

Teoria e crisi della libera fluttuazione dei cambi*

Introduzione

Dalla fine del sistema monetario di Bretton Woods, la fiducia in un regime di cambi liberamente fluttuanti, e in particolare il completo *laisser faire* valutario degli Stati Uniti dopo il 1980, sono stati sostenuti da un'ampia e autorevole letteratura — la cosiddetta “teoria di *stock* del tasso di cambio” — che ha avuto predominio pressoché assoluto sulla professione.

La nuova scuola s'è affermata affrontando due delle maggiori sfide lasciate sul tappeto dell'economia mondiale dal crollo del sistema a parità fisse: la “volatilità” dei tassi di cambio e l'aggiustamento dei pagamenti internazionali. Il punto qualificante del nuovo approccio, per contrasto alla tradizionale “teoria di flusso”, è stato di guardare al tasso di cambio non come prezzo relativo di beni, ma come prezzo relativo di attività finanziarie, determinato perciò sui mercati dove esse si scambiano. La conclusione principale è stata che i cambi, per questa loro natura, sono sì volatili ma non imprevedibili, né le loro variazioni distruggono gli equilibri internazionali “fondamentali”; i movimenti di capitali fanno oscillare i cambi più o meno ampiamente intorno alla parità dei poteri d'acquisto o comunque a un livello compatibile con l'equilibrio di conto corrente.

Certamente i cambi hanno sempre mostrato una spiccata variabilità di breve periodo; ma il fatto più preoccupante è che i tre maggiori episodi del dollaro rispetto al marco e alle altre valute chiave — lo scivolamento del 1977-79, la sensazionale ascesa del 1980-85 e il

* Questo saggio nasce da una ricerca in corso presso l'Istituto Universitario Europeo di Firenze e il Dipartimento di Economia dell'Università di Trento. Desidero ringraziare quanti hanno finora seguito o commentato il mio lavoro, e in particolare i professori M. De Cecco, E. Phelps, S. Biasco (il quale mi ha cortesemente messo a disposizione un suo lavoro non pubblicato (1985)). Il sottoscritto è interamente responsabile di questo scritto.

deprezzamento del 1985-87 (primo trimestre), tutti accompagnati da crescenti *deficit* commerciali — non hanno mostrato alcuna affidabile tendenza dei cambi e degli squilibri commerciali ad autoregolarsi, né attraverso il canale finanziario né alcun altro canale. Al contrario, per spezzare quelle tendenze spontanee sono stati infine necessari ripetuti e onerosi *interventi coordinati* delle banche centrali. Com'è stato autorevolmente osservato, contrariamente alle previsioni della teoria la "volatilità" (*volatility*) attorno al *trend* di equilibrio si è tramutata in una «persistente deviazione del tasso di cambio dal suo livello di equilibrio di lungo periodo (*misalignment*)» (Williamson, 1985, p. 101).

La discussione che segue sarà essenzialmente di carattere teorico. Su questo terreno s'impone all'attenzione il drastico mutamento dell'opinione influente circa il ruolo dell'efficienza del mercato valutario, delle anticipazioni e della speculazione: contrariamente al credo originario, gli agenti che operano anticipando il mercato sono ora accusati di comportamenti inefficienti, se non irrazionali; ad essi viene addossato l'onere della errata interpretazione o della violazione a sangue freddo dei "dati fondamentali" (*fundamentals*) che dovrebbero guidare il mercato sul sentiero dell'equilibrio (Dornbusch, 1982; Frankel, 1985a; Krugman, 1985). La nuova vena è stimolante, ma il nuovo "cattivo" *deus ex machina* è tanto poco convincente quanto il suo "buon" predecessore. Così, è parso necessario concentrare l'attenzione proprio sui fattori fondamentali della dinamica dei tassi di cambio nell'attuale ambiente finanziariamente integrato.

Il saggio muove da una valutazione del contributo della teoria di *stock* del tasso di cambio nell'ambito dei suoi stessi assunti. La sez. 1 è intesa a mettere in luce il nucleo dottrinario dell'approccio di *stock*, poiché esso è stato oscurato da una quantità di modelli eclettici e orientati a scopi pratici [per gli aspetti tecnici e formali che qui non compaiono mi permetto di rimandare al mio *Working Paper* (1987) preparatorio]. Quindi vengono individuati tre punti critici in cui la teoria dominante mostra le maggiori debolezze: la dinamica del cambio dettata dal mercato finanziario (sez. 2), i suoi effetti sui pagamenti internazionali (sez. 3), il ruolo del cambio nel processo macroeconomico al di fuori dello stato stazionario (sez. 4). Questi tre punti sono evidentemente interrelati e si può perciò sostenere che tali debolezze "composte" spieghino effettivamente la scarsa prestazione della teoria. Allo stesso tempo, nella sez. 4, i fattori fondamentali della dinamica valutaria espunti o trascurati dalla teoria prevalente vengono ricomposti in uno scenario macroeconomico entro il quale i tassi di cambio sono coinvolti nel continuo trasferimento mondiale delle risorse finanziarie e

reali, anziché nel mantenimento dell'equilibrio di *stock* dati di attività finanziarie nette. Questo scenario dà conto delle cause che possono portare ad escursioni unidirezionali e prolungate del tasso di cambio delle valute di chi riceve e di chi trasferisce capitali e merci; si tratta di cause endogene al trasferimento stesso e di comportamenti non irrazionali. Qui "il conto capitale" è importante, ancor più che nella visione dominante, in quanto il suo ruolo di motore della dinamica dei cambi e dei flussi reali perdura nel tempo. Infine, in questo ambito, vengono evidenziati i problemi analitici aperti e viene indicato in quale direzione va orientata la ricerca.

1. Il tasso di cambio nella Nuova Macroeconomia

È d'uso spiegare che l'idea del cambio come prezzo tra titoli denominati in valute differenti anziché tra beni si formò a partire dagli anni sessanta osservando il sorprendente aumento dell'integrazione finanziaria e della mobilità dei capitali tra i paesi industrializzati; fenomeni che vennero elegantemente catturati nei famosi modelli di Mundell e Fleming.¹ Ma v'è assai più oltre a questa spiegazione intuitiva.

La teoria di *stock* odierna può essere valutata appieno se esaminata come applicazione — probabilmente l'applicazione più estesa — della cosiddetta "Nuova Macroeconomia", la scuola cresciuta dalla revisione critica à la Pigou-Patinkin delle condizioni di equilibrio adottate esplicitamente o meno nella teoria di Keynes e nella Macroeconomia Neokeynesiana (cioè il modello IS-LM).

La *ratio* del primato del canale finanziario nella determinazione del cambio sta nella lettura della matrice flussi-fondi. Qualsiasi flusso nel mercato dei beni viene letto come null'altro che la causa o l'effetto di un cambiamento nella sottostante posizione sul mercato dei titoli. Il prezzo della valuta estera, al pari di qualunque altro prezzo, deve rispondere a tali aggiustamenti finanziari, i quali possono prender la forma di *shock* nel valore nominale delle attività o di variazioni non accomodate del loro valore reale desiderato.²

¹ Per la verità l'elevata mobilità dei capitali non era fenomeno del tutto nuovo, e il vero lavoro pionieristico nel campo deve essere fatto risalire al periodo tra le due guerre (si veda per tutti il lavoro fondamentale di Nurkse, 1944).

² Le fondamentali furono gettate a Chicago da JOHNSON (1958) e MUNDELL (1963). *Shock* ai valori nominali o variazioni non accomodate nei valori reali desiderati degli *stock* finanziari sono in genere trattati come equivalenti.

Ne segue infine il principio che l'“equilibrio pieno” ovvero lo stato stazionario (si pensi per semplicità alla versione statica) non può essere conseguito fintantoché sono in corso variazioni degli *stock*. In via di principio non è ammissibile che tali *stock* continuino a variare indefinitamente. Lo stato stazionario si ha solo quando tutti i flussi e gli *stock* sono al loro livello desiderato e invariante.³

Lo spostamento di focale sull'equilibrio di *stock* ha avuto due importanti conseguenze metodologiche che hanno segnato profondamente la teoria del cambio: i flussi sono importanti in quanto modificano gli *stock*; gli *stock* alterati vengono riaggiustati al loro livello iniziale (usualmente definito “equilibrio di lungo periodo”).

Si consideri una piccola economia aperta, il caso fondamentale per la nuova teoria. L'assunzione strategica è che i titoli nazionali non sono accettabili all'estero, mentre i residenti detengono attività estere (senza perdita di generalità si può pensare a depositi ad interesse denominati nella valuta del commercio internazionale detta “dollaro”).

