

Tassi di cambio fluttuanti, deprezzamento valutario e domanda effettiva: un commento *

MARIO SARCINELLI

Il saggio di Julio López e Ignacio Perrotini su “Tassi di cambio fluttuanti, deprezzamento valutario e domanda effettiva” (d’ora in avanti LP 2006), piuttosto semplice e lineare, si tiene su di una rotta mediana; consapevoli che la complessità del nostro mondo non ammette spiegazioni o soluzioni univoche, gli autori affermano (pp. 248-49):

«[...] quando sosteniamo che il deprezzamento valutario può risultare dannoso per la domanda effettiva non stiamo avanzando una conclusione valida in tutti periodi e in tutte le condizioni. Naturalmente il risultato finale dipende dai parametri strutturali e dalle circostanze di ciascun sistema economico».

Concordo certamente con loro sul punto principale, cioè che i tassi di cambio flessibili non danno luogo a un aggiustamento automatico che riporta all’equilibrio di piena occupazione. Ciò che vorrei sostenere è che i cambi flessibili, nondimeno, possono essere più vantaggiosi di quelli fissi e che la gestione del tasso di cambio per il conseguimento di obiettivi di politica economica interni, sebbene utile in alcune circostanze, non dovrebbe diventare la regola in un mondo in cui eventi finanziari influiscono di frequente sulle variabili reali.

Negli anni ’70 il passaggio ai tassi di cambio flessibili fu giustificato da tre motivazioni: *a)* per restituire l’autonomia alla politica monetaria, non più costretta a difendere il cambio; *b)* per ristabilire la simmetria tra i paesi, non essendovi più bisogno di una moneta di riserva

□Università degli Studi di Roma “La Sapienza”, Dipartimento di Scienze Economiche, Roma; e-mail: mario.sarcinelli@tiscalinet.it.

* Considerazioni svolte in occasione del seminario tenuto da Julio López presso il Dipartimento di Scienze Economiche, Università degli Studi di Roma “La Sapienza”, il 17 ottobre 2006.

con differenti obblighi; c) per conseguire la stabilizzazione automatica indotta dal movimento del cambio in seguito a shock che colpiscono la produzione e l'occupazione.

Tutti e tre i vantaggi dei cambi flessibili hanno bisogno di qualificazioni. Nessuna banca centrale può perseguire la propria politica monetaria senza tener conto dell'atteggiamento che al riguardo prevale negli altri principali paesi. Inoltre, il finanziamento del disavanzo esterno del paese che emette la moneta di riserva non costituisce più il risultato inevitabile di un sistema monetario internazionale basato su tassi di cambio fissi, ma riserve valutarie possono essere ammassate *volontariamente* per difendere un cambio sottovalutato, come continua a fare la Cina. Sul terzo dei vantaggi, cioè il ruolo stabilizzante dei tassi di cambio flessibili, LP (2006, p. 236) concentrano la loro critica e annotano:

«[...] se una diminuzione dei salari monetari [...] 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».

Invece, come essi correttamente affermano, la flessibilità del cambio e il suo deprezzamento hanno sicuramente un effetto su produzione e occupazione, particolarmente nel caso dei paesi in via di sviluppo, ma non nei termini che la teoria ortodossa presume.

Essi si richiamano all'autorità di Keynes per sottolineare che: a) non è rilevante il cambio nominale, ma quello reale, il quale può essere piuttosto vischioso se i salari sono indicizzati ai prezzi; b) le condizioni di Marshall-Lerner possono non essere soddisfatte; c) quando i prezzi all'esportazione cadono le ragioni di scambio peggiorano, il che determina una caduta del reddito.

Ricercano sostegni teorici anche nel modello di Kalecki che, nel breve periodo e con data spesa da parte dei capitalisti, predice che l'effetto del deprezzamento sui profitti dipende dalle elasticità di importazioni ed esportazioni rispetto al tasso di cambio reale. Inoltre, la quota relativa dei salari sulla produzione è probabile che cada per effetto del deprezzamento del cambio, la qual cosa si ripercuote a danno delle classi sociali con più alta propensione al consumo e quindi sulla domanda aggregata.

