

Tassi di cambio fluttuanti, deprezzamento valutario e domanda effettiva *

JULIO LÓPEZ e IGNACIO PERROTINI

1. Introduzione

La scelta del regime di tasso di cambio è emersa di recente come un elemento determinante delle strategie di politica economica finalizzate al controllo dell'inflazione e alla gestione di shock esterni avversi. Regimi di tassi fissi ma aggiustabili, che erano piuttosto popolari durante l'era di Bretton Woods, hanno perduto oggi tutto il loro fascino, mentre vengono celebrati sistemi di tassi di cambio rigidi (*hard peg*) e flessibili, sulla base dell'idea che l'economia sia meglio servita da uno di questi "due angoli" o modelli estremi di tasso di cambio (Eichengreen 1994 e 1998, Fischer 2001).

È interessante osservare come il punto di vista monetarista, che ha fornito giustificazioni per la flessibilità sulla base di una prospettiva dal lato dell'offerta, sia condiviso anche da economisti che enfatizzano le proprietà di "assorbimento degli shock" dei tassi flessibili a partire da un punto di vista basato sulla domanda, dunque a partire da una prospettiva keynesiana (si veda ad esempio Bougrine e Seccareccia 2004).

Lo scopo del presente articolo è di mettere in discussione l'idea che i regimi di tassi di cambio flessibili stabilizzino la domanda effettiva e l'occupazione. Concordiamo pienamente con l'idea che il tasso di

□ Universidad Nacional Autónoma de México; e-mails: gallardo@servidor.unam.mx; iph@servidor.unam.mx.

* Gli autori sono grati a Anthony P. Thirlwall e a due anonimi *referees* della rivista per le utilissime osservazioni ricevute su una precedente versione dell'articolo. Restano, comunque, i soli responsabili per eventuali errori. Julio López ringrazia anche l'UNAM-PAPIIT-IN301606 per l'aiuto finanziario.

cambio possa e debba essere utilizzato come strumento di politica macroeconomica, ma sosteniamo che la flessibilità e il deprezzamento della valuta abbiano effetti collaterali su produzione e occupazione dei quali andrebbe tenuto conto. Inizialmente discutiamo la questione in termini generali. In seguito ci concentriamo sulla flessibilità del tasso di cambio nelle economie in via di sviluppo. Rispetto ai sistemi economici sviluppati, queste ultime sono più suscettibili di sperimentare shock esterni sfavorevoli, e consentono di illustrarne meglio gli effetti sulla domanda effettiva e sull'occupazione.

La scelta di un regime di tasso di cambio è di grande rilievo per il problema keynesiano della domanda effettiva (Davidson 2003, Edwards e Levy Yeyati 2003, Bougrine e Seccareccia 2004). Sosteniamo che l'ipotesi che un deprezzamento valutario possa stabilizzare la domanda effettiva equivale a sostenere che la flessibilità (verso il basso) dei salari nominali (e reali) sia in grado di assicurare il pieno impiego.¹ Inoltre, sosteniamo anche che i regimi di tassi di cambio flessibili non rimuovono il vincolo esterno imposto sulla crescita di lungo periodo dall'equilibrio della bilancia dei pagamenti, come viene postulato dalla cosiddetta Legge di Thirlwall (Thirlwall 1979), che stabilisce che il massimo tasso di crescita sostenibile di lungo periodo che un sistema economico può raggiungere è vincolato dal necessario equilibrio della bilancia dei pagamenti; in altri termini, la crescita di lungo periodo è determinata dal rapporto tra l'elasticità delle esportazioni e quella delle importazioni nei confronti del reddito.

Il resto dell'articolo è strutturato nel modo seguente. La sezione 2 riassume le ragioni dei tassi di cambio flessibili e analizza per quale motivo la flessibilità verso il basso dei salari e i tassi di cambio liberamente fluttuanti sono equivalenti tra loro. Le sezioni 3 e 4 esaminano le critiche di Keynes e di Kalecki agli effetti esercitati dalla flessibilità dei salari e dei tassi di cambio sulla domanda effettiva. La sezione 5 sottolinea una serie di ulteriori problemi sollevati dalla flessibilità dei tassi di cambio. La sezione 6 riporta le evidenze empiriche. La sezione 7 conclude con brevi riflessioni su teoria e politica economiche.

¹ Nella teoria economica dominante, la flessibilità di salari e prezzi e tassi di cambio liberamente fluttuanti sono concepiti sostanzialmente come meccanismi alternativi per il perseguimento del pieno impiego e dell'allocazione ottimale dei fattori produttivi.

2. Deprezzamento valutario e flessibilità verso il basso dei salari reali

Al fine di evitare fraintendimenti, proponiamo dapprima alcune definizioni fondamentali. Definiamo qui tassi fluttuanti quei tassi di cambio che variano secondo le condizioni di offerta e domanda nel mercato delle valute estere, mentre i tassi di cambio amministrati sono quelli fissati dalle autorità di politica economica e possono essere variati a seconda degli obiettivi di queste ultime. I tassi di cambio amministrati, ovviamente, possono rendere necessaria una qualche forma di controllo sui movimenti di capitale (Thirlwall 2003, p. 90; Seccareccia 2003-2004). Definiamo inoltre tasso di cambio nominale il numero di unità di valuta interna scambiate con un'unità di valuta esterna (ad esempio il dollaro statunitense), e tasso di cambio reale il prodotto del tasso di cambio nominale per l'indice dei prezzi esteri diviso l'indice dei prezzi interni. Di conseguenza, in base alla nostra definizione, il tasso di cambio reale e il livello di competitività si muovono nella stessa direzione: il tasso di cambio reale si riduce quando la valuta interna si apprezza, e un aumento del tasso di cambio reale indica che la valuta interna si deprezza in termini reali.

L'ottimalità dei tassi di cambio fissi è stata a lungo rifiutata nella presunzione che, se il sistema economico sperimenta principalmente shock di natura reale, nel riassorbire tali shock risulta più efficace la flessibilità del tasso di cambio (Mundell 1961). Più recentemente, è stato affermato che i tassi di cambio fissi contribuiscono a generare una situazione di bassa inflazione nel lungo periodo «solo all'alto costo di destabilizzare il reddito e l'occupazione nazionali» (Bougrine e Seccareccia 2004, p. 658). Su tali basi i sistemi di tassi di cambio a parità fissa dovrebbero risentire di una distorsione deflazionistica rispetto a sistemi di tassi di cambio fluttuanti.

Una conclusione di questo tipo scaturisce solitamente dall'analisi di una perturbazione puramente reale che si origina nel mercato dei beni internazionali. La ragione è la seguente. Si supponga che le esportazioni si contraggano a seguito di uno shock esterno avverso. Se contemporaneamente si deprezza il tasso di cambio, l'accresciuta competitività consentirebbe al paese di migliorare la propria bilancia commerciale, purché sia rispettata la condizione di Marshall-Lerner. Se esportazioni e importazioni rispondono in misura adeguata al deprezzamento

della valuta, la produzione e l'occupazione possono non diminuire (in effetti possono anche aumentare) e l'economia interna risulterà in qualche misura isolata dallo shock esterno. Ne deriva la conclusione che, quando un sistema aperto subisce uno shock avverso dal lato della domanda aggregata, tassi di cambio flessibili sono in grado di stabilizzare la produzione.