Il cuore della teoria di *stock* è walrasiano.⁴ Gli eccessi di domanda-offerta su tutti i mercati sono eliminati da variazioni di prezzo. La legge di Walras garantisce la sostituibilità diretta tra moneta e beni reali, cosicché la domanda di saldi monetari reali gioca un ruolo fondamentale di stabilizzazione. A corollario della legge di Walras, i titoli nazionali rendono un unico tasso d'interesse; inoltre tale tasso d'interesse deve essere continuamente uguale a quello mondiale, poiché i titoli nazionali sono perfetti sostituti di quelli esteri ed esiste equilibrio di *stock* continuo.⁵ Se i beni esteri commerciabili sono perfettamente sostituibili

³ Nel sistema IS-LM, per esempio, i soli equilibri di *stock* esplicitati sono quelli relativi alla moneta e alle riserve ufficiali. Gli equilibri interni-esterni mundelliani sono basati sulla presunzione implicita che ad un dato livello del tasso d'interesse lo *stock* di titoli nazionali detenuto dai residenti e/o da non residenti può crescere o decrescere indefinitamente. Per una discussione generale di questi temi si veda TOBIN (1980, 1982). Talvolta nella letteratura (ad es. TURNOVSKY, 1981, ch. XIII) le condizioni di stato stazionario vengono fatte dipendere dal grado di sostituibilità tra titoli nazionali ed esteri e dal grado di sterilizzazione della bilancia dei pagamenti, ma dovrebbe essere chiaro che i requisiti dello stato stazionario sono indipendenti da tali circostanze.

⁴ Con ciò intendo dire che lo “zero-model” o la “norma di lungo periodo” della teoria di *stock* è un modello walrasiano del tipo presentato qui di seguito. Certamente, la gran parte dei modelli prodotti nell'ambito dell'approccio di *stock* si discosta da tale norma, e — come vedremo a suo tempo — nel caso dei modelli con preferenza per la liquidità e/o diversificazione di portafoglio vi si discosta su aspetti essenziali. Tuttavia, una lettura complessiva di questa letteratura suggerisce che tali scostamenti dalla norma sono stati pensati e introdotti allo scopo di spiegare fenomeni “di breve periodo” e che il riferimento ad essa giochi un ruolo fondamentale nel raggiungimento di soluzioni “di lungo periodo” — in particolare nei casi in cui vengono prese in considerazione le aspettative.

⁵ Queste due tipiche condizioni della piccola economia vengono normalmente riassunte sotto l'ipotesi di “perfetta mobilità dei capitali”. Più precisamente, mentre la perfetta mobilità dei capitali richiede solo che i tassi d'interesse si eguagliano al termine del processo di allocazione, le due

a quelli nazionali, il valore di equilibrio del cambio deve garantire la legge del prezzo unico o, che è lo stesso, la parità del potere d'acquisto (PPP).⁶ Infatti, il cambio concorre a determinare tanto il prezzo relativo dei beni esteri rispetto a quelli nazionali (il tasso di cambio reale), quanto il valore reale dei saldi monetari in proporzione al peso dei beni esteri;⁷ poiché la legge del prezzo unico implica che il cambio reale sia pari a 1, si deduce facilmente che in equilibrio l'indice generale dei prezzi deve essere equivalente all'indice dei soli prezzi nazionali. In un tal sistema, il cambio può essere espresso come “il prezzo di due monete”,⁸ più precisamente il prezzo dello *stock* mondiale di “dollari” a cui i residenti sono disposti a detenere lo *stock* nazionale di “lire”.

In presenza di sostituibilità diretta tra moneta e beni reali, un disturbo allo *stock* di moneta prende la via di acquisti o vendite di beni reali sul mercato interno e sul mercato estero. I prezzi interni e il cambio variano parallelamente e il cambio non può assumere altro valore di equilibrio che quello di stato stazionario (PPP); per quel valore, infatti, il mercato della moneta (condizione di *stock*) e quello dei beni (condizione di flusso) sono in equilibrio *simultaneamente*.

La visione dominante della dinamica del cambio secondo l'approccio monetario è che la fonte dell'aggiustamento dello *stock* di moneta è però in primo luogo il canale dei titoli esteri, per via della presenza di *aspettative dinamiche* (cioè se il saggio atteso di variazione del cambio non è nullo).⁹ Ovviamente resta aperto il problema di spiegare il cambio atteso. Se ammettiamo che esso sia quello tendente a mantenere la PPP secondo la soluzione di lungo periodo del modello, entriamo nel dominio delle aspettative razionali.¹⁰ Qui gli eccessi di domanda-offerta

condizioni suddette implicano che non vi sono transazioni e il mercato è continuamente in equilibrio. Su questo rilevante punto metodologico si vedano FOLEY (1975) e MCKINNON (1979, ch. VIII).

⁶ Se così non fosse vi sarebbero opportunità per alcuni residenti di preferire beni esteri o per non residenti di preferire i nostri beni nazionali; il mercato dei beni, che include la bilancia commerciale, non sarebbe in equilibrio. Questo è il fondamento della PPP usualmente attribuito all'originario contributo di Cassel.

⁷ L'individuazione del ruolo del tasso di cambio nel determinare il valore reale dei saldi monetari risale al dibattito tra “approccio assorbimento” e “approccio elasticità” (v. ad es. ALEXANDER, 1952; TSIANG, 1961) ed è il contributo specifico dell'approccio di *stock* alla teoria della PPP.

⁸ Letture fondamentali sono quelle di JOHNSON (1977) e i saggi raccolti da FRENKEL-JOHNSON (1978); in specie si veda FRENKEL (1976).

⁹ Sotto l'ipotesi di mercato perfettamente efficiente, il premio (sconto) a termine sul cambio eguaglia costantemente il differenziale d'interesse e nello stesso tempo è il miglior stimatore del saggio atteso di svalutazione (rivalutazione). Un'aspettativa di svalutazione incrementa proporzionalmente il tasso di rendimento atteso dei titoli esteri e viceversa un'aspettativa di rivalutazione.

¹⁰ L'aspettativa sulla dinamica del cambio è pari al differenziale inflazionistico, che a sua volta è tratto dal differenziale di crescita monetaria. Si vedano i modelli di KOURI (1976), MUSSA (1976), BARRO (1978).

di titoli esteri, anche in assenza di effettivi spostamenti di fondi, fanno sì che il cambio venga immediatamente aggiustato (*jump*) in base al differenziale inflazionistico; la PPP "relativa" (cioè in termini di saggi di variazione) mantiene continuamente in equilibrio il mercato della moneta, e quindi quello dei titoli, e nel contempo quello dei beni. Nel caso di un aumento dello *stock* nominale di "lire" che provochi inflazione e svalutazione si osserva il movimento dal punto A al punto B lungo la S in fig. 1.

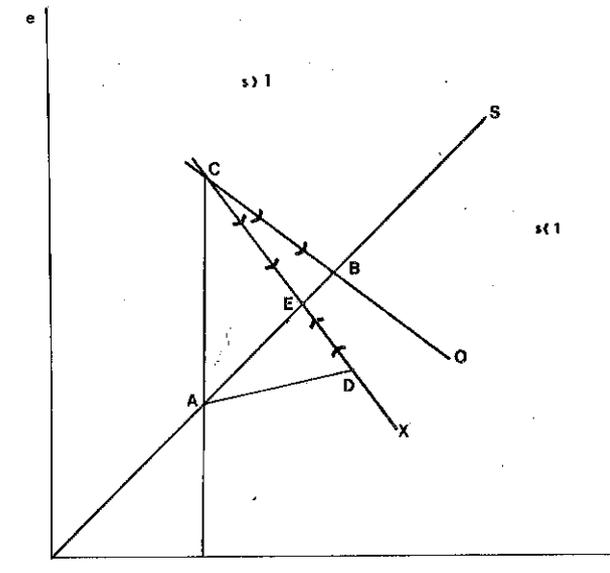
Il modello walrasiano del cambio può difficilmente fornire una spiegazione della "volatilità" — intesa nel comune significato di pronunciata variabilità intorno alla norma di lungo periodo. Semplicemente, quel modello con aspettative razionali prevede che il cambio sia sempre sul sentiero di PPP, sebbene possa essere un sentiero dissestato per via di *shock* al valore nominale della quantità di moneta, *shock* non accomodati nella domanda di moneta in termini reali e anticipazioni.¹¹ A questo punto possiamo considerare le modificazioni del modello walrasiano che hanno dato vita ai momenti più significativi dell'odierna teoria del tasso di cambio.

