\%$, ci furono lunghi periodi di vera e propria flessibilità. Paesi ad alta inflazione avevano tassi di

cambio che partivano dalla soglia superiore della banda e gradualmente poi osservavano la loro valuta che si deprezzava, esattamente come sarebbe successo in un regime di tassi perfettamente flessibili. Quando si avvicinavano alla soglia inferiore della banda, procedevano a un riallineamento. In questo modo, lo SME funzionava come un trattamento cosmetico che rendeva (apparentemente e per poco) belli nuovamente.

La seconda ragione del successo fu che la maggior parte dei Paesi aveva inizialmente sistemi di controllo dei flussi di capitale. Ciò permetteva alle parità bilaterali di sopravvivere anche quando i tassi d'interesse erano diversi per alcuni punti percentuali. Solo occasionalmente, quando i mercati valutari percepivano l'ipotesi di un riallineamento, si verificarono flussi speculativi difficili da contenere. Tuttavia, per creare un mercato unico nell'Unione Europea, nel 1987 tutti i Paesi membri s'impegnarono ad abolire i controlli sui capitali nel giro di pochi anni.

Quando la mobilità dei capitali è alta, per fissare il tasso di cambio tra due Paesi, entrambi devono avere lo stesso tasso d'interesse. Ma il problema più importante è: chi fissa il tasso d'interesse comune? Nel caso dello SME, si può dire che questo ruolo sia spettato di fatto alla Germania, soprattutto per la credibilità e il rigore della sua politica monetaria, e, dalla metà degli anni '80, in pratica è stata la Germania a fissare il tasso d'interesse. Non a caso poi, il primo presidente della Banca Centrale Europea è stato un tedesco.

Dopo cinque anni senza alcun riallineamento, dal 1987 al 1992, all'inizio dell'estate del 1992 molti tassi di cambio sembravano sopravvalutati. La Germania propose un riallineamento generale dello SME in agosto, ma gli altri Paesi si rifiutarono. Dato che la pressione speculativa continuò, la Buba intervenne energicamente per supportare le valute deboli, come fecero le altre banche centrali.

Le speculazioni continuarono. La sterlina e la lira furono costrette a uscire dallo SME e si svalutarono molto. La peseta spagnola, lo scudo portoghese e la sterlina irlandese furono svalutati, ma rimasero nello SME. La Tabella 30.4 mostra i riallineamenti dello SME nel periodo tra il 1992 e il 1997.

Tabella 30.4 Le svalutazioni nello SME, 1992-1997

Mese/anno	Sterlina irlandese	Peseta spagnola	Scudo portoghese	Lira italiana	Sterlina inglese
Settembre 1992		25		Uscì dallo SME	Uscì dallo SME
Novembre 1992		26	26		
Febbraio 1993	210				
Maggio 1993		28	26,5		
Marzo 1995		27			
Dicembre 1996				Rientrò nello SME	

D. Begg, G. Vernasca, S. Fischer, R. Dornbusch – Economia 6e © 2018, McGraw-Hill Education (Italy) srl

Un nuovo attacco speculativo al franco francese nell'agosto del 1993 portò a un nuovo aggiustamento interno dello SME per permettere al franco di non uscire dal Sistema.

Le precedenti strette bande di oscillazione ($\pm 2,25\%$) furono rimpiazzate da bande molto più ampie ($\pm 15\%$). Grazie a bande così ampie, lo SME continuò a sopravvivere.

