

Commento di Pieter Korteweg

1. La lettura dell'eccellente analisi dei primi due anni dello SME che Rainer Mašera ha presentato a questo convegno e la rilettura del non meno interessante studio sul primo periodo dello SME preparato da Niels Thygesen per un altro convegno mi hanno indotto ad affrontare un problema proposto recentemente da Niels Thygesen ai suoi lettori: "Tutto sommato, non si riesce a capire perché i sostenitori di rigidi obiettivi monetari gradualmente decrescenti disprezzino tanto gli obiettivi di tasso di cambio".¹ È su questo presunto mistero che concentrerò i miei commenti.

Per quale motivo una crescente minoranza di economisti, quando si trova a scegliere tra stabilità dei prezzi (o un tasso di inflazione basso e stabile) e stabilità del tasso di cambio, tende a preferire la prima e opta per un obiettivo monetario e non per un obiettivo di tasso di cambio? Nel tentativo di scoprire le motivazioni di questa preferenza, può essere utile partire dalla seguente identità:

$$\hat{e} = \hat{e}_r + (\hat{p} - \hat{p}^*)$$

dove e è il tasso di cambio di mercato, definito come il numero di unità di valuta nazionale per una unità di valuta di un altro paese, e_r è il tasso di cambio in termini reali, definito come $e_r = e / (p/p^*)$, p è il livello dei prezzi all'interno, p^* è il livello dei prezzi nell'altro paese; l'accento circonflesso indica che si tratta dei saggi percentuali di variazione di queste grandezze. Secondo questa identità, il saggio di variazione del tasso di cambio (\hat{e}) è pari alla somma del saggio di variazione del tasso di cambio in termini reali (\hat{e}_r) con il differenziale d'inflazione tra i due paesi ($\hat{p} - \hat{p}^*$): se $\hat{e} < 0$ si ha una rivalutazione della moneta nazionale, se $\hat{e} > 0$ si ha una svalutazione.

2. Le variazioni nominali del tasso di cambio tendono a verificarsi quando il saggio d'inflazione è diverso nei due paesi ($\hat{p} - \hat{p}^* \neq 0$). Gli economisti si trovano ampiamente d'accordo sul fatto che il tasso d'inflazione di un paese tende a riflettere la velocità a cui quel paese produce moneta

¹ NIELS THYGESEN, *The adjustable peg — a viable option for EMS?*, relazione presentata alla "Conference on European Monetary Union and Currency Competition", organizzata dall'Institutum Europæum, Bruxelles, Dicembre 1980.

rispetto alla velocità a cui produce beni e servizi. Se l'aumento dell'offerta di moneta è costantemente più rapido dell'aumento della domanda di moneta in termini reali che deriva dall'aumento del prodotto reale, il risultato inevitabile sarà l'inflazione, buoni o cattivi che siano i motivi per cui le autorità monetarie producono moneta troppo rapidamente. Le differenze nei saggi d'inflazione nei diversi paesi riflettono quindi politiche monetarie discordanti.

3. Le variazioni nel tasso di cambio reale (ϵ_r) riflettono il fatto che i tassi di cambio si muovono quando ci sono allontanamenti dalla parità di potere d'acquisto (*purchasing power parity*, PPP). I mutamenti nel tasso reale di cambio tendono a nascere essenzialmente per due tipi di cause: l'arrivo (casuale) di "notizie" e le variazioni strutturali nella tecnologia e nei rapporti commerciali.

Per quanto riguarda le "notizie", possiamo dire che quanto più beni e attività finanziarie sono durevoli, tanto più sono soggetti a sostituzioni intertemporali quando arrivano "notizie" che cambiano le prospettive per il futuro. Analogamente, quanto più essi sono durevoli, tanto più i loro prezzi correnti sono sensibili a "notizie" che ne mutano i valori futuri attesi. I tassi di cambio, se liberi di fluttuare, non sono altro che il prezzo relativo di qualsiasi coppia di beni durevoli chiamati moneta e quindi riflettono soprattutto le aspettative relative a eventi futuri. Il livello dei prezzi, invece, è basato sui prezzi della produzione corrente di beni e servizi, prezzi che in parte sono regolati da contratti che impediscono il loro aggiustamento immediato a eventi correnti e in parte si riferiscono a beni non durevoli che non sono sensibili a eventi futuri. Si può perciò concludere che i tassi di cambio riflettono più prontamente le aspettative, mentre il livello dei prezzi tende a riflettere maggiormente gli eventi presenti e passati. Ne deriva che in periodi dominati da "notizie", l'allontanamento dalla PPP non sarà l'eccezione ma la regola.