Inoltre, i sostenitori dei sistemi di tassi di cambio flessibili aggiungono che questi ultimi hanno l'ulteriore vantaggio di permettere alle autorità di politica economica di adottare efficaci misure di stabilizzazione di tipo keynesiano. Pertanto, la flessibilità dei tassi di cambio consentirebbe presumibilmente ai governi di perseguire, in un'economia globale aperta, politiche fiscali e monetarie anticicliche autonome.

Si può vedere facilmente che in un sistema aperto una diminuzione dei salari nominali equivale in larga misura a un deprezzamento valutario.² In effetti, se il tasso di cambio *nominale* è dato, la caduta dei prezzi interni causata dalla riduzione salariale produrrebbe un *aumento* nel tasso di cambio *reale*. Detto altrimenti, se i prezzi sono stabiliti secondo una regola di *mark-up*, il deprezzamento valutario provocherà un aumento nel tasso di cambio reale e nella competitività solo se si riduce il salario reale.

Ora, se una diminuzione dei salari monetari, con il conseguente deprezzamento della valuta in termini *reali*, fosse effettivamente in grado di generare un'espansione dell'occupazione e della produzione, le economie capitalistiche avrebbero a disposizione un potentissimo meccanismo automatico per il raggiungimento della piena occupazione. Si consideri infatti un aumento della disoccupazione nella prospettiva della teoria tradizionale. Prima o poi questo porterà a una diminuzione dei salari nominali. Se sono fissati secondo una regola di *mark-up* costante, i prezzi faranno altrettanto. Dato il tasso di cambio nominale, la discesa dei prezzi si tradurrebbe in un aumento del tasso di cambio reale e in una maggiore competitività. Quest'ultima migliorerebbe la bilancia commerciale e stimolerebbe la domanda effettiva, alleviando in tal modo la disoccupazione e portando in ultima analisi alla scomparsa della disoccupazione involontaria.³

² Ad eccezione del fatto che il deprezzamento valutario aumenta i prezzi interni all'importazione, mentre una diminuzione salariale li lascia inalterati (tale punto sarà ripreso più avanti).

³ Nonostante ciò, è opportuno osservare che l'effetto netto di una diminuzione dei salari nominali sulla domanda aggregata dipende dal suo impatto sul consumo in-

Nessuna meraviglia, allora, che gli economisti ortodossi più pratici, che rimproverano a Keynes il messaggio secondo il quale le economie capitalistiche tendono all'instabilità, abbiano modificato le proprie argomentazioni. Essi oggi danno molto più risalto alle ripercussioni dei salari flessibili sulla competitività internazionale. Gli economisti accademici ortodossi, tuttavia, continuano a prestare omaggio verbale ai cosiddetti "effetto Keynes" o "effetto Pigou" (tanto cari agli economisti ortodossi del tempo di Keynes) come i meccanismi considerati in grado di garantire il pieno impiego.⁴

Keynes riteneva che le conseguenze dei salari flessibili fossero di capitale importanza nel *corpus* della sua teoria e di quella dei suoi rivali. Per tale ragione dedicò tutto il capitolo 19 della *Teoria Generale* a respingerle. Analogamente, Kalecki (1939, p. 38) ha sottolineato già nella fase iniziale del dibattito che, con un determinato tasso di cambio nominale, «una diminuzione dei salari in un sistema aperto è del tutto analoga a un deprezzamento valutario», e anch'egli ha escluso la possibilità che i tassi di cambio flessibili siano in grado di garantire la piena occupazione. È interessante iniziare la nostra discussione con un'esposizione delle argomentazioni dei padri costituenti del principio della domanda effettiva.

3. Keynes su salari flessibili e tassi di cambio flessibili

Richiamiamo dapprima le conclusioni di Keynes sulle conseguenze di una caduta del salario in un'economia aperta e sugli effetti dei tassi di cambio flessibili. Successivamente proveremo a riassumerne la visione complessiva.

terno poiché, se quest'ultimo si contrae, può finire per compensare l'effetto positivo dell'aumento delle esportazioni. Di conseguenza, tutto dipende da quale dei due effetti moltiplicativi prevalga. Nelle prossime pagine formalizzeremo tali idee.

⁴ Occorre rammentare che Keynes stesso era molto più scettico, rispetto agli economisti ortodossi suoi contemporanei, circa l'effetto favorevole esercitato, sugli investimenti e sulla domanda effettiva, da un tasso d'interesse più basso risultante da minori salari e minori prezzi (ovvero quel che oggi viene indicato come "effetto Keynes"). Sappiamo anche che l'"effetto Pigou" è stato analizzato e completamente demolito da Kalecki (1944). A quanto sembra, tuttavia, l'associazione tra salario reale e tasso di cambio reale e l'impatto di salari flessibili sulla competitività internazionale e sulla domanda aggregata non sono stati sufficientemente studiati.

Com'è noto, l'idea generale di Keynes era che la caduta dei salari derivante dalla disoccupazione non avrebbe assicurato un corretto funzionamento del meccanismo monetario tale da riportare l'economia alla piena occupazione, come ipotizzavano i "classici". Egli affrontò la questione soprattutto con riferimento a un'economia chiusa, ma trattò anche il caso di un sistema economico aperto. La sua più esplicita affermazione contenuta nella *Teoria Generale* può essere rinvenuta nelle seguenti righe:

«Se consideriamo un sistema economico aperto, e la diminuzione dei salari monetari costituisce una *diminuzione relativa rispetto ai salari monetari all'estero* [...] è evidente che la variazione sarà favorevole all'investimento, poiché tenderà ad accrescere la bilancia commerciale» (Keynes 1936, p. 262, corsivo nell'originale).

Tuttavia, egli ipotizzava anche che «è probabile che essa peggiori le ragioni di scambio. Pertanto vi sarà una riduzione dei redditi reali» (*ibid.*, p. 263). Keynes conclude quindi l'intera discussione dell'impatto dei salari flessibili sull'occupazione nella *Teoria Generale* con la seguente, famosissima affermazione:

«Non vi è quindi ragione di ritenere che una politica di salari flessibili sia in grado di mantenere uno stato di continua piena occupazione [...]. Il sistema economico non può essere reso capace di aggiustarsi da solo secondo tali linee» (*ibid.*, p. 267).

Keynes (1936) valutò anche le conseguenze di un tasso di cambio flessibile:

«Alla luce di tali considerazioni [di domanda aggregata], sono ora dell'opinione che il mantenimento di un livello generale di salari monetari stabile rappresenti, tutto considerato, la politica più raccomandabile per un sistema chiuso; mentre *la stessa conclusione resta valida per un sistema aperto purché l'equilibrio con il resto del mondo possa essere garantito attraverso cambi fluttuanti*» (*ibid.*, p. 270, corsivo aggiunto).

Come le ultime righe della citazione rendono evidente, nella *Teoria Generale* Keynes accettò l'idea che i tassi di cambio flessibili verso il basso potessero ricoprire un ruolo utile. Tuttavia tale affermazione non era priva di qualificazioni, ed è stata fatta dipendere in particolare dal funzionamento dell'economia mondiale. Inoltre, la sua discussione

non riguardava il fatto che lasciare i tassi liberi di fluttuare fosse sufficiente a fronteggiare shock esterni, quanto piuttosto l'adeguatezza di tali tassi nel favorire le politiche di pieno impiego nelle condizioni normali dell'economia mondiale. Ad ogni modo, Keynes fu indotto a svolgere ulteriori considerazioni su tale tema quando si trovò a sviluppare la proposta britannica per l'organizzazione finanziaria internazionale successivamente alla seconda guerra mondiale.⁵ Nel 1944, a uno stadio avanzato della sua riflessione, sintetizzò la propria opinione nei termini seguenti:

«[E]sistono due obiezioni ai movimenti del tasso di cambio [...]. La prima fa riferimento all'effetto sulle ragioni di scambio [...]. In determinate condizioni delle elasticità coinvolte, un deprezzamento del tasso di cambio può effettivamente peggiorare la bilancia dei pagamenti, ed è facile immaginare casi nei quali, anche se viene ristabilito l'equilibrio, ciò avviene al costo di una severa e inutile riduzione del tenore di vita [...]. In secondo luogo, nel mondo moderno, nel quale i salari sono strettamente collegati al costo della vita, l'efficacia di un deprezzamento del cambio può risultare considerevolmente ridimensionata» (Keynes 1980, p. 288).