Riepilogo

- Durante il regime di **gold standard**, ogni Paese adottò una parità fissa, rendendo la propria valuta convertibile all'oro a un prezzo fisso, stimato in ragione delle riserve auree delle banche centrali. Si trattava di un regime di cambio fisso.
- In assenza di mobilità dei capitali, i Paesi che soffrivano di un deficit commerciale soffrivano di un deficit nelle possibilità di pagare dovendo attingere alle riserve auree. I Paesi caratterizzati da un surplus commerciale, potevano profittare di afflussi di capitale, un aumento dei prezzi interni e una successiva riduzione di competitività.
- Con gli accordi di Bretton Woods il cambio fisso fu adeguato alle possibili oscillazioni (entro intervalli stabiliti) nei confronti di una valuta ben precisa, il dollaro.
- La **purchasing power parity** consente ai cambi nominali di oscillare lungo un sentiero ben preciso, mantenendo costante la competitività dei Paesi ed eliminando i differenziali d'inflazione.
- Nel breve periodo un **regime di cambio flessibile** è condizionato dalla speculazione. Un attacco speculativo consiste nel flusso di uscita di capitali da un Paese e nella vendita di forti quantitativi di valuta nazionale. Se ha successo, determina una svalutazione. I Paesi riescono a difendersi tramite un aumento dei tassi d'interesse e una politica fiscale restrittiva.
- Tassi di cambio flessibili, perfetta mobilità dei capitali e sovranità sulla politica monetaria costituiscono una terna impossibile. Queste tre condizioni non possono realizzarsi contemporaneamente.
- Un **sistema di controllo dei flussi di capitale** limita o tassa le transazioni di capitali. Un sistema di **coordinamento delle politiche** è necessario.
- I cambi flessibili sono soggetti a **volatilità**, cioè forti e repentine oscillazioni. Tuttavia, se i cambi fissi non sono volatili, è possibile che altre variabili macroeconomiche siano volatili in un Paese che adotta un regime di cambi fissi. Per esempio, i tassi d'interesse.
- Nel 1979 i membri della Comunità Europea fondarono il Sistema Monetario Europeo (SME), un sistema di cooperazione monetaria e nella politica sui tassi di cambio. L'elemento principale era costituito dal "serpente monetario". Con il serpente monetario (*Exchange Rate Mechanism*) ciascun Paese fissava un tasso di cambio nominale contro la valuta di ogni altro Paese aderente. Invece, ogni valuta era libera di fluttuare nei confronti delle valute del resto del mondo.
- Un'**unione monetaria** comporta tassi di cambio fissi, un flusso libero di capitali e un unico tasso d'interesse.

Esercizi di riepilogo

Semplice

1. Durante la Prima Guerra Mondiale, il gold standard fu sospeso. Per ottenere il denaro necessario a finanziare la guerra, il Regno Unito stampò moneta e vendette le attività finanziarie estere. Che cosa pensate sia successo al Regno Unito nel 1925, quando cercò di rientrare nel gold standard al vecchio tasso di cambio nominale?
2. Confrontate il dollar standard e il gold standard rispetto a: (a) i meccanismi di aggiustamento automatico; (b) la disciplina finanziaria.
3. Quali sono i vantaggi e gli svantaggi di un *currency board*?
4. Se le oscillazioni dei tassi di cambio sono così forti, come mai molti Paesi europei hanno costituito un'unione monetaria nel 1999?
5. Quando il Regno Unito lasciò lo SME nel 1992, il mercato obbligazionario e il mercato azionario reagirono in modo molto diverso. Quale dei due mercati crebbe di più? Che cosa temeva l'altro mercato?

6. **Errori comuni** – Perché le seguenti affermazioni sono errate? (a) Il regime di cambi flessibili assicura che le esportazioni e le importazioni siano sempre in equilibrio. (b) I regimi di cambi fissi impediscono che si realizzino le variazioni necessarie nel livello di competitività.

Intermedio

7. Si supponga di essere il Ministro delle Finanze di Cuba in un nuovo Governo che ha deciso di abbandonare decenni di comunismo e di aprirsi, il più rapidamente possibile, al libero mercato. (a) I cittadini cubani si dovranno aspettare una crescita o una riduzione del loro reddito nel lungo periodo? (b) Se modificassero il proprio stile di vita e la loro propensione al consumo, dovrebbero, nel periodo di transizione, incrementare i loro prestiti o i loro investimenti? (c) Che cosa accadrebbe alla bilancia dei pagamenti di Cuba?
8. Sempre partendo dalla premessa della Domanda 7. (a) A partire da questa scelta, Cuba si troverebbe a offrire buone

o cattive opportunità d'investimento? (b) Che cosa accadrebbe se Cuba durante questo periodo adottasse un regime dei tassi di cambio fissi? (c) Che cosa accadrebbe se Cuba durante questo periodo adottasse un regime dei tassi di cambio flessibili? (d) Quale delle due soluzioni è da ritenersi preferibile?

Difficile

9. "Le piccole economie aperte necessitano di tassi di cambio fissi, le grandi economie necessitano di tassi di cambio variabili". Questa sintetica e generalizzata affermazione è corretta? Perché?

Le soluzioni sono disponibili sul sito web dedicato al volume