

9. Una norma di cambio per le principali valute

di Stefano Micossi

1. Introduzione

Il saggio di Giorgio Basevi, *Il sistema dei cambi*, che è all'inizio di questo volume, pone al centro dell'analisi del funzionamento del sistema dei cambi odierno il problema «strategico» della riconciliazione di obiettivi e strumenti della politica economica di *policy-makers* nazionali autonomi in un ambiente internazionale caratterizzato da elevata integrazione dei mercati e interdipendenza¹. Nel passato tale problema ha trovato soluzione soddisfacente per periodi prolungati nella fissazione di norme di cambio sostenute dall'accettazione di «regole del gioco» più o meno esplicite, più o meno «automatiche», nella gestione delle politiche macroeconomiche nazionali.

In questo saggio mi sono proposto di argomentare l'opportunità dell'introduzione di una norma di cambio per le tre maggiori valute (dollaro, yen e marco tedesco), basata sulla stabilizzazione o, almeno, la gestione concordata nel breve termine dei cambi nominali e nel medio termine dei cambi reali, in modo analogo a quanto è stato fatto, su scala regionale, nell'ambito del Sistema monetario europeo (SME).

A tal fine, si richiamano in primo luogo gli elementi essenziali della soluzione al problema di coordinamento nel sistema di Bretton Woods e nello SME. Si espongono quindi alcuni argomenti e risultati empirici nella letteratura recente sul funzionamento del mercato dei cambi e sugli effetti delle politiche macroeconomiche in economie aperte, che forniscono qualche sostegno all'opportunità di una norma di cambio. Infine si discutono alcuni principali lineamenti e vantaggi

¹ La nozione di *integrazione* si riferisce alla tendenza dei prezzi di singoli beni omogenei, prodotti in diversi paesi o aree geografiche, a convergere verso l'uguaglianza; il concetto di *interdipendenza* si riferisce all'influenza che due (o più) economie esercitano reciprocamente *al margine* l'una sull'altra. Un'elevata interdipendenza implica in pratica elevata integrazione per un'ampia gamma di beni e servizi, caratterizzati da elevata elasticità di sostituzione «spaziale» nella domanda e nella produzione. L'interdipendenza può riguardare la struttura delle economie, oppure anche gli obiettivi della politica economica: l'esempio ovvio è quello della impossibilità per tutti i paesi simultaneamente di essere in avanzo con l'estero o di svalutare il cambio per migliorare la competitività. Per una trattazione sistematica di questi concetti e definizioni, cfr. Cooper [1985].

di tale norma di cambio e i requisiti minimi «di sostegno» delle altre politiche economiche.

2. Norme di cambio nel sistema di Bretton Woods e nel Sistema monetario europeo

Il cardine del sistema di Bretton Woods era costituito dall'impegno a mantenere le oscillazioni dei cambi entro margini ristretti (± 1 per cento) rispetto a parità concordate. Tali parità erano modificabili in caso di «squilibrio fondamentale», cioè in una situazione in cui un paese non potesse attendersi di mantenere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti «di base» (conto corrente più movimenti di capitali «strutturali» o a lungo termine) nella media del ciclo senza deprimere la crescita della domanda interna al di sotto di quella del prodotto potenziale (di «piena occupazione»), o espanderla al di sopra di essa, senza far ricorso a restrizioni sui flussi internazionali di beni e servizi².

Dato l'equilibrio «fondamentale» del cambio, il compito di mantenere la crescita della domanda in linea con quella del prodotto nel breve termine era «assegnato» – in funzione strettamente di stabilizzazione ciclica – alle politiche monetarie e fiscali, in un ambiente di prezzi stabili ai quali contribuiva non poco la disciplina di cambio; in questo senso il sistema garantiva alle politiche nazionali l'autonomia necessaria per assicurare la piena occupazione. L'emergere di uno squilibrio nei conti con l'estero conduceva di norma ad un'azione correttiva attraverso gli strumenti interni di controllo della domanda; la presunzione di non (o non completa) sterilizzazione degli effetti monetari dei disavanzi esterni introduceva un elemento automatico di correzione degli squilibri esterni e assicurava al contempo il coordinamento delle politiche monetarie in funzione della stabilità dei cambi; l'uso «aggressivo» del cambio come strumento di aggiustamento esterno (competitività) o interno (inflazione), e la sua manipolazione attraverso il *mix* di politica monetaria e fiscale erano esclusi. L'ancora del sistema era costituita dall'obbligo per il (principale) paese di riserva – il quale non era formalmente soggetto al vincolo di bilancia dei pagamenti e non interveniva a sostegno del cambio – di mantenere la convertibilità in oro della propria valuta e, in tal modo, la fiducia degli operatori³.