LP (2006) segnalano altri problemi che riducono la capacità di assorbimento degli shock negativi da parte dei cambi flessibili. Le elasticità

tà di prezzo di importazioni ed esportazioni dipendono dall'elasticità sia dell'offerta sia della domanda. A causa di strozzature nelle capacità di offerta e/o nelle risorse complementari (ad esempio, il credito), la risposta al deprezzamento del cambio può essere inadeguata e può a sua volta influire sulla domanda. Nel breve periodo, l'investimento privato può essere influenzato negativamente se il cambio sale, per le più basse aspettative come pure per gli effetti sulla struttura finanziaria dell'impresa.

I mercati finanziari sono all'origine dei problemi. È ben noto che gli shock finanziari sono tra le principali cause del crollo dei regimi a cambio fisso. Ma cosa dire di quelli a cambio flessibile nell'immunizzare la domanda effettiva e l'occupazione da un disturbo finanziario generatosi in un contesto liberalizzato sia per le partite correnti sia per i conti finanziari?

Un ambiente in cui il tasso di cambio è dominato dai mercati delle attività compromette l'efficacia del cambio flessibile come stabilizzatore a causa della volatilità nei prezzi delle attività e nei tassi di interesse. Inoltre, esso infonde incertezza nell'economia e favorisce la redistribuzione del reddito a danno dei lavoratori. Ancora, un improvviso aumento dei tassi d'interesse internazionali può implicare un forte deterioramento della bilancia dei pagamenti e innescare una fuoriuscita di capitali, che a sua volta potrebbe sollecitare una politica monetaria restrittiva. Infine, la "dollarizzazione" delle passività e lo strutturale disequilibrio per valuta tra attività e passività alimentano il "timore della fluttuazione", come pure sentimenti e comportamenti favorevoli alla "fluttuazione con un ampio giubbotto di salvataggio".

È soddisfacente il modello di Kalecki? A mio modesto avviso no, per due ragioni.

Primo, esso poteva servire a interpretare il mondo reale negli anni '40, '50 e anche '60, quando i movimenti di capitale privati erano inesistenti o molto limitati. In un mondo globalizzato, però, nel quale tutti i paesi sviluppati e molte delle economie emergenti credono nella libertà dei movimenti di capitale e accettano il corollario di rapidi spostamenti degli investimenti di portafoglio, qual è la sua intrinseca capacità di catturare le odierne determinanti del comportamento economico internazionale?

Secondo, appare piuttosto "non-keynesiano" nel suo approccio. Una fondamentale acquisizione di Keynes fu la sua formulazione del tasso di interesse non solo come fenomeno monetario, ma anche come legame tra il settore reale e quello monetario. Conseguentemente,

eventi nel settore monetario e finanziario hanno influenza sulle variabili reali.

Perciò, i movimenti di capitale non possono essere trattati come una sorta di disturbo che influisce sul cambio nominale e quindi su quello reale. Sarebbe necessario un modello che renda i movimenti di capitale endogeni. Può il modello di Kalecki essere modificato in modo da includere variabili finanziarie e la loro interazione con quelle reali? Quand'anche fosse possibile, non sarebbe affatto facile.

Nella maggior parte dei modelli relativi a economie aperte, shock reali esterni, concernenti cioè le ragioni di scambio e il tasso di interesse reale, influiscono sul tasso di cambio reale, il quale può aggiustarsi, se quello nominale è fisso, attraverso e soltanto attraverso variazioni nei salari e nei prezzi nominali interni. Già James Meade (1951) sostiene che l'aggiustamento sarebbe difficile in paesi con un tasso di cambio fisso e salari monetari rigidi, ma più facile in un regime di "tasso di cambio variabile", per usare le sue parole, purché i salari reali non siano rigidi a causa dell'indicizzazione o di altri meccanismi (*ibidem*, pp. 201-02). Cinquant'anni più tardi Eichengreen e Hausmann (1999) hanno affermato che a causa di «effetti legati alla struttura del bilancio» e generati da ampie passività in valuta estera, un regime a cambio flessibile causerebbe effetti negativi più ampi in seguito a shock afferenti le ragioni di scambio.