In primo luogo è stato osservato che se il mercato dei beni si aggiusta "più lentamente" del mercato della moneta — se cioè i prezzi nazionali ritardano rispetto alla creazione di moneta — l'aggiustamento del cambio dovrà essere inizialmente maggiore del valore di equilibrio finale (*overshooting*) fino a compensare dal lato dei beni esteri la mancata inflazione di quelli nazionali. Successivamente, al crescere dei prezzi nazionali, il cambio tornerà al valore di equilibrio finale. Le aspettative dei detentori di moneta sono coerenti col sentiero di rientro del cambio; infatti, finché il livello dei prezzi è al di sotto del suo valore di equilibrio finale, l'aspettativa di apprezzamento dà origine ad un eccesso di offerta di titoli esteri e quindi l'apprezzamento è confermato. Come si vede in fig. 1, il punto di stato stazionario B viene ora raggiunto lungo il sentiero ACB, il quale effettivamente descrive un'oscillazione

¹¹ Verso la fine degli anni settanta, un certo numero di studi empirici puntarono alla conclusione che l'equazione dinamica della PPP non si adattava all'effettivo andamento delle maggiori valute, né in una prospettiva di breve periodo, né di lungo. Emergeva sia un problema di *volatilità* sia un problema di *trend*. Per esempio, il caso del giorno — la continua caduta del dollaro nei confronti del marco nel 1977-79 — era difficilmente spiegabile da un modello puramente monetario. Infatti, il tasso di crescita degli aggregati monetari era minore e quello del reddito maggiore negli Stati Uniti che in Germania e nel resto del mondo: il dollaro avrebbe dovuto apprezzarsi. Per i principali momenti del dibattito si vedano FRENKEL (1980, 1982), DORNBUSCH (1980b), MCKINNON (1982).

FIGURA 1.

IL TASSO DI CAMBIO DI EQUILIBRIO NEL MODELLO MONETARIO



e = tasso di cambio nominale, P = indice generale dei prezzi, s = tasso di cambio reale, S = luogo geometrico di (e, P) tali che $s = 1$, X = sentiero di aggiustamento del mercato dei beni con aspettative statiche, O = sentiero di aggiustamento del mercato della moneta con aspettative razionali.

intorno alla norma di PPP così che il valore di PPP può non essere osservabile al di fuori dello stato stazionario.¹²

In secondo luogo, è stata introdotta nella teoria di *stock* del tasso di cambio la preferenza per la liquidità come comportamento in relazione al rischio. Nel perseguire il portafoglio ottimo gli agenti distribuiscono un dato ammontare di ricchezza tra impieghi alternativi; tra questi si determinano tassi di rendimento diversi in modo da riflettere diversi rischi di liquidità. La ben nota implicazione è che non si dà più sostituibilità diretta tra moneta e beni reali e il mercato di questi ultimi è influenzato solo indirettamente, attraverso il prezzo dei titoli. I titoli nazionali ed esteri non sono perfetti sostituti in quanto per i secondi vi è una specifica componente di rischio data dal tasso di cambio. Lo *stock* dei titoli esteri, in equilibrio, deve essere una ben definita proporzione

¹² Il principio dell'*overshooting* è stato introdotto da DORNBUSCH (1976a) per illustrare come l'assunzione di prezzi non perfettamente elastici sia cruciale per ottenere gli effetti reali di breve periodo della politica monetaria previsti dal modello Mundell-Fleming. Tuttavia, nel lungo periodo, prevalgono i risultati del modello walrasiano (v. anche KRUEGER, 1983, cap. IV.2). Per i nostri scopi non è necessario soffermarsi sul punto che nel modello di Dornbusch la relazione tra *stock* di moneta e prezzi è mediata dal tasso d'interesse via preferenza per la liquidità.

del totale della ricchezza, cosicché il cambio può essere letto come “il prezzo di un titolo”,¹³ cioè il prezzo al quale lo *stock* di titoli in “lire” viene detenuto in relazione allo *stock* di “depositi in dollari”. Il tasso di cambio varia per via degli eccessi di domanda-offerta di titoli esteri e a sua volta esso influenza l’aggiustamento del portafoglio in quanto concorre a determinare il tasso di rendimento e il valore in valuta nazionale dello *stock* di titoli esteri.

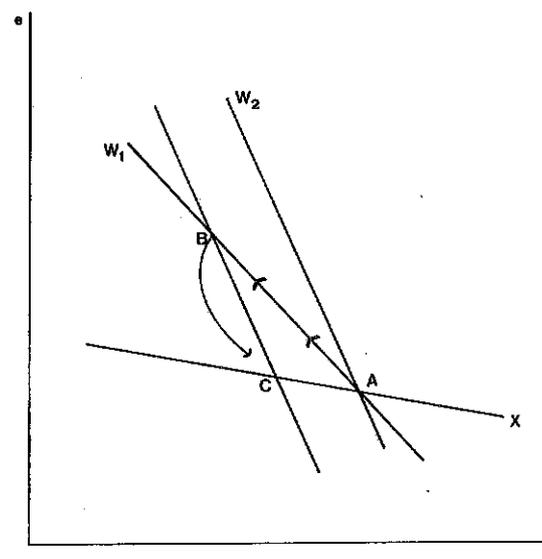
È importante considerare subito alcune differenze con l’approccio monetario. In presenza di avversione al rischio e diversificazione di portafoglio, il mercato dei titoli determina il valore di equilibrio del cambio (condizione di *stock*) *indipendentemente* dalla condizione di equilibrio del mercato dei beni (condizione di flusso). Questo avviene poiché né la moneta, né le altre attività finanziarie sono direttamente sostituibili con beni reali. In secondo luogo, poiché le attività finanziarie nemmeno sono perfette sostitute l’una dell’altra, il mercato dei titoli influenza il cambio anche in presenza di *aspettative statiche* (cioè il saggio atteso di variazione del cambio è nullo); infatti, per orientare la domanda degli agenti verso titoli esteri sono ora sufficienti considerazioni di rischio anziché speculative. Un eccesso di saldi in “lire” si rovescerà sui titoli fruttiferi così diminuendo il tasso di rendimento interno ed elevando la domanda di titoli esteri e, in ultima istanza, il prezzo del “dollaro”. Il deprezzamento della “lira” aiuta il riequilibrio del portafoglio in quanto riduce il tasso di rendimento sui “depositi di dollari” e ne incrementa il valore in “lire” (l’esercizio equivale ad uno spostamento a sinistra della W_2 in figura 2; il punto di equilibrio si sposta da A a B).

Da quanto detto segue che il valore del cambio che garantisce l’equilibrio di portafoglio può non essere compatibile con le condizioni di stato stazionario — ad esempio perché la PPP potrebbe essere violata e il saldo commerciale squilibrarsi. Si tratterebbe perciò di un equilibrio di breve periodo. Gli squilibri commerciali, in un regime di libera fluttuazione, sono sempre equivalenti a variazioni nello *stock* privato di “Attività nette sull’estero” (accumulazione in caso di *surplus*, decumula-

¹³ BRANSON (1975, 1977). Un’analisi approfondita ed esauriente della diversificazione internazionale del portafoglio è quella di DE MACEDO-KOURI (1978); qui non considereremo i dettagli sulla determinazione delle quote di portafoglio in quanto non sono essenziali ai nostri scopi (v. ad es. FRANKEL, 1983, 3.3.2). Modelli macroeconomici generali a cui è utile far riferimento sono quelli di ALLEN-KENEN (1980) e DE MACEDO-TOBIN (1980). Ad ogni modo sembra opportuno sottolineare che l’approccio monetario e quello di portafoglio non sono l’uno la versione semplificata dell’altro (l’approccio monetario non deriva da una visione semplificata della realtà). Al contrario, essi sono radicati in due diverse teorie monetarie che in via di principio sono mutualmente esclusive. Su questo punto si vedano HAHN (1979) e DAVIDSON (1982).

FIGURA 1.

IL TASSO DI CAMBIO DI EQUILIBRIO NEL MODELLO DI PORTAFOGLIO.



r_2 = tasso di rendimento dei titoli nazionali, W_2 = stock di equilibrio dei titoli nazionali, W_1 = stock di equilibrio dei titoli esteri, X = luogo geometrico dell’equilibrio di conto corrente.

zione in caso di *deficit*). L’argomento fondamentale della teoria è che alterando la ricchezza, un *surplus* commerciale produrrà un eccesso di offerta di titoli esteri e rivalutazione, mentre un *deficit* porterà un eccesso di domanda di titoli esteri e svalutazione. Questo effetto ricchezza è l’unico canale attraverso il quale il conto corrente può influenzare il cambio. Come si vede, il risultato è quello tradizionale, ma il meccanismo è totalmente diverso.¹⁴

Infine, assumendo che i flussi commerciali reagiscano in maniera appropriata alle variazioni del cambio (cioè secondo le condizioni di elasticità Marshall-Lerner), si giunge alla conclusione che si stabilirà un nuovo stato stazionario ove il conto corrente è di nuovo nullo, tutti gli *stock* desiderati sono invariati e il cambio è di nuovo ricondotto alla

¹⁴ Cfr. BRANSON (1977, II), DORNBUSCH (1980a, ch.XIII; 1980b, pp.163-172). Nell’approccio monetario gli effetti ricchezza si scaricano direttamente e unicamente sulla domanda di moneta (come in DORNBUSCH, 1976b) e di beni reali (come in DORNBUSCH-FISCHER, 1980). Secondo lo stesso DORNBUSCH, gli effetti ricchezza sull’intero portafoglio sono più convincenti (1980b, p. 164).