Egli proseguì aggiungendo:

«[L]a preferenza per i movimenti del tasso di cambio mi sembra si basi su una convinzione primitiva circa il modo in cui le cose funzionano in condizioni di *laissez-faire* [...]. Il problema è che i prezzi non rappresentano un indice soddisfacente, né per le utilità sociali né per i costi sociali reali» (*ivi*).

In altri termini, Keynes ammoniva anzitutto che quel che davvero rileva non è il tasso di cambio nominale, ma quello reale, e che il deprezzamento della valuta non può in ultima analisi generare un aumento di quest'ultimo quando i salari nominali sono indicizzati ai prezzi, e quando quel che oggi chiamiamo coefficiente di traslazione (*pass-through*) è elevato.⁶ Pertanto, come è stato rilevato molto tempo fa da

⁵ Per i dettagli si vedano Skidelsky (2001) e Vines (2003). È opportuno anche accennare al fatto che Keynes promosse gli accordi di Bretton Woods, senza dubbio un regime apertamente in contrasto con un sistema di cambi liberamente fluttuanti.

⁶ Il coefficiente di traslazione misura l'effetto di variazioni del tasso di cambio sui prezzi. Tra le sue determinanti principali figurano i redditi pro capite, i costi di trasporto, l'ampiezza del sistema economico, i dazi doganali, i livelli salariali, l'inflazione di base e la variabilità di lungo periodo del tasso di cambio. Incidentalmente, si nota

uno dei suoi seguaci, la pressione inflazionistica che ne deriva imporrebbe deprezzamenti ricorrenti al fine di raggiungere e mantenere, in modo efficace, un elevato tasso di cambio *reale*.⁷

Inoltre, Keynes suggerì che la condizione di Marshall-Lerner non può essere ritenuta affidabile perché potrebbe non essere soddisfatta, sicché un più elevato tasso di cambio reale può di fatto non migliorare il saldo commerciale.

Infine, Keynes avanzò l'idea che quando i prezzi all'esportazione cadono peggiorano le ragioni di scambio del paese.⁸ Ciò può provocare un declino del reddito. Egli non sviluppò l'argomento, ma il suo ragionamento può essere interpretato come segue. Quando le ragioni di scambio di un paese si deteriorano, esso sta esportando di più per ogni unità di importazioni di quanto riceve. Se il commercio estero ha un peso rilevante sulla domanda complessiva, allora, anche se la produzione totale rimanesse costante, il reddito e il benessere nazionali potrebbero ridursi, a causa del peggioramento delle ragioni di scambio causato dal deprezzamento della valuta. A tale proposito, qualche anno più tardi le intuizioni di Keynes furono sviluppate dall'economista argentino Raul Prebisch, fondatore dell'ECLAC (Economic Commission of Latin America and the Caribbean e della Latin American Structural School of Economics).⁹

che la tendenza al ribasso di tali coefficienti osservata nell'economia mondiale a partire dagli anni '90 è associata a mutamenti delle condizioni monetarie.

⁷ Kaldor (1965, pp. 49-50) afferma che «il corretto ammontare di svalutazione [...] presuppone politiche interne fortemente deflazionistiche, mentre è in corso il processo di aggiustamento strutturale, e una successione di aggiustamenti verso il basso nel tasso di cambio, non un unico aggiustamento *una tantum*». «La ragione [risiede nel fatto che l'acquisizione di una più ampia quota di mercato e] l'adattamento della struttura produttiva interna a favore dei «beni internazionali» [richiede tempo,] e il tasso di cambio che può essere necessario a raggiungere l'«obiettivo» rappresenterebbe un «aggiustamento eccessivo» [...]. L'economia potrebbe non rispondere al mutamento dei prezzi relativi, che di conseguenza risulterebbe in larga misura annullato dall'inflazione».

⁸ Ciò diminuisce il prezzo relativo delle nostre esportazioni in termini di importazioni.

⁹ Prebisch (1951, p. 78) affermò: «Si potrebbe entrare in un'analisi teorica molto lunga in grado di dimostrare che, se [nel periodo compreso tra le due guerre, n.d.aa.] i salari britannici fossero diminuiti a seguito della disoccupazione, la conseguente riduzione del costo di produzione avrebbe consentito la nascita di nuove industrie e assicurato la sopravvivenza di quelle già esistenti, senza alcun bisogno di una deliberata diminuzione dei coefficienti d'importazione [ottenuta grazie a tariffe protezionistiche e altre misure restrittive, n.d.aa.] [...]. Ma anche se la riduzione dei salari avesse aumentato l'occupazione – il che è molto dubbio – avrebbe comportato anche una corrispondente

4. Kalecki su salari flessibili, tassi di cambio e domanda effettiva

Michal Kalecki fu anche più riluttante di Keynes a riconoscere il ruolo dei salari flessibili e dei tassi di cambio flessibili come stabilizzatori automatici dei sistemi economici capitalistici. A differenza di Keynes egli non accettò la teoria dei rendimenti marginali decrescenti, né l'idea che i salari reali siano determinati in definitiva dalla produttività del lavoro corrispondente a un determinato livello della produzione. Di conseguenza, riconosceva che non solo i salari monetari, ma anche quelli reali potevano effettivamente cadere a seguito della disoccupazione. Si soffermò sulla similitudine tra una diminuzione dei salari in un'economia aperta e il deprezzamento valutario già accennato, aggiungendo che

«I due casi differiscono solo per il fatto che nel primo i salari diminuiscono e i prezzi delle materie prime importate restano invariati, mentre nel secondo i salari rimangono inalterati (in termini della valuta interna) e i prezzi delle materie prime importate aumentano in proporzione inversa al deprezzamento valutario» (Kalecki 1939, p. 38).

Sulla base di tale analisi trae le seguenti conclusioni:

«[A]nche in un caso siffatto [cioè in un sistema aperto, n.d.aa.], la riduzione dei salari non conduce necessariamente a un aumento dell'occupazione, e le prospettive di accrescere il reddito reale aggregato della classe lavoratrice risultano ancora più deboli. In particolare, in condizioni di tariffe elevate e crescenti è molto probabile che una diminuzione dei salari avrà un effetto avverso sull'occupazione anche in un'economia aperta» (*ivi*).

L'analisi di Kalecki è concisa, ma possiamo svilupparla per esaminare con rigore gli effetti di un deprezzamento valutario.