Tra le numerose fonti di "notizie" ci sono quelle che riguardano le grandezze monetarie. Le accelerazioni improvvise nell'offerta di moneta, per esempio, tendono a deprezzare immediatamente la moneta di un paese, mentre gli effetti sull'inflazione si manifestano con ritardo. Analogamente, le decelerazioni improvvise nella domanda di moneta, per esempio quelle provocate da aspettative di un aumento dell'inflazione in seguito a improvvise accelerazioni dell'offerta di moneta, determinano un immediato deprezzamento della valuta di un paese, ma fanno crescere il tasso d'inflazione soltanto con un ritardo. Ne deriva che accelerazioni (decelerazioni) monetarie non previste sono causa di svalutazione (rivalutazione) in termini reali.

4. Per quanto riguarda quei mutamenti strutturali nella tecnologia e nei rapporti commerciali che modificano il valore della moneta di un paese nei confronti dell'estero, si possono fare soprattutto due esempi.² Il primo è un

² Per una esposizione più ampia di questo punto, cfr. P. KORTEWEG, *Exchange rate policy, monetary policy, and real exchange rate variability*, Princeton Essays in International Finance, n. 140, Princeton, Dicembre 1980.

aumento di produttività nei settori che producono per il mercato internazionale relativamente ai settori che producono per il mercato interno e relativamente ai propri concorrenti sul mercato mondiale. L'altro esempio è un mutamento della domanda mondiale a favore dei prodotti di un dato paese e a scapito dei suoi concorrenti. Se viene fatta l'ipotesi che i salari sono uguali in tutti i settori, che i tassi di cambio sono flessibili e che la concorrenza garantisce che i prezzi, in termini di una stessa valuta, dei beni oggetto di commercio internazionale sono ovunque gli stessi, e dato il saggio di crescita dell'offerta di moneta, entrambi i mutamenti sopra citati tendono a produrre la rivalutazione della valuta di un paese rispetto a quella dei suoi concorrenti, anche se non c'è differenza tra il tasso d'inflazione interna e quello del resto del mondo: in questo caso si ha una rivalutazione in termini reali. La scoperta, lo sfruttamento, l'esportazione e l'aumento di prezzo in termini reali del petrolio e del gas naturale del Mare del Nord possono essere considerati per la Gran Bretagna e i Paesi Bassi come una combinazione di questi mutamenti e quindi, *ceteris paribus*, devono portare a una rivalutazione in termini reali delle valute interessate.

5. Ci siamo dilungati nella spiegazione delle cause che possono dar origine a variazioni nel tasso reale di cambio perché è su questo punto che si fonda il disprezzo per gli obiettivi di tasso di cambio da parte dei sostenitori di obiettivi monetari. I movimenti del tasso reale di cambio, le cui cause sono difficili da predire e i cui effetti quantitativi sono virtualmente sconosciuti, tendono a trasformare gli accordi per mantenere una parità fissa del tipo SME in istituzioni potenzialmente dannose che possono intensificare il rischio di allontanamento dalla PPP e il ciclo economico. Per comprendere questo punto, esaminiamo l'esperienza in fatto di inflazione e di tasso di cambio degli Stati Uniti e dei principali paesi della CEE, prima e dopo la creazione dello SME, sulla base dei dati riportati nella tabella che segue.