PPP (la freccia curva in fig. 2 descrive il sentiero di aggiustamento del cambio in seguito ai *surplus* commerciali generati dal punto di equilibrio di breve periodo B, per il dato *stock* di titoli nazionali).

2. La dinamica del tasso di cambio. I mercati dei beni, dei titoli e delle valute

La teoria di *stock* ha fornito un'analisi di primaria importanza del ruolo del mercato finanziario nel determinare la dinamica dei cambi. Le ragioni della debolezza della teoria, soprattutto nello spiegare gli andamenti di medio-lungo periodo, vanno ricercate in primo luogo nell'errata specificazione, o nell'esclusione, di alcune relazioni di mercato "sporche" o di alcuni "tranelli" negli aggiustamenti di *stock*. In questo capitolo inizieremo coll'esaminare la dinamica finanziaria del cambio.

Restiamo alle condizioni di equilibrio di mercato delle attività finanziarie, assumendo come date le altre condizioni di stato stazionario.

Osserviamo subito che per definizione le aspettative razionali non modificano il risultato finale del "modello fondamentale" — che è il miglior stimatore in dotazione agli agenti — esse semplicemente lo anticipano. Più in generale è auspicabile che questo sia l'esito della speculazione.¹⁵ Ora, davvero il modello fondamentale offre una sicura ancora per aspettative ben conformate?

Per cominciare, se si prescinde dal ruolo delle aspettative l'esame del modello walrasiano ci rivela che — al contrario di quel che sembra un assunto generale — esso non implica necessariamente che il *trend* fondamentale del cambio sia tracciato da PPP continua. Non c'è motivo certo perché in seguito ad un disturbo monetario ai mercati di beni nazionali ed esteri il sentiero di aggiustamento dei prezzi nazionali coincida con quello del cambio. In altre parole, affinché un eccesso di moneta provochi una svalutazione nominale potrebbe essere necessaria

¹⁵ Quest'argomento e quelli che seguono sono validi sia che venga ipotizzata "previsione perfetta", cioè la conoscenza del valore di equilibrio finale delle variabili, sia che venga ipotizzata "previsione perfettamente miope", cioè la scoperta del sentiero di aggiustamento man mano che si svolge. La seconda ipotesi rende più evidente la necessità di un'analisi approfondita del "modello fondamentale" (v. ad es. FRANKEL, 1985b).

una rivalutazione reale che generi sostituzione con beni esteri (l'aggiustamento in fig. 1 sarebbe ora lungo il sentiero ADE).¹⁶

La prima immediata osservazione è che un certo grado di oscillazione intorno alla PPP può essere insito persino in un mondo stazionario di mercati perfetti; mercati imperfetti e relativamente "lenti" possono essere una condizione sufficiente, ma non necessaria.¹⁷ Ad ogni modo, il tracciato fondamentale del cambio intorno alla PPP sarà diverso nei due casi.

Se i fondamentali della determinazione del cambio includono l'avversione al rischio e la diversificazione del portafoglio, come s'è visto si ottiene una soluzione d'equilibrio del mercato finanziario indipendente dall'equilibrio di quello dei beni — per quanto di breve durata essa sia — e sganciata dalla dinamica dei prezzi.

A questo punto sembra doversi concludere che differenti fattori *fondamentali* di un'economia aperta sono in grado di produrre differenti tracciati del tasso di cambio intorno al valore di equilibrio di PPP. Se ciò è vero, si aprono problemi di decifrazione delle informazioni e formazione delle aspettative. Se le aspettative, comunque, si autogiustificano, il valore finale del tasso di cambio e d'inflazione possono differire da quelli fondamentali (il lettore confronti il punto B e il punto E in fig. 1) pur essendo senza dubbio valori di equilibrio.¹⁸ La teoria ortodossa non ammette conflitti interpretativi di questa natura; semmai deve fare appello a fattori esogeni, quali informazioni insufficienti sulle decisioni di politica economica o bolle speculative (Dornbusch, 1982).

¹⁶ Si tenga presente che il sentiero O e quello X in fig. 1 possono differire in quanto il primo incorpora solo le condizioni di equilibrio delle aspettative degli speculatori in titoli esteri, mentre il secondo incorpora le condizioni di equilibrio del mercato dei beni e del saldo commerciale. La questione se l'acquisto di beni esteri in seguito a un'espansione del potere monetario d'acquisto richieda una modificazione dei prezzi relativi, cioè una rivalutazione reale, è annosa e controversa materia di discussione della teoria del trasferimento internazionale. È significativo che la scuola monetarista dia una risposta negativa (JOHNSON, 1958, 1977). Essa tuttavia incontra difficoltà se si ipotizza che i beni nazionali ed esteri siano perfettamente sostituibili e si impone la legge del prezzo unico. Ad ogni modo, un percorso come ADE può scaturire dal semplice fatto che i beni nazionali hanno un peso maggiore di quelli esteri nel paniere dei consumatori.

¹⁷ Una conclusione simile, lungo un diverso percorso, è raggiunta da STOCKMAN (1980), uno dei pochi autori ad aver considerato i fattori fondamentali del modello walrasiano.

¹⁸ Il punto di equilibrio fondamentale E differisce da B in quanto l'acquisto di beni esteri (*deficit* cumulato) lungo il percorso ADE riduce endogenamente lo *stock* nominale di moneta. Se si assumono mercati dei beni reali imperfetti, dopo il punto di equilibrio monetario C il sentiero di aggiustamento corretto dovrebbe essere CE. Lungo il sentiero CB si verifica facilmente che il saggio complessivo di rivalutazione sarebbe troppo "piccolo" (il saggio finale di svalutazione sarebbe troppo "grande") cosicché anche il tasso d'inflazione risulterebbe più elevato rispetto al valore corretto in E; al tempo stesso lo *stock* di moneta sarebbe incrementato endogenamente perché il *surplus* commerciale cumulato nell'aggiustamento sarebbe maggiore in B che in E.

In tutti i modelli del cambio ispirati alla teoria di *stock* la precisione, e quindi la prevedibilità, della dinamica del cambio nel mercato finanziario dipende essenzialmente dalla caratteristica walrasiana di assenza di transazioni effettive (cioè soli aggiustamenti di prezzo) sui mercati finanziario e valutario, e tale condizione è ottenuta mediante un'indebita identificazione del mercato delle valute con quello dei titoli. Distinguendo correttamente tra i due si ottiene uno scenario ancor più nebuloso.

L'assenza di aggiustamenti di quantità nel mercato finanziario è dovuta all'ipotesi di uniformità delle aspettative (qualunque esse siano) e non commerciabilità dei titoli nazionali. Ma a ben guardare, quest'ultima assunzione non è sufficiente per giustificare un'offerta fissa di valuta. In realtà, i titoli non sono trattati direttamente sul mercato valutario. Ciò che occorre per acquistare un titolo estero è il relativo ammontare in valuta, e ciò che si deve dare in cambio è il controvalore in *moneta nazionale*. Perciò, quel che è realmente presupposto da puri aggiustamenti di prezzo è che nemmeno la moneta nazionale sia commerciabile — un caso che sembra difficilmente conciliabile con l'esistenza di commercio con l'estero.¹⁹ Ad ogni modo, il punto di rilievo è che in qualunque caso in cui si sviluppi un'offerta elastica di valuta, le condizioni d'offerta saranno probabilmente differenti e così sarà il tasso di cambio di equilibrio lungo la curva di domanda di titoli esteri.

Questa considerazione diviene estremamente importante quando si ammetta la commerciabilità dei titoli nazionali non monetari ovvero la possibilità *d'indebitamento con l'estero*.²⁰ Infatti, la domanda di non residenti per titoli in "lire" è precisamente equivalente ad un'offerta di "dollari" che va ad aggiungersi a quelle ricordate sopra. Dove sarà fissato il cambio di equilibrio? È stato dimostrato da De Macedo e Kouri (1978) che affinché aggiustamenti *internazionali* dei portafogli

¹⁹ È qui implicata una fondamentale lezione di HICKS (1935, pp. 77-79). Gli effetti ricchezza sono necessari e sufficienti per garantire l'equilibrio di *stock* walrasiano finché gli agenti accettano di soddisfare la domanda di mezzi di pagamento con cambiamenti nel valore dello *stock* esistente. Ma se quei mezzi di pagamento fossero domandati necessariamente come aggiunta netta (si pensi ad un pagamento dovuto in "dollari") la stabilità del mercato potrebbe essere garantita solo dal presentarsi di una corrispondente offerta. Questo però richiede la presenza di un elemento di grave disturbo per la teoria: aspettative diversificate.