Si considerino le equazioni seguenti, nelle quali P indica i profitti; I gli investimenti privati; C^k il consumo dei capitalisti; X le esportazioni *nette* (differenza tra esportazioni e importazioni); ω la quota relativa di salari nel valore aggiunto (o nella produzione), in modo che,

diminuzione del prezzo di tutte le esportazioni britanniche per stimolarne alcune, cioè una misura che avrebbe comportato una considerevole perdita del reddito reale del paese».

sotto ipotesi semplificatrici, $1-\omega$ indica la quota di profitti nella produzione; k indica il “grado di monopolio”, o il rapporto tra ricavi e costi variabili aggregati (che è anche pari al rapporto tra prezzi medi e costi variabili medi); j indica il rapporto tra costo aggregato delle materie prime e l’ammontare delle retribuzioni. Ancora, p indica il prezzo stabilito da un’impresa (e, per semplificare, anche il prezzo medio dei beni interni); u il costo variabile unitario; p' il prezzo medio ponderato dell’industria (e, ancora per semplificare, anche l’indice del prezzo medio); m e n sono parametri. Inoltre, z indica il tasso di cambio reale, p^* l’indice di prezzo delle nostre controparti commerciali ed E il tasso di cambio nominale (unità di valuta interna per ogni unità di valuta estera). Pertanto, p^* indica l’indice medio dei prezzi internazionali, e α la quota relativa di beni interni sulla domanda complessiva. Infine, w e \bar{w} rappresentano rispettivamente i salari nominale e reale. Presentiamo quindi il seguente modello:

$$P = I + C^K + X \quad (1)$$

$$\omega = \frac{1}{1 + (k-1)(j+1)}, \quad k > 1 \quad (2)$$

$$Y = \frac{P}{1-\omega} = \frac{I + C^K + X}{1-\omega} \quad (3)$$

$$p = mu + np' \quad (4)$$

$$k = \frac{P}{u} = m + n \left(\frac{p'}{p} \right) \quad (4a)$$

$$z = E \left(\frac{p^*}{p} \right) \quad (5)$$

$$p' = (p)^\alpha (Ep^*)^{1-\alpha} \quad (6)$$

$$\bar{w} = \frac{w}{p'} \quad (7)$$

L'equazione 1 è la nota equazione di Kalecki dei *profitti totali* in un'economia aperta (per semplificazione facciamo astrazione dai risparmi dei lavoratori e dal disavanzo di bilancio).¹⁰ L'equazione 2 mostra che (in corrispondenza di una determinata composizione della produzione) la quota relativa dei salari sul valore aggiunto è data dal grado di monopolio e dal rapporto tra la spesa per le materie prime e il monte salari. L'equazione 3 incorpora la teoria della domanda effettiva di Kalecki, ed esprime la produzione complessiva come dipendente dai profitti totali e dalla quota dei profitti sulla produzione.¹¹ Le equazioni 4 e 4a descrivono la politica di prezzo delle imprese (facilmente estesa a un'economia aperta), che fissano i prezzi sulla base dei propri costi variabili e del prezzo medio ponderato di tutte le imprese. Successivamente, l'equazione 5 definisce il tasso di cambio reale. Infine, le equazioni 6 e 7 sono state aggiunte al modello di Kalecki solo per definire rispettivamente il prezzo medio e il salario reale. Le equazioni dalla 4 alla 7 chiariscono per quale ragione il tasso di cambio reale e il salario reale risultano inversamente correlati.

Si considerino ora gli effetti di un deprezzamento valutario che conduce a un aumento nel tasso di cambio reale. Nel breve periodo, quando la spesa dei capitalisti è data, l'effetto del deprezzamento sui profitti dipenderà dall'elasticità di esportazioni e importazioni rispetto al tasso di cambio reale. Tuttavia, è noto che la reazione delle esportazioni (e della sostituzione delle importazioni) al mutamento dei prezzi relativi può essere lenta, e che nel breve periodo il deprezzamento della valuta può tradursi in un grave deterioramento del saldo commerciale e in una caduta dei profitti.

Certamente ciò non costituisce la fine della storia, perché a seguito del deprezzamento valutario è probabile che oltre ai profitti totali crolli anche la quota dei salari sulla produzione. Tale effetto amplifi-

¹⁰ Nell'equazione del profitto estesa formulata da Kalecki il disavanzo di bilancio aumenta i profitti e i risparmi dei lavoratori li riducono.

¹¹ L'equazione della produzione potrebbe essere riformulata nei consueti termini keynesiani come segue:

$$Y = \frac{C_0 + I + X}{s(\omega)} \quad (3')$$

dove C_0 rappresenta la parte stabile del consumo e s la propensione al risparmio. Nell'equazione 3 assumiamo che s dipenda dalla distribuzione del reddito, poiché accettiamo l'idea che i lavoratori abbiano una propensione al consumo più elevata rispetto ai capitalisti.

cherebbe qualunque diminuzione originaria della domanda e della produzione (si vedano le equazioni 2, 4 e 4a o l'equazione 3'). In effetti, il deprezzamento valutario provoca dapprima un aumento del rapporto tra spesa per materie prime e il monte salari (cioè j) e secondariamente introduce un aumento nel prezzo delle importazioni concorrenti, che probabilmente favorirebbe un aumento del *mark-up* e del grado di monopolio (k).¹² Se ciò accade, il reddito verrà redistribuito a svantaggio della classe sociale che presenta la maggiore propensione al consumo e, di conseguenza, la domanda aggregata è destinata a crollare.

Sulla base dell'approccio di Kalecki, giungiamo alla conclusione che a seguito del deprezzamento valutario la produzione può contrarsi, perché il deprezzamento tende a ridurre la quota dei salari sul valore aggiunto. Inoltre, tale diminuzione può avere luogo anche qualora sia rispettata la condizione di Marshall-Lerner. Nei termini dell'equazione 3, stiamo sostenendo che se tale condizione non è rispettata il numeratore può diminuire, provocando una riduzione di X . Il denominatore aumenterà *certamente* perché è probabile che ω si riduca.¹³

5. Ulteriori problemi della flessibilità del tasso di cambio

Abbiamo avanzato l'idea che i tassi di cambio flessibili possano non essere in grado di isolare completamente un paese dagli effetti negativi di shock esterni avversi, richiamando alcune argomentazioni proposte da Keynes e da Kalecki. La flessibilità del tasso di cambio presenta tuttavia anche altri difetti rilevanti soprattutto per i sistemi economici in via di sviluppo, un contesto non esplorato dai fondatori del principio della domanda effettiva ma che merita un'analisi attenta.

¹² In realtà le imprese che riforniscono il mercato interno possono reagire al deprezzamento valutario in modo differente rispetto a quelle che riforniscono il mercato delle esportazioni. In entrambi i casi il "grado di monopolio" può aumentare, ma in misura maggiore nelle seconde. Ciò in quanto il loro prezzo in valuta estera diminuirà solo leggermente (ammesso che diminuisca), nonostante la riduzione dei loro costi espressi in valuta estera. Inoltre, il fatto che i settori aperti o non aperti al commercio internazionale presentino di norma gradi diversi di concorrenza imperfetta può rendere difficile, per i tassi di cambio fluttuanti, compensare l'impatto negativo degli shock esterni avversi sui salari e sulla domanda effettiva.

¹³ Nei termini dell'equazione 3', stiamo suggerendo che l'aumento di s può più che compensare qualunque aumento di X .