² La nozione di *underlying* o *fundamental equilibrium* è discussa in Williamson [1983] e in Artus e Knight [1984].

³ Sulle «regole del gioco» di Bretton Woods, si vedano Cooper [1984] e Williamson [1985].

Tale sistema soffriva di varie insufficienze, che poi condussero alla sua dissoluzione. In primo luogo, esso consentiva l'aggiustamento del cambio nel caso di uno squilibrio fondamentale, ma non lo incoraggiava, mentre non esisteva una procedura concordata per l'accertamento delle situazioni di squilibrio e la loro correzione, particolarmente per la valuta di riserva⁴; la presunzione dell'onere di aggiustamento veniva inoltre di fatto a gravare esclusivamente sui paesi in disavanzo. Le variazioni di parità ebbero luogo generalmente tardi e in modo traumatico, in presenza di ingenti pressioni speculative. In secondo luogo, l'asimmetria del vincolo esterno tra paese di riserva e altri paesi implicava che, nel caso il primo infrangesse le «regole del gioco», il rispetto degli impegni di cambio da parte degli altri paesi moltiplicava l'impulso destabilizzante iniziale. È questa proprietà del sistema che ha tramutato l'aumento del disavanzo pubblico e dell'inflazione negli Stati Uniti nella seconda metà degli anni sessanta nell'esplosione della liquidità in dollari e dell'inflazione mondiale nei primi anni settanta⁵.

Rispetto al sistema di Bretton Woods, il Sistema monetario europeo presenta, insieme a notevoli analogie, due importanti differenze [Padoa-Schioppa 1983]. In primo luogo, esso prevede esplicitamente una procedura di revisione delle parità come parte del normale funzionamento del sistema; nell'ambito di questa procedura, le decisioni di riallineamento sono divenute decisioni collettive dei paesi aderenti, piuttosto che ratifiche *ex-post* di decisioni unilaterali. In secondo luogo, le variazioni di parità sono divenute l'occasione più penetrante di un continuo processo di sorveglianza reciproca sulle politiche economiche dei paesi aderenti; in effetti, rilevanti misure correttive di poli-

⁴ In effetti gli Statuti del Fmi prevedevano la possibilità di variare il prezzo ufficiale dell'oro; di tale possibilità si discusse molto, ma non se ne fece uso che quando la coesione del sistema era ormai compromessa (accordi smithsoniani del dicembre 1971). La sopravvalutazione del dollaro e il conseguente deterioramento del saldo commerciale con l'estero degli Stati Uniti costituirono per oltre vent'anni un elemento propulsivo dello sviluppo (*export-led*) dell'Europa e del Giappone e perciò di coesione complessiva del sistema; il costo per l'economia americana venne percepito in misura crescente dall'opinione interna nel corso degli anni sessanta. Tale percezione è ben riflessa nell'annuncio di «sospensione» della convertibilità del dollaro fatto dal presidente Nixon il 15 agosto 1971, laddove si dice «The time has come for exchange rates to be set straight and for the major nations to compete as equals. There is no longer any need for the United States to compete with one hand tied behind her back» (la citazione è tratta da Solomon [1982, 187]).

⁵ Un'ulteriore debolezza «sistemica» riguardava l'instabilità potenziale nel lungo termine del meccanismo di creazione e controllo della liquidità (il cosiddetto dilemma di Triffin, dal nome dell'economista che per primo identificò il problema alla fine degli anni cinquanta: cfr. Triffin [1960]). Questo aspetto riguarda meno direttamente il regime di cambio, e pertanto non viene discusso in questo contesto.

tica economica hanno in genere accompagnato i riallineamenti. Pur non potendosi rivendicare la realizzazione di una completa simmetria degli oneri di aggiustamento, risulta in piena evidenza la relazione tra politiche interne dei singoli paesi – monetarie, fiscali, dei redditi – e coesione del sistema.

