

## Interventi della Banca Centrale: sterilizzare o non sterilizzare?\*

Il recente accordo all'interno del Gruppo dei Cinque per interventi sul mercato internazionale dei cambi allo scopo di far scendere il dollaro ha risollevato la questione degli effetti della sterilizzazione. L'opinione corrente è che gli interventi sul cambio, se sterilizzati, non danno grandi risultati: non riescono cioè, o riescono solo in minima parte, a correggere o ad eliminare uno squilibrio della bilancia dei pagamenti. Tuttavia, dato l'attuale interesse a migliorare la bilancia *commerciale* degli Stati Uniti, pare che qualcosa si possa dire a favore della sterilizzazione; e la tesi della sterilizzazione acquista maggiore forza quando si fa l'ipotesi che i movimenti di capitali siano autonomi. L'opinione corrente considera lo stato della bilancia dei pagamenti nel suo complesso e la necessità di eliminare un *deficit* o un *surplus* complessivo; interventi non sterilizzati sono allora più efficaci di quelli sterilizzati, poiché mettono in moto un processo di aggiustamento in cui le variabili economiche sottostanti cambiano, eliminando lo squilibrio iniziale.

Nel periodo di Bretton Woods (1947-1973) le banche centrali fecero spesso ricorso, per mantenere le parità, a interventi sui mercati valutari accompagnati da sterilizzazione. E molti economisti videro in questa pratica un fattore importante per la persistenza di disavanzi o avanzi nelle bilance dei pagamenti. Gli interventi sterilizzati semplicemente *finanziarono* i disavanzi della bilancia dei pagamenti; non mutarono le circostanze economiche che li avevano prodotti. Questa opinione, ormai convenzionale, risale ai tempi del *Gold Standard*, come nel noto giudizio di Keynes sulla politica del *Federal Reserve Board* negli anni venti.<sup>1</sup>

\* Desidero ringraziare Stanley Black e Patrick Conway per i loro utili commenti.

<sup>1</sup> J.M. KEYNES, *Tract on Monetary Reform* (Londra, 1924), p. 138.

### Interventi con cambi fissi

Il ragionamento analitico è molto semplice, anche se ha incontrato molte difficoltà nella verifica empirica.<sup>2</sup> Supponiamo che un paese, per esempio il Giappone, abbia agganciato la propria valuta al dollaro al tasso di 200 yen per 1 \$. Se la bilancia dei pagamenti del Giappone è in *deficit*, la Banca del Giappone deve intervenire sui mercati dei cambi vendendo dollari e comprando yen. L'intervento della banca centrale ha come conseguenza la riduzione della base monetaria e quindi una contrazione dell'offerta di moneta in Giappone. Al diminuire dell'offerta di moneta, i tassi d'interesse tendono a salire, generando un afflusso netto di capitali (o riducendo l'uscita di capitali). Le pressioni deflazionistiche sull'economia giapponese fanno diminuire le importazioni e, di conseguenza, riducono la domanda di valuta estera. Se i prezzi interni del Giappone diminuiscono, le esportazioni riceveranno un impulso e l'offerta di valuta estera aumenterà. Alla fine il *deficit* sarà eliminato attraverso aggiustamenti sia nel conto delle partite correnti sia nel conto dei movimenti di capitale.

Se invece la Banca del Giappone decide di sterilizzare, compra titoli sul mercato interno nello stesso momento in cui vende valuta estera. Le operazioni di acquisto sul mercato interno provocano un aumento della base monetaria, controbilanciando la riduzione causata dall'intervento nel mercato dei cambi. Se l'offerta di moneta resta invariata, il processo di aggiustamento non si mette in moto. L'unico risultato è la vendita di attività finanziarie denominate in dollari (per esempio, Buoni del Tesoro degli Stati Uniti) e l'acquisto di attività finanziarie denominate in yen (titoli a breve giapponesi) da parte della Banca del Giappone.

La moderna teoria dell'equilibrio di portafoglio sostiene che se le attività finanziarie estere e interne sono perfetti sostituti, non ci sarà alcun effetto sui tassi d'interesse o su altre variabili economiche. (Se la sostituibilità non è perfetta, c'è la possibilità di una qualche variazione dei tassi d'interesse in seguito agli acquisti da parte della Banca del Giappone di attività a breve in yen; ma presumibilmente questi effetti saranno molto limitati.)

<sup>2</sup> "Intervention in Foreign Exchange Markets: A Summary of Ten Staff Studies", *Federal Reserve Bulletin*, novembre 1983.