Pertanto, la questione assume rilevanza per la ricerca empirica. LP (2006) fanno ampi riferimenti a Kamin e Klau (1997) e le loro citazioni includono la seguente (pp. 11-12):

«Infine, i risultati [...] suggeriscono che, rispetto ai paesi in via di sviluppo, in quelli 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».

Edwards e Levy Yeyati (2003) si sono proposti di analizzare empiricamente gli effetti sulla *performance* economica di shock che colpiscono le ragioni di scambio, in presenza di regimi di cambio alternativi. Essi hanno investigato se: *a*) i disturbi alle ragioni di scambio hanno un minore effetto in paesi con un regime di cambio flessibile rispetto a paesi con un cambio più rigido; *b*) shock negativi e positivi alle ragioni

di scambio hanno effetti asimmetrici sulla crescita; c) la grandezza di queste asimmetrie dipende dal regime di cambio.

L'articolo è basato su dati che prendono in considerazione il tasso di cambio *di fatto* prevalente in ciascun paese in un particolare momento e copre osservazioni annuali per 183 paesi per il periodo 1974-2000. Poiché la disponibilità dei dati varia in funzione dei paesi e dei periodi, tutti i *test* sono stati effettuati su coerenti sotto-campioni di osservazioni corrispondenti a 96 e a 100 paesi. Sebbene nessun risultato empirico sia da accogliere o respingere senza un'approfondita discussione della metodologia e una valutazione della robustezza delle stime, per amore di brevità consideriamo queste ultime accettabili.

Edwards e Levy Yeyati sintetizzano i loro risultati come segue: *a*) gli shock che influiscono sulle ragioni di scambio si amplificano in paesi che hanno più rigidi regimi di cambio; *b*) la reazione a questo tipo di shock è asimmetrica; *c*) l'effetto sulla produzione è più forte per gli shock negativi che per quelli positivi, a causa della rigidità dei prezzi che implica un più ampio aggiustamento quantitativo; *d*) l'effetto sulla produzione in ambo le direzioni è maggiore quanto più rigido è il tasso di cambio; *e*) l'asimmetria non è presente con tassi di cambio flessibili; *f*) tenendo debito conto degli altri fattori, i paesi con i regimi di cambio più flessibili crescono più velocemente di paesi con tassi di cambio fissi; *g*) la scelta del regime di cambio, pertanto, ha importanti conseguenze per la volatilità della produzione.

Nessuna definitiva soluzione di controversie teoriche può essere raggiunta attraverso la ricerca empirica, come mostra la "faida" tra post-keynesiani e neo-quantitativisti a proposito dell'instabilità della domanda di moneta, specialmente se le condizioni economiche mutano in misura significativa nel tempo. Nell'odierno mondo globalizzato i flussi finanziari e le attività dello stesso tipo sono diventati così grandi che la stabilità finanziaria è per i responsabili della *policy* non meno importante della *performance* economica (crescita, offerta e domanda, occupazione). Uno shock che colpisca la prima può rendere debiti e crediti inesigibili, le imprese prossime al fallimento, gli intermediari dapprima illiquidi e poi insolventi, le famiglie povere e incapaci di risparmiare per la vecchiaia, influenzando così negativamente sulle prospettive di crescita per molti anni. Il Giappone ne è stato vittima negli anni '90 e in parte di questo decennio, per non parlare dell'Argentina.

Un alto grado di mobilità dei capitali rende vulnerabili agli attacchi speculativi i regimi a cambio fisso, mentre quelli a tasso fluttuante è

probabile che siano dominati dalle forze che animano il mercato delle attività, piuttosto che da quelle che si sprigionano dalla bilancia commerciale. Pertanto, sembra appropriato un esplicito riferimento a quale regime di cambio sia preferibile nel nuovo, più complesso sistema economico internazionale. LP (2006, pp. 252-53) così si esprimono:

«[...] 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 monetarista 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 cambio fisso ha condotto diversi paesi a subire distorsioni macroeconomiche e "crisi gemelle" (cioè di tasso di cambio e bancaria)».

Sulla base dell'esperienza degli ultimi dieci anni, Calvo e Mishkin (2003, p. 100) affermano che:

«Una lezione spesso ripetuta e tratta dall'esperienza dell'Est asiatico è che i paesi devono fare una scelta tra due estremi: o adottare un sistema che garantisca in modo credibile un tasso di cambio fisso, noto come *hard peg*, o accettare un tasso di cambio che fluttua liberamente. Tuttavia, nessuno di questi due regimi estremi può vantare una storia senza macchia».