Quanto al meccanismo di cambio, esso funziona di fatto nel breve periodo come un *DM-standard*, nel quale la Bundesbank determina, con la sua politica monetaria, il cambio marco-dollaro e il marco tedesco funge da *pivot* negli interventi sui cambi delle altre banche centrali. Rilevanti linee di credito tra le banche centrali, nel breve termine, e la possibilità di variare le parità, nel medio termine, assicurano al sistema la flessibilità necessaria per riconciliare obiettivi monetari (tassi di inflazione) non convergenti. Le variazioni di parità, d'altro canto, accomodano *ex-post* e, in genere, solo parzialmente, le variazioni intervenute nei prezzi (costi) relativi; il cambio continua pertanto a costituire un elemento di disciplina, come nel sistema di Bretton Woods. L'esistenza, infine, di margini meno ristretti di oscillazione ($\pm 2,25$ per cento) fornisce lo spazio per «gestire» gli aggiustamenti, limitando le variazioni effettive di cambio in occasione dei riallineamenti⁶. In questo senso, la norma di cambio del sistema è riferita nel breve termine ai cambi nominali e in orizzonti temporali più lunghi a (qualche nozione di) cambi reali o di competitività.

La proprietà importante del sistema descritto è quella di offrire un quadro finanziario stabile e prevedibile, nel quale le attese di variazione del cambio sono limitate in modo credibile e i differenziali di interesse si muovono per mantenere la coesione del sistema; tale proprietà riposa in misura rilevante su una presunzione di non sterilizzazione (almeno, non completa) degli effetti monetari degli interventi. Si può notare che la regola di non completo accomodamento delle variazioni dei prezzi relativi implica (tendenzialmente) tassi nominali più elevati nei paesi ad elevata inflazione, ma tassi reali più elevati nei paesi a bassa inflazione⁷: la stabilizzazione delle aspettati-

⁶ Questa proprietà è particolarmente rilevante nel caso della lira, che gode di una banda allargata di oscillazione. Cfr. Banca d'Italia [1983].

⁷ Data la condizione di equilibrio:

[1]

$$\dot{e} = r - r^*$$

(essendo e la variazione percentuale attesa ed effettiva del cambio nel periodo al quale si riferiscono i tassi di interesse, r ed r^* rispettivamente «il» tasso di interesse interno e quello estero; si ipotizzano perfette mobilità dei capitali e sostituibilità tra strumenti finanziari interni ed esteri) si ha che $r - r^* > 0$ se la valuta nazionale è tendenzialmente debole. Sottraendo da entrambi i termini della [1] il differenziale di inflazione $\dot{p} - \dot{p}^*$ (essendo $\dot{p}$ la variazione percentuale di un appropriato indice dei prezzi) e imponendo

ve sul cambio facilita il finanziamento esterno e quindi «crea spazio» finanziario, anche se non per un periodo indefinito, per un aggiustamento meno rapido del paese debole. Il fenomeno opposto si verifica quando gli operatori percepiscono l'imminenza di un riallineamento: in tali circostanze il rinvio prolungato della variazione di parità alimenta pressioni speculative, non diversamente da quanto accadeva nel sistema di Bretton Woods, e può richiedere nel frattempo interventi o variazioni dei tassi di interesse assai ampi nel paese debole.

3. Il funzionamento dei mercati valutari

L'evidenza di ampie e protratte deviazioni dei cambi rispetto all'andamento dei prezzi relativi ha condotto, nel corso degli anni settanta, ad abbandonare l'ipotesi che i cambi equilibrino i mercati valutari attraverso gli effetti sui prezzi relativi e i flussi delle merci scambiate internazionalmente⁸, e quindi allo sviluppo dei modelli *asset market* di determinazione dei cambi.

Nell'ambito di questi modelli, tipicamente caratterizzati dalle ipotesi di mercati efficienti⁹ e di aspettative *forward-looking* («razionali»), la condizione chiave di arbitraggio è quella che lega i cambi correnti a quelli futuri attraverso la condizione di parità a termine: se il cambio a termine può essere considerato la previsione del mercato sul cambio a pronti futuro, è possibile risolvere il modello per esprimere il cambio corrente, o il suo tasso di variazione, in funzione dei valori correnti e attesi delle variabili economiche «fondamentali». Se gli operatori possiedono il modello «giusto» dell'economia, e quindi le attese sul cambio futuro sono coerenti con le sue reali determinanti, è anche possibile identificare il sentiero di equilibrio del modello e analizzarne le condizioni di stabilità.