### Interventi per MODIFICARE il tasso di cambio

Quando la Banca centrale interviene per portare il tasso di cambio a un nuovo livello, partendo da una posizione iniziale di equilibrio della bilancia dei pagamenti, le conclusioni ora esposte continuano ad essere valide: se l'obiettivo è di far sì che il nuovo tasso di cambio diventi un tasso di equilibrio, gli interventi non sterilizzati sono più efficaci di quelli sterilizzati.

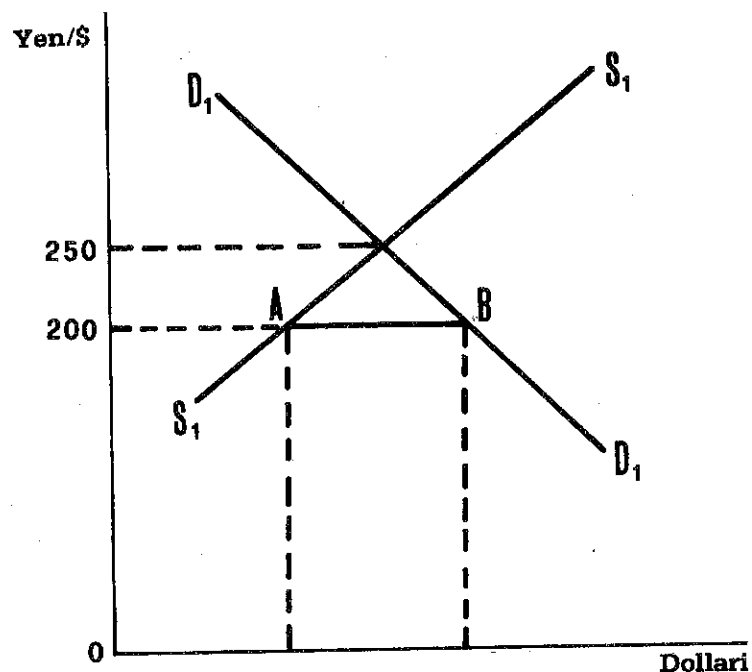
Per illustrare meglio questa affermazione, facciamo l'ipotesi che tutte le transazioni siano nel conto delle partite correnti. La figura 1, per esempio, rappresenta il mercato dei cambi nel caso di due paesi, Giappone e Stati Uniti. Supponiamo che la domanda di dollari ( $D_1 D_1$ ) provenga esclusivamente dalla domanda del Giappone di beni e servizi offerti dagli USA, e l'offerta di dollari ( $S_1 S_1$ ) provenga dalla domanda americana di beni e servizi prodotti dal Giappone. Al momento iniziale la domanda è uguale all'offerta al tasso di 250 yen per 1 dollaro; a questo tasso di cambio, la bilancia dei pagamenti giapponese non presenta né *deficit* né *surplus*.

Supponiamo ora che il Giappone voglia portare il cambio a 200 yen per 1 dollaro. (Se si chiedesse il *perché* di questo obiettivo, la risposta sarebbe che qui si fa solo un'ipotesi.) Se la Banca del Giappone interviene vendendo dollari in quantità sufficiente a portare il cambio a 200 yen, l'effetto immediato (ignorando i ritardi temporali) è quello di creare un *deficit* nella bilancia dei pagamenti giapponese (e nel saldo delle partite correnti) corrispondente ad AB nella figura 1. L'apprezzamento dello yen fa aumentare le importazioni del Giappone e diminuire le sue esportazioni.<sup>3</sup>

Se l'intervento è sterilizzato, il *deficit* di parte corrente persisterà, perché non intervengono elementi che possano eliminarlo. Se invece non c'è sterilizzazione, l'effetto di una contrazione dell'offerta di moneta sarà uno spostamento di  $D_1 D_1$  a sinistra, con riduzione delle importazioni, e di  $S_1 S_1$  a destra, con aumento delle esportazioni. Alla fine del processo di aggiustamento, il *deficit* di parte corrente è eliminato. Le importazioni e le esportazioni, valutate in dollari, possono essere maggiori o minori rispetto al livello precedente l'intervento della banca centrale, o possono essere più o meno uguali.

<sup>3</sup> Si ipotizza che le condizioni di Marshall-Lerner siano soddisfatte.

FIGURA 1



Il punto che qui preme sottolineare è che la sterilizzazione tende a mantenere il mutamento iniziale nel saldo della bilancia commerciale; la non-sterilizzazione lo elimina.