In primo luogo, l'elasticità di esportazioni e importazioni al prezzo dipende dall'elasticità di domanda e offerta. Ora, ciò presenta un problema per i produttori interni. Le difficoltà insorgono se le capacità di offerta sono limitate fisicamente – perché le risorse produttive sono specifiche e non possono essere facilmente trasferite da un settore a un altro – o, più in generale, se le risorse complementari (quali il credito) non sono disponibili. Se strozzature dal lato dell'offerta impediscono ai produttori interni di sfruttare il (potenziale) miglioramento della competitività generato dal deprezzamento del cambio, la sostituzione di importazioni ed esportazioni risulterà inferiore a quanto avrebbe potuto essere, e di conseguenza le esportazioni nette aumenteranno meno. In altri termini, l'espansione di produzione e occupazione sarà ostacolata da limiti di offerta in alcuni settori nei quali la domanda è ampia, mentre la produzione in altri settori sarà ostacolata dal lato della domanda a causa della riduzione della domanda interna. Tuttavia prevarrà la caduta della domanda in questi ultimi settori, che trascinerà con sé verso il basso produzione e occupazione.

In secondo luogo, nel breve periodo l'investimento privato può registrare effetti sfavorevoli qualora vi sia un aumento del prezzo del cambio, come risultato di diversi fattori. Uno di essi è rappresentato dal peggioramento delle aspettative causato dal deprezzamento del cambio. Un altro risiede nell'aumento del rapporto di indebitamento per le imprese che hanno contratto debiti in valuta estera. L'effetto del deprezzamento del cambio sul rapporto di indebitamento può essere rilevante, soprattutto nelle economie in via di sviluppo.

L'ultimo punto chiama in causa i mercati finanziari. Gli shock finanziari hanno rappresentato una determinante sostanziale dietro il collasso dei regimi di tassi di cambio fissi registrato negli ultimi decenni in numerosi paesi in via di sviluppo o a reddito medio. Pertanto, nel valutare i pregi relativi di regimi di tasso di cambio alternativi non va trascurato il ruolo dei mercati finanziari.

Quali sono i probabili effetti di una perturbazione finanziaria sulla domanda effettiva e sulla disoccupazione per un sistema economico in regime di tasso di cambio flessibile con partite correnti e movimenti di capitali liberalizzati? Si tratta di un argomento molto difficile da affrontare, il cui sviluppo esauriente richiederebbe un altro lavoro. Di conseguenza, in quanto segue ci si limiterà a brevi cenni sulla questione.

Si ricordi anzitutto che in condizioni di liberalizzazione finanziaria la piena mobilità dei capitali implica che le dinamiche dei mercati

del cambio replichino quelle dei mercati delle attività. Pertanto, in tale contesto la volatilità e l'«esuberanza irrazionale» di quest'ultimo mercato influenzeranno i tassi di cambio e d'interesse, e ciò avrà effetti su domanda aggregata e occupazione. Un contesto di tasso di cambio dominato dal mercato delle attività riduce l'efficacia della flessibilità del cambio come meccanismo di assorbimento degli shock, dal momento che i flussi illimitati di capitali porteranno con sé una volatilità dei prezzi delle attività e dei tassi d'interesse. In effetti, gli afflussi di capitale generano veri boom trainati dalle attività, tassi d'interesse instabili e atteggiamenti speculativi da parte degli agenti di mercato, mentre eventuali interruzioni improvvise nei flussi di risparmi esteri danno luogo a brusche cadute dei prezzi delle attività e a sensibili aumenti dei tassi d'interesse, in tal modo «distorcendo l'allocazione delle risorse» (Palley 2003, p. 66) e preparando il terreno a crisi bancarie e societarie.

Inoltre, la natura di mercato delle attività di un regime di tasso di cambio flessibile in condizioni di liberalizzazione dei movimenti di capitale trasmette *incertezza* al sistema economico. Poiché le imprese si cautelano nei confronti dell'incertezza da tasso di cambio, i loro costi legati al commercio internazionale aumentano, ed esse tendono a diversificare geograficamente la propria fonte di produzione. Una globalizzazione della produzione guidata da tale cautela riduce il potere negoziale dei lavoratori e il reddito viene quindi redistribuito a sfavore dei salari.¹⁴ Il fatto stesso che i tassi d'interesse nominali e reali dei paesi in via di sviluppo non convergano affatto con quelli statunitensi dimostra che sia il rischio di insolvenza sia quello di cambio rimangono molto più elevati nei primi paesi che nel secondo, nonostante in essi si sia passati da regimi di tassi di cambio fissi a regimi di cambio flessibile.

Si assuma ora che nei principali mercati finanziari internazionali si origini una perturbazione in forma di un drastico incremento nei tassi d'interesse internazionali, e si consideri il caso di un sistema economico in via di sviluppo. Se la quota del disavanzo di parte corrente nel Pil è elevata, lo shock provocherebbe probabilmente una brusca inversione del valore del capitale e una maggiore instabilità nella moneta interna. Ciò imporrebbe anche conseguenze indesiderate di natura mo-

¹⁴ Palley (2003, p. 66) sostiene che «la volatilità dei tassi di cambio flessibili può quindi avere contribuito agli avversi risultati di distribuzione del reddito associati alla globalizzazione». Se ciò è corretto, allora la flessibilità ha contribuito anche al rallentamento della crescita economica e agli elevati tassi di disoccupazione osservati nell'economia mondiale.

netaria e reale, anche qualora un rapido deprezzamento della valuta fosse effettivamente in grado di stimolare le esportazioni.

Al fine di arrestare la spinta del deflusso di capitali, le autorità di politica monetaria dovrebbero innalzare i tassi d'interesse interni e contrarre l'offerta di moneta. Ciò farebbe diminuire la domanda aggregata attraverso un razionamento del credito e un più elevato tasso d'interesse. Allorché quest'ultimo aumenta ponendo fine alla fuga di capitali, il tasso di cambio tornerà infine al livello originario, eventualmente dopo un periodo di *overshooting*. Tuttavia, nella misura in cui l'economia non può essere isolata dagli effetti avversi di uno shock nel tasso d'interesse, una perturbazione finanziaria può rivelarsi fonte di volatilità per il tasso d'interesse interno, di *overshooting* e di disallineamento del tasso di cambio.

Poiché gli effetti di traslazione dalle fluttuazioni del tasso di cambio all'inflazione rimangono più elevati nei paesi sottosviluppati che in quelli industrializzati,¹⁵ le banche centrali sono obbligate a introdurre obiettivi in termini di tasso d'inflazione (IT - *inflation targets*) come "discrezionalità limitata" (Svensson 1999) a sostegno di regimi di tasso di cambio flessibili. Nonostante ciò, il perseguimento degli IT solitamente impone costi reali in termini di perdite di produzione e occupazione (più elevate nei paesi meno sviluppati che in quelli sviluppati). Tutto questo, naturalmente, costituisce un vincolo significativo alle presunte "proprietà isolanti" e ai presunti vantaggi di politica monetaria anticiclica "indipendente" della flessibilità dei tassi.

All'origine dell'intero processo appena descritto vi è la circostanza che, al contrario di quanto avviene nel caso delle nazioni sviluppate, per i paesi in via di sviluppo la liberalizzazione finanziaria non implica libero accesso ai mercati internazionali dei capitali. Di conseguenza, la turbolenza della finanza internazionale, che negli ultimi decenni si è amplificata in misura drammatica, è responsabile almeno in parte dei

¹⁵ Nei paesi sottosviluppati gli effetti di traslazione sono più marcati perché, rispetto alle economie industrializzate, tali paesi presentano redditi pro capite più bassi, costi di trasporto maggiori, contesti inflazionistici più elevati, minore ampiezza del sistema economico, una variabilità più accentuata del tasso di cambio di lungo periodo e tassi salariali inferiori; è ben noto che salari più elevati esercitano un effetto negativo sui coefficienti di traslazione, ovvero, l'influenza dei costi di distribuzione sulle strategie di prezzo nei vari mercati di sbocco aumenta al crescere del reddito di un paese, come ipotizzato dall'effetto Balassa-Samuelson-Baumol. Effetti di traslazione più vistosi possono spiegare il fenomeno del "panico da fluttuazione" come fenomeno (principalmente) da economia sottosviluppata (si veda Calvo e Reinhart 2002).

disallineamenti dei tassi di cambio rispetto al loro livello di equilibrio.¹⁶ Come sappiamo, i regimi di tassi flessibili non hanno eliminato i disallineamenti associati alla crisi del sistema di Bretton Woods. In condizioni di flessibilità, infatti, questi si sono rivelati altrettanto ampi quanto nel sistema di tassi fissi.