²⁰ I teorici del portafoglio si concentrano esclusivamente sull'eccesso di offerta di "attività esterne", cioè le passività emesse dal settore pubblico. Questa procedura rende implicito il finanziamento della spesa privata. Anche ammettendo che esso sia neutrale nella misura in cui rimane all'interno del settore privato, non può più essere trascurato allorché coinvolge prestatori esteri (TOBIN, 1981, pp. 121-122). Conviene dunque considerare la spesa in *deficit* sia pubblica che privata.

abbiano effetti sul cambio devono esistere preferenze di portafoglio diverse tra i paesi. Un'assunzione cruciale a questo proposito è la cosiddetta "preferenza per la valuta nazionale" (*home currency preference*), secondo la quale gli agenti di ciascun paese preferiscono detenere la quota maggiore della loro ricchezza totale e marginale in attività denominate in valuta nazionale. Tuttavia, sfornare modelli a due paesi quando il debito nazionale può essere sparso all'estero in molte mani pubbliche e private è di poco sollievo. Se si desidera tener esplicito conto dell'offerta di valuta estera tramite il canale finanziario, o di una funzione dell'indebitamento all'estero, si deve essere consapevoli che non vi sono solidi argomenti per aspettarsi che essa goda di ben definite proprietà generali.²¹

Da qui derivano due limiti della teoria di *stock* del tasso di cambio, pur ammettendo l'esistenza di una ben conformato curva di domanda di attività estere. Il primo limite, indipendente dallo *status* internazionale dei titoli di un paese, riguarda la difficoltà di predire l'*ampiezza* con cui gli aggiustamenti di portafoglio influenzano il cambio. Il secondo, che interessa i paesi che godono di credito internazionale, si estende alla predizione della *direzione* dell'aggiustamento del cambio; è ormai chiaro che se la spesa finanziata con debito faccia apprezzare o deprezzare il cambio dipende unicamente dalle condizioni della domanda di attività finanziarie proveniente dall'estero.²²

Gli Stati Uniti e la Germania non sono piccole economie. È sorprendente che tanto lavoro econometrico e prescrittivo sia stato svolto sulla base di modelli tanto discutibili di piccola economia. Perdi più, una tipica conseguenza dell'integrazione finanziaria internazionale è stata proprio che l'accesso al credito internazionale è stato

²¹ Si sono avanzate molte differenti ipotesi intorno alla funzione di domanda estera delle attività nazionali. Ad esempio, a causa degli effetti ricchezza prodotti sugli *stock* da variazioni del cambio, si è ipotizzata una funzione ad elasticità unitaria simmetrica a quella degli agenti residenti (come in KOURI 1983, 4.4.1). DE MACEDO-TOBIN (1980) hanno negato la rilevanza di effetti ricchezza dovuti al cambio sulla funzione di domanda dei non residenti e hanno assunto che essa sia data dal saggio atteso di variazione del cambio. ALLEN-KENEN (1980, Parts IV-V) prendono la domanda estera di titoli come data. Importanti considerazioni critiche sono svolte da TOBIN (1981, p. 120-121).

²² L'apprezzamento — il risultato Mundell-Fleming convenzionale — è oggi visto come il risultato generale (alla luce dell'esperienza degli Stati Uniti del 1980-85). Alla fine degli anni settanta il verdetto dei teorici era per il deprezzamento (posto che il dollaro stava cadendo vistosamente). Il deprezzamento del cambio è infatti il risultato di un eccesso d'offerta di titoli di debito pubblico (moneta e/o titoli governativi) nei modelli di portafoglio ove l'offerta di valuta estera è fissa e i titoli nazionali non sono commerciabili (riferimenti tradizionali sono BRANSON, 1977, I; FRANKEL, 1979; DORNBUSCH, 1980b, pp. 163-172). Ma la materia è ancora controversa (v. ad es. BRANSON-BUTLER, 1983; MASERA, 1986).

esteso a un gran numero di piccole e medie economie (lo testimoniano tra le altre le esperienze recenti, pur diversissime, dell'America Latina e dell'Italia). In un mondo siffatto gli aggiustamenti delle attività finanziarie nascondono tranelli sia per la teoria che per la pratica valutaria.

3. La dinamica del tasso di cambio e l'aggiustamento dei pagamenti internazionali. Conto corrente, conto capitale e ricchezza

Veniamo così al tema fondamentale della teoria del tasso di cambio: l'aggiustamento dei pagamenti internazionali. In che modo tassi di cambio determinati dai mercati finanziari influenzano i pagamenti internazionali? La previsione della nuova scuola dell'operare di forze autoregolatrici della dinamica del cambio e degli squilibri commerciali²³ è stata seriamente messa in discussione dalle vicende recenti del sistema monetario mondiale. In verità la teoria di *stock* rivela alcuni vizi significativi nel problema della convergenza del cambio e dei pagamenti verso condizioni di stato stazionario. In questa sezione analizzeremo il meccanismo fondamentale della teoria: la relazione conto corrente-conto capitale mediante effetti ricchezza (v. sopra, pp. 352-353).

L'esistenza di, e la convergenza verso, il tasso di cambio di "equilibrio di lungo periodo" si basa in ultima istanza sulle "vecchie" ben conformate elasticità ai prezzi del commercio internazionale.²⁴

La nuova teoria può rivendicare di aver fatto luce sul fenomeno della variabilità del cambio intorno al *trend*, ma non sembra aver molto di nuovo da dire a proposito della dinamica di lungo periodo. La novità non è di gran portata. La teoria del prezzo non ha mai negato l'esistenza di oscillazioni intorno al *trend*, e non da oggi ha compreso che questo andamento è tipico dei mercati organizzati. Da Adam Smith in poi

²³ In verità la preferenza della professione per i cambi flessibili fu fermamente decisa sin dal famoso saggio di Milton Friedman del 1950, nel quale l'autore avanzò gran parte delle argomentazioni della teoria moderna.

²⁴ Questo requisito della teoria è apertamente ammesso da alcuni teorici del portafoglio (BRANSON, 1977; DE MACEDO-TOBIN, 1980; KOURI, 1983), mentre è assai meno trasparente nei modelli monetari con aspettative razionali (l'opinione comune è anzi che questi ultimi prescindano completamente dall'elasticità del commercio internazionale al cambio reale (JOHNSON, 1977). Tuttavia, come s'è visto (sopra, pag. 354 e n. 16) se le aspettative devono essere ancorate al modello fondamentale allora il sentiero di rientro del cambio deve incorporare le condizioni di elasticità del commercio estero che consentano il riequilibrio del mercato dei beni.

l'obiettivo è stato quello di spiegare il "prezzo normale", il suo "centro di gravitazione", cioè proprio il *trend*. Fu Keynes negli anni venti e trenta a mettere in guardia sul fatto che la variabilità dei prezzi può trasformarsi in un serio problema, in quanto essa può dare origine a deviazioni cumulative dal sentiero di equilibrio, divenire *imprevedibile* e ostacolare l'attività produttiva. Da allora la teoria dei cambi si era sviluppata per quarant'anni sul convincimento che il prezzo della valuta fosse precisamente uno di quei prezzi critici per la produzione e il commercio. Oggi la nuova era di mal celato "ottimismo dell'elasticità" ha semplicemente aggirato l'analisi degli effetti reali dell'instabilità valutaria; questa può semmai apparire un problema per l'efficienza del mercato finanziario (Frenkel, 1982, 1.1.2), piuttosto che per il mercato dei beni. E certamente, in un mondo dove il cambio è il prezzo di un titolo che fluttua attorno al sentiero di equilibrio della produzione, del commercio e dei pagamenti esteri, non v'è ragione di preoccuparsi della sua volatilità più di quanta ve ne sia per quella delle quotazioni di Wall Street (Frenkel, 1982, p. 30; Dornbusch, 1986, p. 219). Va da sé che l'ostinazione del *deficit* commerciale americano dopo circa 24 mesi di cospicuo deprezzamento del dollaro suggerisce che il mondo reale pone più problemi di quanti se ne percepiscano in un approccio puramente di *stock*.²⁵

La dinamica di lungo periodo del cambio è viziata da un secondo problema, anche ammettendo l'esistenza di un sentiero di aggiustamento del commercio internazionale in funzione del cambio: il problema è che il cambio riesca ad imboccarlo.

Nella teoria le deviazioni del cambio dalle condizioni di stato stazionario mostrano ben definiti punti di svolta tanto in un approccio puramente monetario che di portafoglio: gli equilibri del solo mercato dei titoli sono "equilibri di breve periodo". La forza che deve guidare il cambio verso l'equilibrio di lungo periodo è data dagli effetti ricchezza del conto corrente. È su questo passaggio che si addensano i dubbi maggiori.