### Gli interventi sul cambio nel 1985

Uno degli scopi principali dell'accordo del Gruppo dei Cinque per interventi concordati sui mercati dei cambi era il miglioramento della bilancia *commerciale* americana, in modo da combattere le pressioni per misure protezionistiche negli Stati Uniti. Quando si vuole raggiungere questo scopo con variazioni del tasso di cambio (deprezzando il dollaro), si avranno risultati migliori con interventi sterilizzati che con interventi non sterilizzati, sempre nell'ipotesi che i movimenti dei

capitali restino inalterati. In altri termini, una data variazione del tasso di cambio avrà un effetto maggiore sulla bilancia commerciale con interventi sterilizzati che con interventi non sterilizzati. Per dimostrare questa tesi, come nel paragrafo precedente, farò un esempio riferito al Giappone e agli Stati Uniti.

La situazione iniziale è rappresentata dalla figura 2. Il mercato dei cambi è in equilibrio al tasso di cambio di 250 yen per 1 dollaro. La bilancia dei pagamenti del Giappone nel suo complesso è in equilibrio, ma le partite correnti sono in *surplus* e i movimenti di capitale sono in *deficit* (*surplus* e *deficit* sono entrambi pari a BC nella figura 2). Si fa l'ipotesi che l'offerta di dollari (SS) provenga dalla spesa degli Stati Uniti per le partite correnti;  $D_c D_c$  rappresenta la spesa del Giappone per le partite correnti e  $D_i D_i$  la domanda di dollari complessiva del Giappone sia per partite correnti che per movimenti di capitale. Al momento iniziale, le importazioni degli Stati Uniti (AC) sono uguali alle importazioni del Giappone (AB) più gli acquisti del Giappone di attività finanziarie statunitensi (BC).

Supponiamo ora che la Banca del Giappone intervenga e venda dollari per portare il cambio a 200 yen. Trascurando effetti J e supponendo che siano soddisfatte le condizioni di Marshall-Lerner, le importazioni del Giappone aumentano passando da AB a DE, mentre le esportazioni scendono da AC a DE. Le partite correnti sono ora in equilibrio; ma, se le esportazioni di capitale continuano al livello precedente, la bilancia dei pagamenti del Giappone avrà un *deficit* pari a EF (= BC). Se l'intervento è sterilizzato, le curve SS e  $D_c D_c$  non si spostano (escludendo effetti reddito derivanti da mutamenti di spesa) e la bilancia dei pagamenti continuerà a restare complessivamente in *deficit*. La variazione desiderata nel conto di parte corrente è stata ottenuta, ma la politica di intervento deve continuare per mantenere il tasso di cambio al suo nuovo livello.

Se invece la Banca del Giappone sceglie di non sterilizzare, l'offerta di moneta si contrae e si sviluppano pressioni deflazionistiche. La figura 3 illustra questo caso, partendo da una situazione iniziale identica a quella della figura 2. Al diminuire dei prezzi e del reddito in Giappone per la contrazione dell'offerta di moneta e per l'aumento dei tassi d'interesse, la domanda di importazioni da parte del Giappone diminuisce. La curva  $D_c D_c$  si sposta a sinistra in  $D_c^1 D_c^1$ . Contemporaneamente, i prezzi in yen più bassi indurranno i consumatori americani ad aumentare le importazioni (SS si sposta a destra in  $S^1 S^1$ ). La bilancia commerciale del Giappone torna in *surplus* (per l'ammontare GH della