Due ulteriori particolarità dei paesi in via di sviluppo costituiscono ostacoli aggiuntivi alle teoriche proprietà di assorbimento automatico degli shock attribuite alla svalutazione, cioè la dollarizzazione del passivo e il disallineamento valutario strutturale tra attività e passività. Mentre la prima rende insostenibili i tassi liberamente fluttuanti, la seconda innesca bancarotte societarie e rischi di insolvenza crescenti. Tali specificità possono fare sì che la flessibilità dei tassi di cambio agisca in modo molto insoddisfacente nel riassorbire eventi esterni avversi, e contribuiscono a spiegare il duplice fenomeno del «panico da fluttuazione» (Calvo e Reinhart 2002) e della «fluttuazione con ampio giubbotto di salvataggio» (Calvo e Mishkin 2003) attualmente osservabili in molte economie in via di sviluppo. In assenza di una regolamentazione finanziaria adeguata e in regimi di tasso di cambio flessibile, la svalutazione rischia di provocare crisi di bilancio qualora l'economia sia afflitta da dollarizzazione del passivo e da disallineamento valutario tra attività e passività.

A questo punto, cosa accade in caso di corsa agli sportelli in regime di tassi flessibili *cum* dollarizzazione del passivo? In tale circostanza il cosiddetto principio di Thornton-Bagehot del prestatore di ultima istanza può essere applicato solo al duplice costo di un sensibile deprezzamento valutario e di fragilità finanziaria, che ovviamente destabilizzano il sistema finanziario.

6. Analisi empirica

Andrebbe sottolineato che quando sosteniamo che il deprezzamento valutario può risultare dannoso per la domanda effettiva non stiamo avanzando una conclusione valida in tutti i periodi e in tutte le condi-

¹⁶ In questa sede definiamo equilibrio di tasso di cambio quel tasso compatibile sia con la crescita in piena occupazione sia con l'equilibrio della bilancia corrente (Thirlwall 2003).

zioni. Naturalmente il risultato finale dipende dai parametri strutturali e dalle circostanze di ciascun sistema economico. Pertanto è importante osservare i fatti reali. Dato lo scopo del presente articolo, non è possibile esaminare in dettaglio la letteratura empirica dedicata al tema in questione. Nonostante ciò, si faranno brevi riferimenti ad alcuni studi che tendono a confermare il nostro scetticismo nei confronti dei benefici che i paesi possono ricavare da un sistema di tasso di cambio flessibile.

Anzitutto, si può iniziare ricordando che abbiamo trovato un solo lavoro nel quale gli autori includono i paesi sviluppati. Più avanti faremo riferimento ai suoi risultati. Studi che considerino esclusivamente i paesi in via di sviluppo sono molto più facili da reperire. Gran parte delle analisi statistiche relative agli effetti del deprezzamento del cambio sulla produzione sono state stimulate in occasione del dibattito sul cosiddetto fenomeno della “svalutazione con effetti restrittivi”, originariamente proposto nel pionieristico articolo di Krugman e Taylor (1978). Ci si limiterà ora a citare solo alcuni di tali studi.¹⁷ Analisi multi-paese sono state effettuate da Edwards (1989), Agénor (1991) e Morley (1992) attraverso l'utilizzo di campioni di dati congiuntamente in serie storica e per paese.¹⁸ Essi hanno svolto controlli per la maggior parte delle variabili che influenzano domanda e occupazione, cioè le ragioni di scambio, la spesa pubblica e le misure della moneta. In generale, riscontrano un impatto negativo di un aumento del tasso di cambio reale sulla produzione.

D'altro canto, è possibile fare riferimento ai risultati dell'analisi VAR applicata a singoli paesi in via di sviluppo. Così, ad esempio, alcuni studi condotti sul Messico, quali quelli di Rogers e Wang (1995), Santaella e Vela (1996), Copelman e Werner (1996), Kamin e Rogers (1997) e López, Spanos e Sánchez (2006), hanno rilevato che al deprezzamento valutario tende a fare seguito una diminuzione della produzione. Rodriguez e Diaz Gazani (1995) ottengono risultati simili in un modello VAR relativo al Perù, e lo stesso accade a Hoffmaister e Vegh (1996) in uno studio sull'Uruguay.

Infine, Kamin e Klau (1997) sviluppano un lavoro econometrico utilizzando dati *panel* e un modello a correzione dell'errore per la produzione, al fine di stimare l'impatto della svalutazione sulla produzio-

¹⁷ Per un elenco esaustivo di riferimenti bibliografici si veda Kamin e Klau (1997).

¹⁸ Il numero di paesi considerati nel campione è pari rispettivamente a 12 (nel caso di Edwards), 23 (Agénor) e 28 (Morley).

ne per ventisette paesi (otto dell'America Latina, sei paesi asiatici e tredici economie industrializzate). Si tratta di uno studio di particolare importanza perché gli autori hanno tentato opportunamente di distinguere tra effetti di breve e di lungo periodo. Essi hanno anche effettuato controlli per l'intero spettro di shock esterni, tenendo conto di diversi tipi di shock, e hanno considerato separatamente le economie sviluppate e quelle in via di sviluppo. Le loro conclusioni meritano di essere citate per esteso:

«In primo luogo, indipendentemente dagli effetti di breve periodo della svalutazione, nel lungo periodo non sembra esservi alcun effetto di contrazione [...]. D'altro canto, *i nostri risultati non confermano l'opinione convenzionale, o da manuale, che nel lungo periodo le svalutazioni abbiano effetti espansivi.*

[I]n secondo luogo, [...] *nel breve periodo le svalutazioni hanno effetti restrittivi* [che ...] possono essere attribuiti alle retroazioni che agiscono dalla produzione al tasso di cambio reale. La nostra terza conclusione [...] è che *esiste un genuino effetto restrittivo di breve periodo della svalutazione sulla crescita* [...].