Poiché la teoria accettata per la scelta tra i regimi di cambio mostra punti deboli particolarmente quando è applicata alle emergenti economie di mercato, Calvo e Mishkin indicano un numero di caratteristiche istituzionali che possono predisporre un paese a scegliere o il cambio fisso o quello flessibile. È la forza delle istituzioni e il rispetto per esse che possono rendere un regime più adatto a un paese che a un altro. D'altro canto, la scelta di un regime di cambio può favorire lo sviluppo di alcune desiderabili caratteristiche istituzionali. Perciò, la chiave del successo macroeconomico nelle emergenti economie di mercato non è il regime di cambio, ma la salute delle istituzioni economiche fondamentali (fiscali, finanziarie e monetarie). Si può riformulare tutto ciò in termini di reputazione istituzionale, che si origina non dal coerente comportamento di un singolo responsabile di *policy* nel breve periodo, ma dalla serie di personaggi succedutisi in una data posizione nel medio-lungo termine.

Scrivendo contro una forma estrema di *hard peg*, cioè la dollarizzazione dell'economia, che comporta per essa benefici di bassa inflazione ed effetti negativi per la crescita, Palley (2003) invoca la fine per l'atteggiamento di passività nei confronti del cambio, suggerisce ai responsabili della politica economica di scegliere l'opzione mediana di tassi di cambio manovrati, come pure di controlli sui capitali compatibili col mercato per incoraggiare la stabilità dei flussi, propone di spostare l'obbligo di intervento sul mercato dalla banca centrale, il cui cambio si deprezza, a quella la cui moneta si apprezza... Un tale spostamento, che comporterebbe un colossale azzardo morale, va certamente contro il simmetrico obbligo di intervento previsto, ad esempio all'interno dello SME, dal meccanismo di cooperazione per mantenere i cambi entro i limiti prefissati. Ricordando il dibattito e l'esperienza circa le modalità e i limiti di intervento durante l'era che ha preceduto l'introduzione dell'euro, si può ben dire: *Plus ça change plus c'est la même chose*.

Tornando ancora una volta a LP (2006), anch'essi credono che il tasso di cambio possa e debba essere manovrato per riequilibrare la bilancia dei pagamenti. Non dimentichiamo, però, che non solo l'ambiente istituzionale e culturale è essenziale per assicurare una corretta gestione, ma che abbiamo a disposizione un solo tasso di cambio per il conto corrente e per quello finanziario. La politica economica si trova di fronte più spesso di quanto si desideri alla scarsità di strumenti appropriati e indipendenti.

A mio avviso, l'intervento sul mercato dei cambi da parte della banca centrale dovrebbe avere una scarsa frequenza ed essere usato come segnale per bloccare una tendenza all'ingiù o all'insù, il che ovviamente richiede cooperazione e sostegno da parte di altre banche centrali. Quanto alle misure compatibili col mercato relative ai movimenti di capitale, il ricorso a esse dovrebbe essere ancora più cauto. Comunque, una gestione per (rara) eccezione del tasso di cambio è certamente possibile.

BIBLIOGRAFIA

- CALVO G.A. e 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.
- EDWARDS S. e E. LEVY YEYATI (2003), "Flexible exchange rates as shock absorbers", *NBER Working Papers Series*, no. 9867.

- EICHENGREEN B. e R. HAUSMANN (1999), "Exchange rates and financial fragility", *NBER Working Papers Series*, no. 7418.
- KAMIN S.B. e M. KLAU (1997), "Some multi-country evidence on the effects of real exchange rates on output", *BIS Working Paper Series*, no. 48.
- LÓPEZ J. e I. PERROTINI (2006), "Tassi di cambio fluttuanti, deprezzamento valutario e domanda effettiva", *Moneta e Credito*, vol. LIX, n. 235, pp. 233-56.
- MEADE J. (1951), *The Theory of International Economic Policy*, vol. I: *The Balance of Payments*, pubblicato sotto gli auspici del Royal Institute of International Affairs, Oxford University Press, Oxford.
- 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.