FIGURA 2

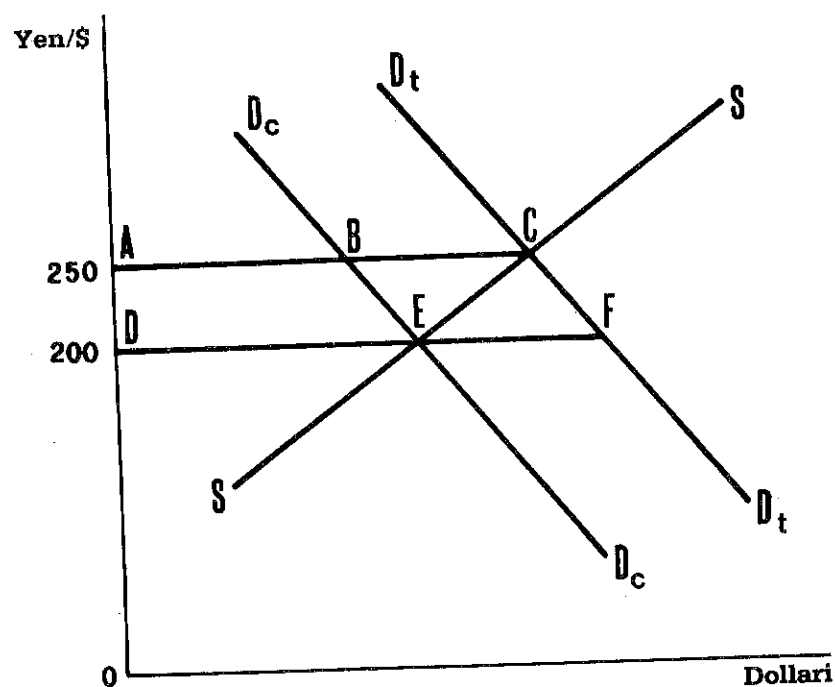


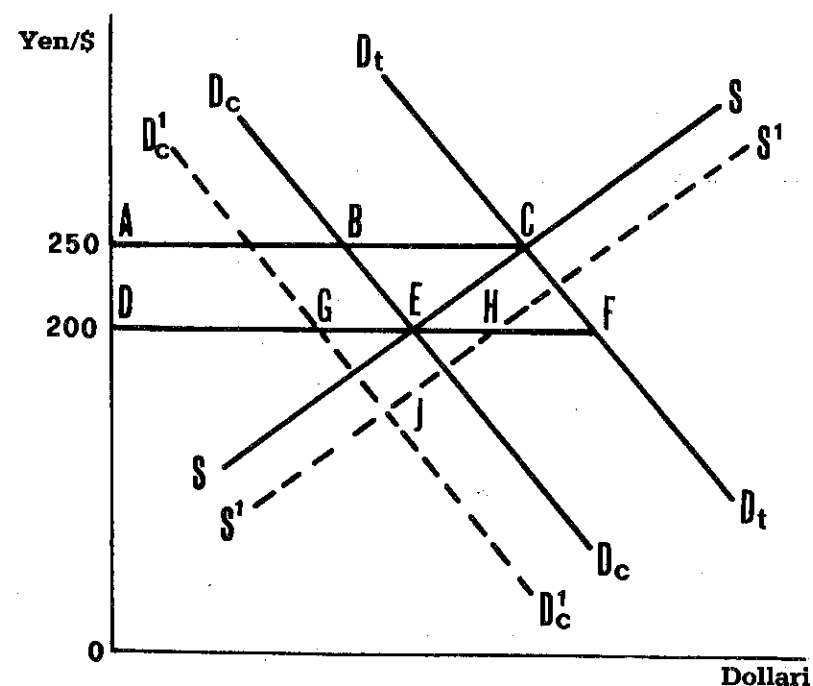
figura 3), ma se i movimenti di capitale continuano allo stesso livello, la bilancia dei pagamenti torna in equilibrio e la banca centrale non deve più intervenire a sostegno del cambio. La nuova curva di domanda totale di dollari (che non compare nella figura) interseca  $S^1 S^1$  nel punto H. Così, l'intervento non sterilizzato ha ristabilito l'equilibrio della bilancia dei pagamenti ed eliminato la necessità di un intervento continuo, ma ha cancellato il miglioramento iniziale della bilancia commerciale. Se questo miglioramento è l'obiettivo principale l'intervento non sterilizzato non è lo strumento adatto.

La tesi che in queste circostanze gli interventi sterilizzati sono più efficaci di quelli non sterilizzati è soggetta a due obiezioni. La prima obiezione è che la tesi ha una validità temporanea, di breve periodo, poiché l'intervento non può continuare all'infinito. La seconda obiezione, di maggior peso, riguarda la possibilità che le conclusioni siano diverse quando si tiene conto delle ripercussioni sui movimenti di capitale.

Finora infatti non abbiamo considerato gli effetti che l'intervento sul mercato dei cambi ha sui flussi di capitale. Se l'intervento è sterilizzato, non ci sono effetti diretti sull'offerta di moneta e sui tassi d'interesse nei due paesi. Nell'ipotesi che i movimenti di capitale fossero determinati inizialmente da differenziali di tasso d'interesse, nulla interviene a modificare la situazione.

Tuttavia, se al flusso di capitali verso gli Stati Uniti dava una spinta importante l'aspettativa di ulteriori apprezzamenti del dollaro, anche l'intervento sterilizzato può avere dei risultati. Nel caso più favorevole — posto che il principale obiettivo sia il miglioramento della bilancia commerciale degli Stati Uniti — l'intervento per deprezzare il dollaro (da 250 a 200 yen nella figura 3) potrebbe convincere il mercato che il dollaro non è più un'attività in continuo apprezzamento. In questo caso l'esportazione di capitali dal Giappone potrebbe ridursi drasticamente; se cessasse del tutto, il punto E diventerebbe un punto di equilibrio.