Prima della creazione dello SME, il marco tedesco si è lentamente rivalutato rispetto alle monete dei paesi vicini più deboli, con un tasso di rivalutazione più o meno corrispondente alla PPP, mentre ha avuto un forte apprezzamento rispetto ai paesi CEE e agli Stati Uniti con un tasso di rivalutazione che riflette notevoli apprezzamenti nel tasso reale di cambio. Come è stato sottolineato da Thygesen, queste tendenze si sono capovolte dopo la creazione dello SME. Il marco tedesco tende ancora in media a rivalutarsi rispetto ai paesi vicini più piccoli ad un tasso più o meno corrispondente alla PPP. Ma ora il marco tedesco subisce una forte svalutazione rispetto alla Francia, all'Italia, alla Gran Bretagna e agli Stati Uniti.

6. La migliore illustrazione dei pericoli di accordi per mantenere una parità fissa di fronte a variazioni nel tasso reale di cambio (come quelle evidenziate dalla tabella) è fornita da un esame della politica che la Germania

TASSI DI CAMBIO DI MERCATO, TASSI REALI DI CAMBIO E INFLAZIONE NEI PRINCIPALI PAESI DELLA CEE E NEGLI U.S.A., 1970-80
(medie nel periodo: tassi percentuali di variazione)

Paese	Tasso di rivalutazione (-) o di svalutazione (+) della moneta nei confronti del marco tedesco						Tasso di incremento dei prezzi al consumo		
	tasso di cambio di mercato			tasso reale di cambio ^{a)}			1970/78	1979	1980
	1970/78	1979	1980	1970/78	1979	1980			
Germania	— %	— %	— %	— %	— %	— %	5,0%	4,1%	5,5%
Paesi Bassi	1,7	1,6	-0,1	-0,7	1,5	-1,1	7,4	4,2	6,5
Belgio	2,3	2,1	0,5	-0,1	1,8	-0,7	7,4	4,4	6,7
Danimarca	4,1	4,7	8,0	-0,2	-0,8	1,2	9,3	9,6	12,3
Francia	6,2	3,4	0,1	2,5	-3,1	-7,7	8,7	10,6	13,3
Italia	11,6	7,2	3,8	4,6	-3,5	-11,9	12,0	14,8	21,2
Gran Bretagna	10,5	-0,9	-8,2	3,0	-10,2	-20,7	12,5	13,4	18,0
U.S.A.	7,9	9,4	0,7	6,4	2,2	-7,3	6,5	11,3	13,5
DM/\$	-7,0	-8,9	-0,5	-5,5	-1,6	7,5			
fl/\$	-5,4	-6,9	-1,0	-6,3	0,2	6,0			

^{a)} calcolato sottraendo dal saggio di variazione del tasso di cambio di mercato il saggio di inflazione interna e aggiungendovi il tasso di inflazione in Germania
Fonte: IMF - International Financial Statistics e Citibank.

ha dovuto seguire per mantenere la propria moneta all'interno dei margini stabiliti dallo SME, e della politica che la Gran Bretagna avrebbe dovuto seguire se fosse entrata a far parte dello SME fin dalla sua istituzione nel 1979. Ritorniamo alla nostra identità:

$$\hat{e} = \hat{e}_r + (\hat{p} - \hat{p}^*)$$

Da questa identità deriva che la stabilità *ex ante* del tasso di cambio rispetto a una valuta egemone è possibile soltanto se sono seguite politiche monetarie tali che la differenza tra i tassi di inflazione con il paese che ha la moneta egemone controbilanci esattamente ogni movimento del tasso reale di cambio:

$$\hat{e} = 0 \text{ se } \hat{p} - \hat{p}^* = -\hat{e}_r$$

In pratica però il realizzarsi di questa condizione sembra impossibile, non soltanto perché richiederebbe un grado di coordinamento delle politiche monetarie a livello internazionale che sembra molto difficile da conseguire, ma soprattutto per la difficoltà di predire la direzione e l'ampiezza dei movimenti del tasso reale di cambio e per i ritardi con cui si manifestano gli effetti della politica monetaria sull'inflazione. A causa dell'esistenza di questi ritardi, la stabilità del tasso di cambio richiederebbe, anche se fosse possibile creare gli opportuni differenziali di inflazione, la possibilità di predire i movimenti del tasso reale di cambio. Dal momento che le cose non stanno così (come è dimostrato da quello che è successo dopo la creazione dello SME), è possibile ottenere la stabilità del tasso di cambio di mercato soltanto *ex-post* con interventi delle banche centrali sul mercato dei cambi, cioè con l'acquisto delle monete che tendono a indebolirsi e la vendita di quelle che tendono a rafforzarsi, provocando in questo modo una contrazione del saggio di crescita dell'offerta di moneta nei paesi con moneta debole e un incremento in quelli con moneta forte.