Infine, i risultati [...] suggeriscono che, rispetto ai paesi in via di sviluppo, *nei paesi industrializzati le svalutazioni hanno effetti restrittivi in misura analoga nel breve periodo e più restrittivi nel lungo.* Nonostante ciò, i risultati presentati in questo articolo non forniscono sostegno all'idea che la svalutazione restrittiva sia limitata ai paesi in via di sviluppo, mentre quella espansiva prevalga nei paesi industrializzati» (Kamin e Klau 1997, pp. 11-12, corsivo aggiunto).¹⁹

In conclusione, non sembra esservi alcun sostegno empirico all'idea che un aumento del tasso di cambio reale sarebbe in grado di espandere la produzione aggregata. Di conseguenza, non è possibile fa-

¹⁹ Andrebbe citato di sfuggita uno studio che non tratta direttamente gli effetti di variazioni del tasso di cambio reale sulla crescita, ma le conseguenze di variazioni nella distribuzione del reddito sulla crescita. Ricordiamo tale lavoro a causa della già accennata stretta associazione tra i mutamenti della distribuzione del reddito e quelli del tasso di cambio reale. Onaran e Stockhammer (2005) effettuano stime di un modello SVAR (Structural Vector Auto Regression) per tre paesi sviluppati: Stati Uniti, Regno Unito e Francia. Essi rilevano che in Francia e nel Regno Unito uno shock nella quota del profitto non ha generato sostanzialmente alcun effetto significativo sulla disoccupazione. Solo negli Stati Uniti, e solo dopo diversi periodi, uno shock (positivo) in tale quota porta a una riduzione del tasso di disoccupazione. Inoltre, la quota dei profitti non ha avuto effetti significativi sulla produttività. Pertanto la sostituzione tra lavoro e capitale, che dovrebbe presumibilmente essere stimolata da modifiche nelle quote dei fattori produttivi, non sembra avere avuto luogo.

re affidamento sui tassi di cambio flessibili, per non parlare di quelli fluttuanti, come cuscinetto nei confronti di shock esterni negativi.²⁰

7. Osservazioni conclusive

Vi sono varie ragioni per le quali i tassi di cambio flessibili possono non essere in grado di stabilizzare la domanda effettiva e assicurare il pieno impiego. Alcune di esse sono state già illustrate in passato da Keynes e da Kalecki, mentre altre sono state proposte più di recente. Inoltre, i risultati statistici tendono a confermare tale argomentazione. Non sorprende che gli accordi di cambio flessibili, recentemente adottati dalla maggior parte dei paesi sviluppati e in via di sviluppo nel contesto della liberalizzazione economica, non siano riusciti a isolare i paesi da shock esterni avversi. L'introduzione dei tassi di cambio flessibili dall'inizio degli anni '70 non ha offerto una soluzione di lungo periodo al cosiddetto problema di aggiustamento e stabilizzazione. L'evidenza empirica mostra che negli ultimi venti anni, o giù di lì, nelle nazioni industrializzate gli squilibri di parte corrente sono aumentati. D'altro canto, le nazioni in via di sviluppo – e soprattutto quelle dell'America Latina – registrano da tempo un significativo rallentamento nei tassi di crescita economici nel tentativo di arginare l'instabilità finanziaria.

Infine, le nostre tesi assumono un significato particolare per una questione teorica e una questione relativa alla politica economica, rilevanti per qualunque discussione in materia di macroeconomia in un sistema economico aperto.

La *questione teorica* riguarda la teoria post-keynesiana della crescita economica, che è stata elegantemente incorporata nella cosiddetta Legge di Thirlwall (1979). È noto che tale legge stabilisce che è improbabile che la crescita economica risulti vincolata dal lato dell'offerta. Prima di raggiungere una situazione di pieno utilizzo delle risorse, la bilancia dei pagamenti può imporre un limite superiore alla domanda aggregata, e quindi alla crescita. Tale idea è stata criticata sostenendo che la bilancia dei pagamenti non può costituire il vincolo *decisivo* in

²⁰ Tuttavia, anche se il deprezzamento della valuta avesse effetti espansionistici – contrariamente a quanto ritenevano Keynes e Kalecki –, ciò non significherebbe che un taglio dei salari, o un deprezzamento del cambio, rappresentino i rimedi migliori per curare la disoccupazione. Si tratta di una questione ancora irrisolta.

un sistema di tassi di cambio flessibili. La ragione è che ogni volta che nella bilancia dei pagamenti emerge uno squilibrio, i movimenti del tasso di cambio la riporteranno in equilibrio allo stesso modo in cui la domanda torna al livello corrispondente alla piena occupazione. Pertanto la crescita è limitata dal lato dell'offerta.

La replica a tale critica ha sottolineato una serie di aspetti. Anzitutto, non vi sono certezze circa il percorso che il tasso di cambio può seguire ogni qualvolta si presenta una situazione di disequilibrio. Inoltre è difficile causare una modifica nel tasso di cambio *reale* (invece di quello nominale) qualora i salari siano indicizzati. Infine, vi è anche la distorsione inflazionistica che probabilmente il deprezzamento valutario finirà per generare. Abbiamo già discusso tali questioni, e intendiamo aggiungere solo un'ultima giustificazione che contrasta anch'essa, a un livello ancora più fondamentale, con le critiche alla teoria post-keynesiana della crescita precedentemente citate. Si tratta di un elemento importante in quanto respinge l'idea che in un'economia orientata al libero mercato la crescita tenderà a essere vincolata dal lato dell'offerta.

Si consideri una situazione nella quale la bilancia dei pagamenti rappresenta il vincolo decisivo alla crescita di lungo periodo, nel senso che il tasso di crescita della produzione in condizioni di pieno utilizzo delle risorse tende a essere accompagnato da uno squilibrio esterno. Inoltre, si supponga che questo provochi un deprezzamento valutario cui non fa seguito un aumento del salario nominale. Ciò significa che, in virtù della flessibilità del tasso di cambio, il sistema economico crescerà ora al pieno utilizzo delle risorse? Assolutamente no. La ragione, semplicemente, è che il deprezzamento valutario può causare anche una contrazione della domanda aggregata, tanto che quest'ultima diventerebbe il vincolo *decisivo* al livello della produzione. Inoltre, questa nuova situazione può rivelarsi duratura, e non semplicemente transitoria.

In effetti, la contrazione di produzione e occupazione può protrarsi a causa degli effetti deleteri esercitati dalla caduta dei profitti e dalle riduzioni nel grado di utilizzo della capacità sulle decisioni d'investimento e sull'investimento futuro. In altri termini, l'impatto negativo di breve periodo del deprezzamento valutario può estendersi nel lungo periodo.

Infine, *con riferimento alle implicazioni di politica economica*, la nostra discussione non consente di concludere che i tassi di cambio fissi vadano preferiti a quelli flessibili. Né è favorevole all'ipotesi monetari-

sta che il tasso di cambio non possa essere utilizzato come strumento di politica economica. Riconosciamo che un uso eccessivamente prolungato di qualche forma di regime di tasso di cambio fisso ha condotto diversi paesi a subire distorsioni macroeconomiche e “crisi gemelle” (cioè di tasso di cambio e bancaria). Ad esempio, la funzione del vecchio *gold standard* come stabilizzatore automatico della bilancia dei pagamenti e, più recentemente, l'utilizzo di *peg* rigidi (come nei casi del Messico nel periodo 1988-94, di Brasile e Russia fino al 1996, di Indonesia, Corea del Sud e Thailandia fino al 1997, e della Turchia fino al 2000) e di *currency boards* (è il caso dell'Argentina fino al 2000) come ancora nominali per l'inflazione forniscono un'evidenza empirica conclusiva per il caso in questione.

Il problema da considerare è duplice: 1) l'analisi della relazione tra la scelta di sistemi alternativi di tassi di cambio e i loro vantaggi relativi; 2) le sue implicazioni per i problemi keynesiani di domanda effettiva e occupazione. Riteniamo che entrambi i problemi andrebbero basati su una definizione del livello fondamentale di equilibrio del tasso di cambio in termini del «tasso di cambio di pieno impiego compatibile con flussi di capitale sostenibili» (Thirlwall 2003, p. 98). L'evidenza empirica disponibile mostra che in questa rilevante connotazione keynesiana né i sistemi di tassi di cambio fissi, né quelli completamente flessibili hanno prodotto stabilità produttiva e monetaria. Con ogni probabilità, i regimi di cambio estremi non sono in grado di garantirla. Rispetto a un atteggiamento di passività politica, sono da preferire strategie di tassi di cambio e di mobilità di capitale amministrati (Palley 2003). A sostegno della nostra conclusione possono essere invocate, per citare appena due esempi, la positiva esperienza del Cile (1990-2005) e della Corea del Sud (fino ai primi anni '90) nell'adottare politiche pragmatiche nei confronti del cambio e dei movimenti di capitale.