FIGURA 3



Non sarebbe allora più necessario continuare ad intervenire sul cambio, e il desiderato miglioramento della bilancia commerciale USA sarebbe stato ottenuto. L'intervento per deprezzare il dollaro avrebbe successo semplicemente modificando le aspettative relative ai tassi di cambio. (Nella terminologia di moda, potremmo dire che l'intervento può sgonfiare la "bolla" speculativa.)

All'estremo opposto, si può verificare il caso che il mercato consideri il deprezzamento del dollaro soltanto uno scivolone momentaneo. Se gli operatori ritengono che 200 yen per un dollaro sono un vero affare, le esportazioni di capitale verso gli Stati Uniti possono avere un enorme incremento. Se gli speculatori nutrono dubbi sulla capacità o sulla volontà della Banca del Giappone di intervenire in misura sufficiente a mantenere il dollaro a livelli bassi, si precipiteranno a comprare tutti i dollari che la banca centrale vende. In questa gara tra speculatori e banca centrale le riserve ufficiali si possono impoverire rapidamente. In tal caso gli interventi sterilizzati non otterrebbero il risultato di deprezzare il dollaro, e ancor meno quello di migliorare la bilancia commerciale degli Stati Uniti.

In conclusione, sembra che gli interventi sul cambio, quando sono sterilizzati, possono avere i risultati più diversi, dal completo successo al totale fallimento, a seconda delle reazioni del mercato all'intervento. Dal momento che le reazioni del mercato non possono essere previste con un grado ragionevole di certezza, l'efficacia di interventi sterilizzati sul cambio come strumento di politica economica appare discutibile.

Nel caso di interventi non sterilizzati, la contrazione dell'offerta di moneta tenderà a far salire i tassi d'interesse e a ridurre di conseguenza il flusso iniziale di capitali verso gli Stati Uniti. La riduzione sarà tanto maggiore quanto maggiore è la sensibilità dei movimenti di capitale al tasso d'interesse.

Nella figura 3, se l'aumento del tasso di interesse in Giappone elimina l'esportazione di capitali, l'intervento iniziale che doveva portare il cambio con il dollaro a 200 yen è eccessivo. Come risulta dalla figura, se i movimenti di capitale sono ridotti a zero, le curve di domanda e di offerta di dollari diventano  $D_c^1 D_c^1$  e  $S^1 S^1$  che si incontrano (nel punto J) ad un tasso di cambio di equilibrio molto inferiore a 200. Un intervento iniziale di dimensioni più ridotte sarebbe stato sufficiente per ottenere il deprezzamento del dollaro nella misura desiderata.

Come nel caso degli interventi sterilizzati, anche in questo caso l'influenza degli interventi della banca centrale sulle aspettative relative

al tasso di cambio ha un'importanza cruciale. Di fronte alla stretta nel mercato monetario giapponese, gli operatori possono convincersi che un ulteriore apprezzamento del dollaro è improbabile. Un intervento relativamente modesto (in concomitanza con la stretta monetaria) può essere allora sufficiente a ridurre o anche eliminare il deflusso di capitali, e così realizzare l'obiettivo di un deprezzamento del dollaro e di un miglioramento della bilancia commerciale degli Stati Uniti. Ma se la fiducia in un apprezzamento del dollaro è molto forte, il deflusso di capitali può continuare anche quando i tassi di interesse giapponesi cominciano a salire. Per esempio, l'aspettativa di un apprezzamento del dollaro del 20% può annullare gli effetti di un aumento dei tassi d'interesse del 2-3%.

In definitiva, la considerazione degli effetti sui movimenti di capitale rafforza le argomentazioni a favore di interventi non sterilizzati, perché solo in assenza di sterilizzazione si producono mutamenti nel mercato monetario che fanno spostare nella giusta direzione le aspettative relative all'andamento del cambio. Dato il volume e la volatilità dei movimenti di capitale, gli effetti sulle aspettative emergono come aspetto cruciale di ogni misura di politica economica.<sup>4</sup>

JAMES C. INGRAM

<sup>4</sup> Alla fine del 1985, quando il prezzo del dollaro in yen passò da 250 a 200 yen, i saggi di interesse in Giappone aumentarono, facendo supporre che l'intervento sul cambio non fosse stato sterilizzato. Ma poco dopo, nel 1986, la Banca del Giappone ha ridotto il tasso di sconto e adottato una politica monetaria espansiva. Ciò significa controbilanciare gli effetti dell'intervento sul cambio.