la condizione di non-accomodamento completo di tale differenziazione nella variazione del cambio, è $-(\dot{p}-\dot{p}^*) < 0$, si ha che

$$[2] \quad (r - \dot{p}) - (r^* - \dot{p}^*) < 0$$

⁸ Il pilastro analitico di questa impostazione era l'ipotesi di *purchasing power parity*; essa non viene in realtà abbandonata, ma solo sospinta nel «lungo periodo», nel quale di nuovo le variabili economiche «fondamentali» sono la determinante dei cambi. Ciò è ben espresso da McKinnon [1979, 136]: «Until a more robust theory replaces it, I shall assume that purchasing power parity among tradable goods tends to hold in the long run ... But ... because commodity arbitrage is so imperfect in the short run, it cannot be relied on to contain nominal exchange rate movements within the predictable and narrow limits suggested by the law of one price».

⁹ Nel senso «tecnico» di pieno utilizzo delle informazioni disponibili e, quindi, di inesistenza di opportunità sistematiche di speculazione profittevole. Questa definizione di efficienza risale al lavoro ormai classico di Fama [1970] sui mercati finanziari.

L'ipotesi di efficienza del mercato dei cambi è stata negli anni recenti oggetto di dettagliata verifica empirica, con lo sviluppo di un'enorme letteratura che non ha raggiunto però conclusioni definitive¹⁰; dubbi crescenti sulla validità dell'ipotesi sono stati avanzati sulla base di evidenza indiretta¹¹.

Quanto alla condizione di parità a termine, mentre, di nuovo, non vi è evidenza conclusiva a favore o contro l'ipotesi di efficienza semplice¹², non vi è dubbio sul fatto che il cambio a termine «spieghi» una frazione marginale delle variazioni osservate del cambio a pronti futuro. Nuova evidenza al riguardo è stata presentata da Fama in un recente studio relativo ai nove principali paesi industriali [Fama 1984]. Utilizzando una formulazione che consente di discriminare componente «di previsione» e componente di «premio al rischio» nel cambio a termine, tale autore conclude che: a) non solo, data l'ipotesi di aspettative razionali, la seconda componente risulta di gran lunga prevalente; ma b) il suo andamento è negativamente correlato con quello della componente di previsione. Tali risultati possono essere spiegati, oltre che con l'inefficienza del mercato, dalla presenza di interventi ufficiali, o da segmentazione dei mercati finanziari internazionali; in ogni caso essi indeboliscono considerevolmente l'ipotesi che i cambi siano «guidati» dalle previsioni di speculatori efficienti, rafforzando la tesi di un mercato «senz'ancora» per periodi anche prolungati, già implicita in alcun contributi teorici¹³.

La spiegazione in termini di una elevata segmentazione dei mercati è stata sostenuta da Bilson [1985], il quale argomenta che la presenza di deviazioni stocastiche dei cambi rispetto alla parità dei poteri d'acquisto può aver condotto a una forte preferenza degli operatori a denominare i contratti di credito e debito nella propria valuta nazionale. In presenza di premio al rischio, i differenziali nominali di interesse tra due paesi riflettono, più che la variazione attesa del cambio, quella dei differenziali di inflazione e, nel breve periodo, delle politiche monetarie nazionali. Alla stessa conclusione conduce l'osservazione di una elevata correlazione tra risparmio e investimento nazionale e della mancata

¹⁰ Cfr. per una ampia rassegna Levich [1985]. La difficoltà di raggiungere conclusioni certe è legata alla mancanza di un modello soddisfacente del cambio di equilibrio, rispetto al quale verificare la condizione di efficiente ricompensa della speculazione.

¹¹ In particolare di evidenza di variabilità eccessiva dei cambi e di opportunità sistematiche di profitto di speculazione basate su semplici *filter rules* o su modelli *technical analysis* di investitori professionali; cfr. Levich [1985, 990-995 e 1028-1035].

¹² Essa richiede che le deviazioni del cambio a termine dal cambio futuro a pronti mostrino media zero e assenza di correlazione seriale; cfr. Levich [1985, 1031].

¹³ In particolare, la nozione di *stochastic rational bubble*: cfr. Blanchard [1979] e Dornbusch [1982].

tendenza all'uguaglianza internazionale dei tassi *reali* di interesse ¹⁴.