Riteniamo che il tasso di cambio possa e debba essere utilizzato per favorire un riequilibrio della bilancia dei pagamenti. Ciò è vero soprattutto perché oggi il commercio incontra relativamente poche barriere, e dunque è probabile che l'elasticità della domanda rispetto al prezzo sia molto più elevata che in passato. Tuttavia, poiché lo sfruttamento della maggiore competitività può richiedere un trasferimento di risorse tra settori, e poiché la domanda interna e la distribuzione del reddito possono risentire negativamente del deprezzamento valutario, occorrerebbe intraprendere altre misure di politica economica per migliorare le condizioni di offerta e compensare gli effetti avversi. Ad

esempio, una politica espansiva del credito potrebbe contribuire ad accrescere l'elasticità dell'offerta, e permettere alle imprese di fronteggiare qualunque aumento del loro rapporto di indebitamento e in tal modo stimolare gli investimenti. Analogamente, eventuali sussidi diretti agli strati più poveri della popolazione possono compensare il rincaro dei beni di prima necessità causato dal deprezzamento della valuta. Sebbene vada oltre lo scopo del presente articolo, riteniamo che un ripensamento delle misure di politica economica finalizzate a fronteggiare shock esterni avversi offrirebbe una prospettiva molto diversa qualora venisse fondato sulle argomentazioni qui presentate.

BIBLIOGRAFIA

- AGÉNOR, P.-R. (1991), "Output, devaluation and the real exchange rate in developing countries", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd 127, pp. 18-41.
- BOUGRINE, H. and M. SECCARECCIA (2004), "Alternative exchange rate arrangements and effective demand: an important missing analysis in the debate over greater North American monetary integration", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 26, no. 4, pp. 655-77
- BRESSER-PEREIRA, L.C. (2004) "Brazil's quasi-stagnation and the growth cum foreign savings strategy", *International Journal of Political Economy*, vol. 32, no. 4, pp. 76-102.
- CALVO, G.A. and F.S. MISHKIN (2003), "The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 4, pp. 99-118.
- CALVO, G.A. and C.M. REINHART (2002), "Fear of floating", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, no. 2, pp. 379-408.
- COPELMAN, M. and A.M. WERNER (1995), "The money transmission mechanism in Mexico", *International Finance Discussion Paper*, no. 521, Board of Governors of the Federal Reserve, Washington.
- DAVIDSON, P. (2003), "Are fixed exchange rates the problem and flexible exchange rates the cure?", *Eastern Economic Journal*, vol. 29, no. 2, pp. 259-68.
- EDWARDS, S. (1989), *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- EDWARDS, S. and E. LEVY YEYATI (2003), "Flexible exchange rates as shock absorbers", *NBER Working Paper*, no. 9867.
- EICHENGREEN, B. (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, The Brookings Institution, Washington.
- EICHENGREEN, B. (1998), "The only game in town", University of California, Berkeley, mimeo.

- FISCHER, S. (2001), "Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?", Distinguished Lecture on Economics in Government, American Economic Association Meetings, New Orleans.
- HOFFMAISTER, A.W. and C.A. VEGH (1996), "Disinflation and the recession-now-versus-recession-later hypothesis: evidence from Uruguay", *IMF Staff Papers*, vol. 43, pp. 355-94.
- KALDOR, N. (1965), "The relative merits of fixed and floating rates", ristampato in *Further Essays on Applied Economics*, Duckworth, London, 1978, pp. 47-59.
- KALECKI, M. (1939), "Money and real wages", ristampato in J. Osiatinsky ed, *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. 2, Clarendon Press, Oxford, 1991, pp. 21-50.
- KALECKI, M. (1944), "Professor Pigou on 'The classical stationary state': A comment" ristampato in J. Osiatinsky ed, *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. 1, Clarendon Press, Oxford, 1990, pp. 342-43.
- KAMIN, S. and M. KLAU (1997), "Some multi-country evidence on the effects of real exchange rates on output", *Working Paper*, no. 48, Bank for International Settlements, Basle.
- KAMIN, S.B. and J.H. ROGERS (1997), "Output and the real exchange rate in developing countries: an application to Mexico", *International Finance Discussion Paper*, no. 580, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- KEYNES, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace, New York.
- KEYNES, J.M. (1980), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 26, Macmillan, London.
- KRUGMAN, P. and L. TAYLOR (1978), "Contractionary effects of devaluation", *Journal of International Economics*, no. 8, pp. 445-56.
- LÓPEZ, J., A. SPANOS and A. SÁNCHEZ (2006), "Macroeconomic links in Mexico. A Keynesian-structuralist perspective", Universidad Nacional Autónoma de México, mimeo.
- MORLEY, S.A. (1992), "On the effect of devaluation during stabilization programs in LDCs", *Review of Economics and Statistics*, vol. 74, no. 1, pp. 21-27.
- MUNDELL, R. (1961), "A theory of optimum currency areas", *The American Economic Review*, vol. 51, no. 3, pp. 657-65.
- ONARAN, O. and E. STOCKHAMMER (2004), "Do profits affect investment and employment? An empirical test based on the Bhaduri-Marglin model", *Working Paper*, no. 44, Vienna University of Economics and Business Administration.
- PALLEY, T.I. (2003), "The economics of exchange rates and the dollarization debate: the case against extremes", *International Journal of Political Economy*, vol. 33, no. 1, pp. 61-82.
- PREBISCH, R. (1951), *Economic Survey of Latin America 1949*, United Nations, New York.
- RODRIGUEZ, G.H. and G. DIAZ GAZANI (1995), "Fluctuaciones macroeconómicas en la economía peruana", *Processed Document*, Banco Central de Reserva del Perú.

- ROGERS, J.H. and P. WANG (1995), "Output, inflation and stabilization in a small open economy: evidence from Mexico", *Journal of Development Economics*, vol. 46, no. 2, pp. 271-93.
- SANTAELLA, J. and A.E. VELA (1996), "The 1987 Mexican disinflation program: an exchange-rate-based stabilization?", *IMF Working Paper*, no. 96/24, Washington.
- SECCARECCIA, M. (2003-2004), "Is dollarization a desirable alternative to the monetary status quo? A critical evaluation of competing currency arrangements for Canada", *Studies in Political Economy*, no. 71/72, 2003/Winter 2004, pp. 91-108.
- SKIDELSKY, R. (2001), *John Maynard Keynes. Fighting for Freedom*, Viking, New York.
- SVENSSON, L. (1999), "Price-level targeting vs. inflation targeting: a free lunch", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 31, no. 3, part 1, pp. 277-95.
- THIRLWALL, A.P. (1979), "The balance of payments constraint as an explanation of the international growth rate differences", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 32, no. 128, pp. 45-53.
- THIRLWALL, A.P. (2003), *Trade, the Balance of Payments and Exchange Rate Policy in Developing Countries*, Edward Elgar, Cheltenham.
- VINES, D. (2003), "John Maynard Keynes 1937-1946: the creation of international macroeconomics", *The Economic Journal*, vol. 113, no. 488, pp. 338-61.