Prima questione in ordine d'importanza è che l'interpretazione degli squilibri di conto corrente come effetti ricchezza che comportano un pronto contro-aggiustamento delle "attività nette sull'estero" è assai discutibile. Logica vuole che i pagamenti commerciali siano regolati o

²⁵ Per una ripresa della prospettiva degli effetti reali del cambio si vedano tra gli altri DAVIDSON (1982, p. 111 e segg.), IMF (1984) e, per una panoramica di nuovi sentieri di ricerca, BIASCO (1986).

(a) prelevando direttamente da "depositi in dollari" all'estero o (b) rivolgendosi al mercato valutario raccogliendo "dollari" contro "lire" (che è il normale corso degli affari). Ora, nel pensiero originario, gli effetti ricchezza derivano da guadagni o perdite in conto capitale prodotti da variazioni nei prezzi dei titoli o delle merci: si tratta di modificazioni involontarie degli *stock* di equilibrio; di conseguenza gli *stock* verranno prontamente corretti al loro livello iniziale. Al di fuori di questi casi, la stessa teoria del portafoglio insegna che l'accumulazione della ricchezza avviene sempre in forme specifiche e spiega come ogni specifica forma viene ad essere volontariamente accettata nei portafogli del pubblico. Al vettore di equilibrio dei prezzi dei titoli, i flussi finanziari sono esauriti e gli *stock* sono quelli desiderati: questo è precisamente il compito dei prezzi. Nel nostro esempio, se l'importatore sceglie la procedura (a) si deve concludere che egli desidera ridurre il suo "deposito in dollari" — e questo è un equilibrio di *stock*. D'altra parte, l'importatore può scegliere la procedura (b) e il tasso di cambio sarà fissato a quel valore in base al quale qualcun altro sia disposto a ridurre il proprio "deposito in dollari" — e questo ancora una volta è un equilibrio di *stock*. Gli effetti ricchezza correttamente intesi come modificazioni involontarie del valore degli *stock* sono già incorporati nella determinazione del tasso di cambio come spiegato sopra (p. 351). Pertanto, in un regime di libera fluttuazione del cambio, si deve ritenere che le transazioni valutarie dovute a squilibri commerciali portano ad *aggiustamenti di equilibrio degli stock di attività finanziarie* cosicché, *cet. par.*, non v'è d'attendere alcun ulteriore aggiustamento spontaneo — o meglio, la circostanza se gli *stock* di equilibrio di oggi siano maggiori o minori di ieri non ha conseguenze immediate, ma «è trasmessa al futuro» (Tobin).²⁶

Da quanto precede discende, in primo luogo, che la pretesa di basare anche la dinamica di lungo periodo del cambio su effetti ricchezza «senza far ricorso alla tradizionale teoria di flusso» (Frankel, 1983, p. 95) non è ben fondata. Si deve piuttosto dire che la dinamica del cambio a seguito di squilibri commerciali, *cet. par.*, può solo derivare dalla necessità che le transazioni in conto corrente s'incontrino

²⁶ Va detto che in generale nella Nuova Macroeconomia non c'è un chiaro fondamento della presunzione, peraltro ampiamente adottata, che gli *stock* di equilibrio di oggi vengano prontamente ricondotti al loro livello di ieri. A meno che l'accumulazione di ricchezza sia scambiata per un guadagno occasionale, o a meno che sia formalizzata un'esplicita funzione di accumulazione, la direzione degli aggiustamenti "di lungo periodo" degli *stock* non è chiara, se esiste. La *Nobel Lecture* di TOBIN (1982) contiene importanti rilievi su questo tema.

con quelle in conto capitale. Si conclude facilmente che il sistema converge verso la soluzione di lungo periodo (a) se un *deficit* corrente è in grado di produrre un deprezzamento (che porti afflussi di capitali) e un *surplus* corrente un apprezzamento (che porti deflussi di capitali); (b) se lo squilibrio commerciale risponde correttamente al deprezzamento o apprezzamento del cambio (De Macedo-Tobin, 1980; Kouri, 1983).

Questa correzione della transizione dalla dinamica di "breve periodo", quando il conto capitale guida sia il cambio che il conto corrente, alla dinamica "di lungo periodo", quando il conto corrente deve aggiustare cambio e conto capitale correttamente, mette in luce il punto critico dell'intero meccanismo: come avviene che i flussi valutari sul "lato reale" del mercato vengano a prevalere sul "lato finanziario"? In verità non c'è una risposta convincente. *Se e quando* il cambio verrà ricondotto verso il valore di "equilibrio di lungo periodo" dipende pressoché interamente dal modo in cui si determinano gli equilibri finanziari che accompagnano lo squilibrio commerciale. E specialmente se vi è o non vi è possibilità di indebitamento con l'estero.

Le trattazioni *standard* del problema eludono completamente la cruciale asimmetria insita in questa circostanza. Dovrebbe essere chiaro che una posta contabile come le "Attività nette sull'estero" — utilizzata nella maggior parte dei modelli — non presenta alcuna relazione univoca con la dinamica del cambio nel breve come nel lungo periodo (v. sopra, pp. 356-357). La stessa registrazione *ex post* in conto capitale netto può essere il risultato di transazioni lorde *ex ante* ed escursioni di prezzo assai differenti. 1 "lira" di *deficit* commerciale può corrispondere a 1 "lira" in meno di attività estere (e deprezzamento) come pure a 1 "lira" in più di passività estere (e apprezzamento). Quando si danno entrambe le possibilità, il "breve periodo" ha limiti assai più vaghi di quanto mostri la teoria. Il *deficit* corrente, quando è alimentato dalla domanda di titoli proveniente dall'estero, non trova più un limite nella scarsità relativa dello *stock* di attività estere detenuto dai residenti. L'esaurimento spontaneo dell'escursione unidirezionale del cambio dipenderebbe unicamente da guadagni e perdite in conto capitale (in quanto l'apprezzamento della "lira" riduce il valore dei "depositi in dollari" e viceversa). Oppure — come è stato sostenuto — sarebbe dato dai *deficit* o *surplus* cumulati nel tempo (Frankel, 1983, p. 99). È ovvio che l'accesso al credito e la disponibilità internazionale a finanziare il paese in *deficit* dipendono anche dallo *stock* di debito cumulato ed è improbabile che siano illimitati. Ma queste rimangono vaghe presunzioni viziate dai molti sospetti irrisolti dell'indebitamento internazionale ricordati nelle pagine precedenti.

4. Il tasso di cambio nel processo macroeconomico

La specificazione rigorosa delle condizioni di equilibrio di *stock* e di stato stazionario è stata un importante progresso concettuale, ma ha indebolito il legame con gli effettivi processi macroeconomici di circolazione internazionale delle merci e dei capitali. Il mondo reale è immerso in un processo di aggiustamento senza sosta giacché gli *stock* e i flussi si modificano continuamente: i conti correnti non sono mai nulli, né lo sono i flussi di capitali. In questo processo la finanza e il commercio devono far sì che i paesi in eccesso di risparmio esportino capitali e merci che sono richiesti da quelli in eccesso di spesa. È ragionevole pensare che anche i cambi prendano parte al trasferimento mondiale di capitali e merci.²⁷ A questo stadio dell'analisi però, vengono al pettine e s'intrecciano i nodi teorici che abbiamo sin qui discusso separatamente: *l'ampiezza, la direzione e l'orizzonte temporale* della dinamica finanziaria di "breve periodo" dei cambi appaiono assai meno definiti e docili di quanto la teoria convenzionale possa prevedere.

Nel corso del processo macroeconomico, in aggiunta al conto corrente, anche il bilancio pubblico e l'investimento netto privato devono trovare una contropartita finanziaria nei portafogli, e plausibilmente anche nei portafogli esteri. Quando la spesa nazionale in *deficit* eccede il risparmio, l'economia deve essere importatrice netta di capitali e merci. Si presume, in generale, che tale configurazione sia accompagnata da tassi di rendimento crescenti e apprezzamento reale del cambio. Cosa possiamo dire del cambio nominale?