La conclusione che i tassi di interesse rispondono a fattori prevalentemente interni non implica peraltro che essi non abbiano effetti sui cambi. Micossi e Padoa-Schioppa documentano un aumento, nel periodo dei cambi flessibili, dell'integrazione finanziaria internazionale e della sensibilità dei movimenti internazionali di capitali ai differenziali di interesse [Micossi e Padoa-Schioppa 1985]. In generale, in un mercato «senz'ancora» l'andamento dei tassi di interesse sui mercati nazionali e gli orientamenti delle politiche monetarie tenderanno ad essere percepiti come indicazioni importanti sull'andamento futuro del cambio, e quindi a divenire influenze importanti. Non sembra casuale, a questo riguardo, che i due grandi cicli osservati nel cambio del dollaro nel corso dell'ultimo decennio – una fase di deprezzamento accentuato tra il 1976 e il 1979 e una seguente di apprezzamento accentuato – siano associati con andamenti divergenti, annunciati e perseguiti con determinazione per periodi prolungati, delle politiche monetarie nazionali dei principali paesi. È precisamente la presenza di tali circostanze che può dar luogo all'instaurarsi di *rational bubbles* e comportamenti *bandwagon* negli operatori privati, che trovano nei segnali dati dalle autorità pubbliche una base concreta alla quale ancorare le proprie stime della probabilità di un'inversione delle tendenze correnti dei cambi.

I fenomeni descritti divengono particolarmente rilevanti quando sono coinvolte le maggiori valute, dato il ruolo dei mercati finanziari dei paesi emittenti nel finanziamento degli squilibri internazionali dei pagamenti e nell'accomodare le preferenze di investitori che operano su scala mondiale: ne risulta infatti enormemente accresciuto il peso relativo, sul totale delle transazioni valutarie, di quelle finanziarie «pure» rispetto a quelle legate direttamente ai flussi commerciali, e diminuisce, almeno nel «breve» periodo, la rilevanza delle variabili economiche «fondamentali» nella determinazione del cambio [Wallich 1984].

4. Cambio e performance macroeconomica

Le ampie variazioni del prezzo relativo delle materie prime e dei cambi nel corso degli anni settanta hanno condotto a sviluppare con

¹⁴ Frenkel [1985, 213] argomenta, in particolare, che «International investors have reason to arbitrage away gaps in countries' nominal rates of return when expressed in a common numeraire; but they have no reason to arbitrage away a gap between the domestic rate of return expressed in terms of domestic goods and the foreign rate of return expressed in terms of foreign goods. One could say that the U.S. real interest is high because the dollar is overvalued and is expected to depreciate in real terms ... as easily as that the dollar is overvalued because the U.S. real interest rate is high».

enfasi l'analisi macroeconomica anche «dal lato dell'offerta» [Tobin 1980], che era stato in precedenza piuttosto trascurato, nell'analisi del processo di aggiustamento esterno delle strutture economiche e della composizione dell'offerta, dei prezzi relativi (ragioni di scambio) e delle rigidità nei mercati dei fattori, in particolare dei salari [Bruce e Purvis 1985; Sachs 1981; Marston 1982]. Il messaggio centrale di questa letteratura riguarda la non-neutralità delle variazioni dei cambi e delle ragioni di scambio, e la conseguente scarsa probabilità che il cambio assicuri un pieno isolamento rispetto a shock esogeni, siano essi di natura monetaria o di naturale reale. Tali non-neutralità sono amplificate dal fatto che le elasticità di prezzo di breve periodo delle curve di domanda dei beni sono assai meno elevate di quelle di lungo periodo; ne segue che nel breve periodo i saldi commerciali sono dominati dalle variazioni (relative) del reddito reale nei diversi paesi. Allo stesso tempo, la combinazione di basse velocità di aggiustamento sui mercati dei beni e elevate velocità di aggiustamento sui mercati finanziari induce una tendenza iniziale all'*overshooting* dei cambi in risposta a shock esogeni. Come si è visto nel paragrafo precedente, le attese degli operatori possono contribuire a sostenere e amplificare tali andamenti per periodi prolungati. Vi è, infine, ampia evidenza: *i*) che le variazioni dei cambi nominali si sono tradotte in ampie variazioni dei cambi reali; e *ii*) che le elasticità di prezzo delle funzioni di domanda e di offerta rispetto a variazioni dei cambi reali sono, particolarmente per i manufatti, elevate [Goldstein e Khan 1980; Kenen e Pack 1980].