7. Durante il 1980, il marco tedesco è stato debole e si è svalutato in termini reali rispetto alla maggior parte delle monete dello SME, alla sterlina e al dollaro, mentre la sterlina è stata forte e si è rivalutata in termini reali rispetto alle monete dello SME e al dollaro.

Per stabilizzare il tasso di cambio del marco e per impedire che la sua diminuzione di valore in termini reali si traducesse in una diminuzione del suo valore di mercato, la *Bundesbank* è stata costretta a intervenire massicciamente sul mercato dei cambi a sostegno del marco per tutto il 1980. Ne è risultato che nel 1980 lo stock di base monetaria della *Bundesbank* (*Zentralbankgeldmenge*) ha avuto un tasso di crescita di gran lunga inferiore all'obiettivo del 5-8% prefissato, mentre il tasso di crescita di M1 è crollato dal 7,5% del 1979 a circa l'1,8% del 1980. La *Bundesbank* è stata disposta ad abbandonare l'obiettivo monetario che si era prefissato, per ottenere la stabilità del cambio di fronte a un deprezzamento del marco in termini reali. La forte diminuzione del tasso di espansione monetaria ha inutilmente aggravato la recessione tedesca.

Infatti, se l'inflazione si aggiusta lentamente, una riduzione del tasso di crescita della moneta allo scopo di garantire la stabilità del cambio di fronte a una svalutazione in termini reali comporta come risultato una *sopravalutazione* temporanea che danneggia le esportazioni.

8. Esaminiamo infine la politica che la Gran Bretagna avrebbe dovuto seguire se avesse scelto di aderire allo SME nel 1979. Come si vede dalla tabella, il periodo 1979-80 ha visto un forte apprezzamento della sterlina in termini reali rispetto a tutte le monete dello SME. Se la politica monetaria della Gran Bretagna avesse avuto come scopo la stabilità del tasso di cambio di mercato (come si sarebbe verificato se la Gran Bretagna avesse aderito allo SME), la Banca d'Inghilterra sarebbe stata costretta ad effettuare acquisti massicci di valuta estera per impedire che la rivalutazione in termini reali della sterlina ne modificasse il valore di mercato. Come risultato di queste operazioni, lo stock di moneta della Gran Bretagna sarebbe cresciuto ancor più rapidamente, aggravando l'inflazione. Inoltre, dato il ritardo degli effetti della politica monetaria sui prezzi, gli acquisti di valuta estera allo scopo di mantenere stabile il valore di mercato della sterlina di fronte a un suo apprezzamento in termini reali avrebbero creato una temporanea *sottovalutazione* e una transitoria sovraespansione dell'economia inglese.

9. Che cosa significa tutto questo dal punto di vista delle politiche monetarie e delle politiche relative al tasso di cambio? Significa che, nel caso di un deprezzamento in termini reali, l'adesione a un obiettivo di tasso di cambio a scapito di un obiettivo monetario conduce a una recessione non necessaria, mentre nel caso di un apprezzamento porta a una espansione ingiustificata. I tassi di cambio fissi, a causa della loro rigidità, tendono a spostare il peso dell'aggiustamento ai tassi reali di cambio su quelle variabili che sono libere di muoversi, intensificando così il ciclo economico in modo non necessario. In un mondo in cui i tassi reali di cambio variano continuamente, l'abbandono dei propri obiettivi monetari a favore di politiche che hanno il tasso di cambio come obiettivo aggrava, a quanto pare, le fluttuazioni dell'inflazione, della crescita e dell'occupazione.