Si ricordi dapprima che l'economia in eccesso di spesa è tale nella misura in cui il resto del mondo le fornisce mezzi finanziari. In tal modo, eccesso d'offerta di debito, crescenti rendimenti interni, apprezzamento e *deficit* commerciale formano un quadro perfettamente coerente. Si sono già avanzate nella sezione precedente le ragioni per cui un tal quadro può perdurare nel tempo; la principale è che la supposta riduzione dello *stock* di attività estere è sostituita da uno speculare

²⁷ La generazione più recente dei modelli di *stock* del cambio ha infine affrontato il problema della circolazione (e non dell'esaurimento) dei flussi di capitali e merci: DORNBUSCH (1986), BRANSON (1986), CLAASSEN (1987) (mi permetto di segnalare anche il mio saggio del 1986 per uno schema generale di analisi del problema del trasferimento mondiale). Vanno anche ricordati alcuni modelli precedenti nello stesso spirito: ROBINSON (1937), MACHLUP (1939), JOHNSON (1956), METZLER (1966), KOURI (1983). La nuova generazione è totalmente ispirata all'esperienza recente degli Stati Uniti, mentre assai poca attenzione vi si presta ai vizi teorici di base discussi in questo lavoro.

aumento di passività detenute da una molteplicità di agenti e istituzioni in diversi contesti economici, il che rende assai più incerto il meccanismo delle scarsità relative che dovrebbe regolare l'evoluzione dei loro portafogli e del tasso di cambio. Si possono aggiungere ora alcuni altri argomenti.²⁸

Se l'aggiustamento *internazionale* dei portafogli si protrae nel tempo, non è più lecito assumere come date le determinanti delle scelte di portafoglio: la struttura dei premi di rischio e dei tassi d'interesse. Ad esempio, se il premio di rischio attribuito alla valuta del paese debitore tende a diminuire e/o il differenziale dei tassi d'interesse tende a crescere ciò può più che compensare la crescita marginale del debito e far posto ad ulteriore domanda e apprezzamento.²⁹

Non si tratta di ipotesi puramente arbitrarie. In realtà i premi di rischio e i tassi di rendimento delle attività sono resi endogeni dal processo macroeconomico. L'economia in eccesso di spesa è generalmente un'economia in crescita relativa. L'apprezzamento reale che conduce all'importazione netta di merci consiste, oltre all'apprezzamento nominale, di una crescita relativa della spesa e dei redditi monetari (che possono essere in parte diretti verso beni esteri anche ai prezzi correnti). Un risultato generale dei modelli di portafoglio è che la spesa in *deficit* non è interamente "spiazzata" dal *deficit* commerciale (De Macedo-Tobin, 1980; Branson-Buiter, 1983). L'eccesso di domanda aggregata che ne deriva avrà effetti reali sul prodotto nazionale — anche sotto l'ipotesi di "tasso naturale di disoccupazione" — giacché è plausibile aspettarsi che l'apprezzamento nominale incrementi il potere d'acquisto non solo dei detentori di ricchezza ma anche dei salariati a parità di saggio di salario nominale.³⁰ La crescita reale giustifica sia

²⁸ L'argomento precedente e quelli che seguono vanno tenuti distinti da quello avanzato dal gruppo di modelli citato in n. 27. Questi ultimi interpretano l'escursione unidirezionale del cambio come la risposta corretta del mercato fintantoché perdura l'eccesso d'offerta di debito dell'economia deficitaria (ciò è pensato come una successione di *shock* finanziari esogeni). Si tratta però di una debole razionalizzazione *a posteriori* dell'esperienza 1980-85. Anche questi modelli non riescono a spiegare in maniera convincente, nell'ambito della teoria ortodossa, perché l'offerta di passività dell'economia deficitaria non abbia trovato un limite nella scarsità relativa dello *stock* di attività denominato in valute del resto del mondo, limite che doveva essere rafforzato dalla conseguente aspettativa di svalutazione. All'interno della teoria ortodossa, il dissolversi di tale limite può solo essere attribuito a fattori irrazionali (v. Introduzione e n. 31).

²⁹ Questo è l'argomento qualificante della cosiddetta spiegazione *safe haven* delle scelte di portafoglio (con particolare riferimento all'esperienza recente del dollaro, v. ISARD-STECKLER, 1985).

³⁰ Il risultato consiste in una riduzione dell'eccesso di offerta di lavoro. DORNBUSCH (1980a, Parts II-III) illustra questo genere di effetti reali del cambio. I modelli di portafoglio tobiniani di norma includono il reddito reale quale variabile endogena. Sul tema si veda anche BRANSON-BUITER (1983). Com'è noto, le variazioni del reddito reale modificano le condizioni di equilibrio del saldo commerciale rispetto alla PPP.

rendimenti crescenti che premi di rischio calanti, e quindi ulteriore apprezzamento, come spiegato sopra. Una sequenza di incrementi dei tassi di rendimento, apprezzamento nominale e reale e guadagni di reddito reale è quindi compatibile con uno *stock crescente* di debito esterno; questo significa che si creano *endogenamente* le condizioni per l'espansione tanto della *domanda* quanto dell'*offerta* di fondi.³¹

Questi ci appaiono oggi i fattori fondamentali dello scenario macroeconomico, e in esso del ruolo del tasso di cambio, in cui ha luogo la circolazione internazionale delle risorse finanziarie e reali. Un segnale in tal senso lo cogliamo, con la dovuta cautela, nel parallelismo tra l'esperienza degli Stati Uniti dal 1980 al 1985 e quella dell'Italia dopo il 1984, pur entro i limiti dello SME.

In questo scenario il conto capitale conta, e conta più che nella teoria convenzionale perché il "breve periodo" — quando i movimenti di capitali sono la forza motrice del cambio e dei flussi commerciali — è destinato a durare. Perciò stesso i "fondamentali" perdono il loro potere di orientare univocamente le scelte di mercato verso soluzioni di "equilibrio di lungo periodo". La durata di questo "breve periodo" e le sue conseguenze sulle economie nazionali e su quella mondiale sono

³¹ Alcuni autori hanno obiettato — come ricordato in apertura — che questo scenario è irrazionale, in quanto implica che i prestatori esteri non scontano il futuro deprezzamento del cambio necessario a creare il *surplus* commerciale in grado di ripagare il debito — così il *boom* del dollaro era irrazionale (FRANKEL, 1985a; KRUGMAN, 1985; MASERA, 1986). Come premesso queste tematiche esulano dall'ambito di questo studio; tuttavia siano consentite alcune osservazioni.

Il problema è chiaramente relativo alla "sostenibilità del debito" e all'efficienza del mercato, ed è tradizionalmente controverso.

In primo luogo, come mostra buona parte della letteratura sui trasferimenti internazionali, il pagamento del debito è possibile senza svalutazione del cambio; la capacità di generare un *surplus* futuro dipende dall'utilizzo attuale dei fondi. Questa possibilità equivale a scontare un guadagno in conto reddito, anziché una perdita in conto capitale. Il futuro corso del dollaro ha ora l'impronta dell'autorità monetaria, ma dipenderà ancora in gran parte dal fatto se prevarranno aspettative di guadagni in conto reddito o perdite in conto capitale.

In secondo luogo, è poco fecondo affrontare questo problema assumendo previsione perfetta e aspettative uniformi o, all'opposto, irrazionalità. Come insegna l'insuperato saggio di Kaldor del 1939 è del tutto plausibile pensare che l'investitore, scoprendo che i pilastri su cui vorrebbe, o su cui è supposto, basare le sue previsioni sono così malfermi, attribuisca un peso elevato ai fenomeni correnti e rapidamente decrescente a quelli futuri. È sorprendente che i modelli autoregressivi del *boom* del dollaro paiono offrire un miglior potere esplicativo? (MEESE-ROGOFF, 1983; FAMA 1984; LEVICH, 1985).

Infine, la possibilità che i mercati valutari e finanziari siano inefficienti non implica che gli agenti siano irrazionali (cioè le loro aspettative siano falsificate e subiscano perdite sistematicamente). Piuttosto, il vero eterno dilemma è che ciò che è "giusto" per il mercato può non esserlo dal punto di vista del benessere generale.

Per comprendere più a fondo questi aspetti fondamentali della dinamica finanziaria delle valute è quindi necessario abbandonare gli assunti di razionalità illimitata e previsione perfetta (v. ad es. TOBIN, 1981; BIASCO, 1987).

domande tanto ardue quanto cruciali. Le risposte fornite da schemi concettuali e modelli convenzionali, altamente deterministici ma malamente attagliati alla complessità delle situazioni, possono rivelarsi fuorvianti.

Allo scopo di affrontare i temi macroeconomici e politici odierni sembra perciò desiderabile aprire l'approccio finanziario ai recenti contributi non-walrasiani nello studio dei mercati finanziari e arricchirlo con una maggiore attenzione agli aspetti storici e istituzionali delle relazioni finanziarie. Nel contempo, è opportuno inserire organicamente il canale finanziario nel più generale processo di aggiustamento macroeconomico dell'economia aperta. Parallelamente, si dovrebbe riprendere con rinnovato vigore lo studio, tuttora irrisolto, degli effetti del cambio su produzione, domanda e commercio internazionale.

ROBERTO TAMBORINI

BIBLIOGRAFIA

- ALEXANDER, S.S. (1952), "Effects of a Devaluation on a Trade Balance", *IMF Staff Papers*, No. 2.
- ALLEN, P.R. - KENEN, P. (1980), *Asset Markets and Exchange Rates: Modelling an Open Economy*, Cambridge, ed. 1983.
- BARRO, J.R. (1978), "A Stochastic Equilibrium Model of an Open Economy Under Flexible Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. XCII.
- BIASCO, S. (1985), "I circuiti del dollaro", dattiloscritto, Università di Roma.
- BIASCO, S. (1986), "Temi analitici su vincolo estero e struttura produttiva dell'Italia", in Baffi P. - Vicarelli F. (cur.), *Oltre la crisi*, Bologna.
- BIASCO, S. (1987), "Currency Cycles and the International Economy", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No. 160, March.
- BRANSON, W. (1975), "Portfolio Equilibrium and Monetary Policy with Foreign and Non-Traded Assets", in Claassen E.-Salin P. (eds.), *Recent Issues in International Monetary Economics*, Amsterdam.
- BRANSON, W. (1977), "Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination", *Sozialwissenschaftliche Annalen*, Nr. 1.
- BRANSON, W. (1976), "The Limits of Monetary Coordination as Exchange-Rate Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- BRANSON, W. - BUIITER, H. (1983), "Monetary and Fiscal Policy with Flexible Exchange Rates", in Bhandari J.S.-Putnam B.H. (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, Mass.
- CLAASSEN, E. (1987), "Exchange-Rate Management and International Coordination", *European University Institute Colloquium Papers*, Florence, April.
- DAVIDSON, P. (1982), *International Money and the Real World*, London.
- DE MACEDO, J.B. - KOURI, P.J. (1978), "Exchange Rates and the International Adjustment Process", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- DE MACEDO, J.B. - TOBIN, J. (1980), "The Short-Run Macroeconomics of Floating Exchange Rates: An Exposition", in Chipman J.S. - Kindleberger C.P. (eds.), *Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments*, Amsterdam.

- DORNBUSCH, R. (1976a), "Expectations and Exchange-Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, Vol. LXXXIV, No. 6.
- DORNBUSCH, R. (1976b), "Capital Mobility, Flexible Exchange Rates and Macroeconomic Equilibrium", in Claassen E. - Salin P. (eds.), *Recent Issues in International Monetary Economics*, Amsterdam.
- DORNBUSCH, R. (1980a), *Open Economy Macroeconomics*, New York.
- DORNBUSCH, R. (1980b), "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- DORNBUSCH, R. (1982), "Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rates", *Zeitschrift für Wirtschaft und Sozialwissenschaften*, Nr. 6.
- DORNBUSCH, R. (1986), "Flexible Exchange Rates and Excess Capital Mobility", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- DORNBUSCH, R. - FISCHER, S. (1980), "Exchange Rates and the Current Account", *American Economic Review*, Vol. LXX, December.
- FAMA, E. (1984), "Forward and Spot Exchange Rates", in *Journal of Monetary Economics*, Vol. XIV.
- FOLEY, D. (1975), "On Two Specifications of Asset Equilibrium in Macroeconomic Models", *Journal of Political Economy*, No. 2.
- FRANKEL, J.A. (1979), "On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials", *American Economic Review*, Vol. LXIX, September.
- FRANKEL, J.A. (1983), "Monetary and Portfolio-Balance Models of Exchange Rate Determination", in Bhandari J.S. - Putnam B.H. (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, Mass.
- FRANKEL, J.A. (1985a), "The Dazzling Dollar", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- FRANKEL, J.A. (1985b), "Six Possible Meanings of 'Overvaluation': The 1981-85 Dollar", *Essays in International Finance*, Princeton, No. 159.
- FRENKEL, J.A. (1976), "A Monetary Approach to the Exchange Rate. Doctrinal Aspects and Empirical Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. LXXVIII, No. 2.
- FRENKEL, J.A. (1980), "The Collapse of Purchasing Power Parity in the 1970's", *European Economic Review*, Vol. XVI.
- FRENKEL, J.A. (1982), "Flexible Exchange Rates, Prices and the Role of News: Lessons from the 1970's", in Bhandari J.S.-Putnam B.H. (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, Mass, 1983.
- FRENKEL, J.A. - JOHNSON, H.G. (eds.) (1978), *The Economics of Exchange-Rates: Selected Studies*, Reading, Mass.
- FRIEDMAN, M. (1950), "The Case for Flexible Exchange Rates", in *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953.
- HAHN, F. (1979), "The Balance of Payments in a Monetary Economy", *Review of Economic Studies*, No. 26.
- HICKS, J.R. (1935), "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money", *Economica*, in *Critical Essays in Monetary Economics*, Oxford, 1967.
- IMF (1984), *Exchange-Rate Volatility and World Trade*, *Occasional Papers*, No. 28, July.
- ISARD, P. - STEKLER, L. (1985), "U.S. International Capital Flows and the Dollar", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- JOHNSON, H.G. (1956), "The Transfer Problem and Exchange-Rate Stability", in *International Trade and Economic Growth*, London.
- JOHNSON, H.G. (1958), "Towards a General Theory of the Balance of Payments", in *International Trade and Economic Growth*, London.
- JOHNSON, H.G. (1977), "The Monetary Approach to the Balance of Payments: A Non-Technical Guide", *Journal of International Economics*, No. 7.
- KALDOR, N. (1939), "Speculation and Economic Stability", *Economica*, in *Essays on Economic Stability and Growth*, London, 2nd ed. 1980.
- KOURI, P.J. (1976), "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short-Run and in the Long Run", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. LXXVIII, No. 2.

- KOURI, P.J. (1983), "The Balance of Payments and the Foreign Exchange Market: A Dynamic Partial Equilibrium Model", in Bhandari J.S. - Putnam B.H. (eds.), *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, Cambridge, Mass., 1983.
- KRÜGER, A.O. (1983), *Exchange-Rate Determination*, Cambridge.
- KRUGMAN, P.R. (1985), "Is the Strong Dollar Sustainable?", in FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY, *The U.S. Dollar, Recent Developments, Outlook, and Policy Options*.
- LEVICH, R.M. (1985), "Empirical Studies of Exchange Rates: Price Behavior, Rate Determination and Market Efficiency", in Jones R.W.-Kenen P.B. (eds.), *Handbook of International Economics*, Vol. II.
- MACHLUP, F. (1939), "The Theory of Foreign Exchanges", *Economica*; ed. in *International Monetary Economics*, London, 1965.
- MASERA, R. (1986), "Il coordinamento delle politiche economiche e i tassi di cambio: alcune considerazioni", in Padoa Schioppa T. (cur.), *Il sistema dei cambi, oggi*, Bologna.
- McKINNON, R.I. (1979), *Money in the International Exchange. The Convertible Currency System*, Oxford.
- McKINNON, R.I. (1982), "Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard", *American Economic Review*, Vol. LXXII, No. 3.
- MEESE, R. - ROGOFF, K. (1983), "Empirical Exchange Rate Models of the 1970's: Do they Fit out of Sample?", in *Journal of International Economics*, Vol. XIV.
- METZLER, L.A. (1966), "Flexible Exchange Rates, the Transfer Problem and the Balanced-Budget Theorem", in Bagioti T. (ed.), *Essays in Honour of Marco Fanno*, Padova.
- MUNDELL, R.A. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics*, Vol. XXXIX, November.
- MUSSA, M. (1976), "The Exchange Rate, the Balance of Payments and Fiscal and Monetary Policy Under a Regime of Controlled Floating", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. LXXVIII, No. 2.
- NURKSE, R. (1944), *International Currency Experience: Lessons of the Inter-War Period*, New York.
- ROBINSON, J. (1937), "The Foreign Exchanges", in *Essays in the Theory of Employment*, Oxford, 1947.
- STOCKMAN, A.C. (1980), "A Theory of Exchange Rate Determination", *Journal of Political Economy*, Vol. LXXXVIII, No. 4.
- TAMBORINI, R. (1986), "Financial Flows, Trade Flows and Income in the Multilateral System. The Transfer Approach", *Studi Economici*, N. 28.
- TAMBORINI, R. (1987), "The Stock Approach to the Exchange Rate: An Exposition and a Critical Appraisal", *European University Institute Working Papers*, Florence, No. 288.
- TOBIN, J. (1980), *Asset Accumulation and Economic Activity*, Oxford.
- TOBIN, J. (1981), "The State of Exchange-Rate Theory: Some Skeptical Observations", in Cooper R.N. (ed.), *The International Monetary System Under Flexible Exchange Rates: Global, Regional and National. Essays in Honour of Robert Triffin*, Cambridge.
- TOBIN, J. (1982), "Money and Finance in the Macroeconomic Process", *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 2.
- TSIANG, S.C. (1961), "The Role of Money in Trade-Balance Stability: Synthesis of the Elasticity and Absorption Approaches", *American Economic Review*, Vol. LI, December.
- TURNOVSKY, S.J. (1981), *Macroeconomic Analysis and Stabilization Policy*, Cambridge, 2nd ed.
- WILLIAMSON, J. (1985), *The Exchange Rate System*, Washington.