Da un lato dunque i cambi sono diventati «soggetto attivo» nell'economia internazionale, nel senso che sono essi stessi fonte di shock reali e non si muovono semplicemente per riportare in equilibrio i mercati dei beni scambiati internazionalmente o i conti correnti con l'estero dei paesi. Dall'altro lato, i processi di reazione alle variazioni dei cambi implicano conseguenze reali rilevanti, con spostamenti *lungo* le curve di offerta e *delle* curve di offerta per i vari beni e fattori produttivi nei diversi paesi: la produttività media, la composizione del prodotto, l'inflazione, gli investimenti, il risparmio ne sono influenzati.

Diviene rilevante, a questo riguardo, distinguere tra *piccole* e *grandi* variazioni dei cambi reali (anche se in pratica una precisa linea di demarcazione è difficile da tracciare). Rispetto alle prime, si può ritenere che i sistemi economici riescano ad adattarsi, anche se non senza costi, come risulta dall'esperienza del periodo di cambi fissi e, più recentemente, dall'esperienza del Sistema monetario europeo. Vari «esperimenti» di politiche di «cambio forte» mostrano, ad esempio, la capacità di adattamento dei settori esportatori e di quelli *import competing*, che reagiscono comprimendo i costi e aumentando la produttività, limitando in tale modo la riduzione di attività. Analogamen-

te, un cambio reale deprezzato favorisce, secondo i classici processi di sostituzione e assorbimento, lo spostamento di risorse verso i settori esportatori e la compressione dei consumi interni, ma anche un certo allentamento della «disciplina concorrenziale», con l'aumento tendenziale dell'inflazione che in parte vanifica i benefici della svalutazione. In entrambi i casi la composizione dell'offerta e della domanda e il quadro economico generale si aggiustano; il cambio «di equilibrio» subisce anch'esso presumibilmente delle variazioni, nella misura in cui il tasso di inflazione, la competitività, la produttività, il tasso di risparmio e di accumulazione siano mutati. In questo senso si può dire che esiste una fascia di indeterminatezza del cambio reale, nell'ambito della quale diversi valori del cambio sono coerenti con diverse configurazioni del quadro macroeconomico e dei conti con l'estero «sostenibili» per periodi prolungati.

Al di là di certi limiti nelle variazioni dei cambi reali, però, profitti molto al di sopra o molto al di sotto di livelli «normali» possono alimentare un'espansione o contrazione ingiustificata della domanda in certi settori, comparti o paesi. Ne possono risultare – tanto più quanto più le variazioni dei prezzi relativi perdurano e sono percepite come «permanenti» – la chiusura di imprese efficienti, da un lato, e lo spostamento delle imprese a settori che aumentano la produzione in misura sproporzionata nella parte «ripida» delle funzioni di costo. In entrambi i casi ciò può condurre a «dislocazioni» di imprese, settori e paesi al di fuori dei confini del vantaggio comparato. Spinte deflazionistiche e inflazionistiche rilevanti possono trovare alimento negli effetti di prezzo e di reddito di ampie variazioni delle ragioni di scambio. La chiusura di imprese che sarebbero efficienti sulla base di una struttura «normale» dei cambi, ma che non possono sopravvivere con un cambio reale apprezzato del 20 o del 30 per cento, può risultare irreversibile, così come può risultare assai difficile dimezzare la capacità in certi settori dopo averla raddoppiata in poco tempo. La resistenza a tali sviluppi può prendere la forma di pressioni protezionistiche, con una tendenza a comprimere il commercio internazionale. Nel complesso, si può determinare una perdita netta di produzione e di benessere per l'economia mondiale.

Un aspetto addizionale del problema è costituito dalle rilevanti asimmetrie degli effetti sui diversi paesi. La composizione dell'offerta e il grado di apertura delle economie, l'elasticità di prezzo delle funzioni di domanda e di offerta dei beni commerciati internazionalmente, la dipendenza dall'estero per l'approvvigionamento di materie prime o altri beni strategici, la rigidità di prezzi e salari, la mobilità dei fattori produttivi, il grado di sviluppo dei mercati finanziari: tutti questi fattori, ed altri ancora, introducono rilevanti differenze negli effetti di (ampie) variazioni dei cambi reali e nella capacità di risposta

delle economie [Goldstein e Khan 1985; Marston 1982; Sachs 1980; Dornbusch 1983; Branson 1983] e, quindi, negli obiettivi nazionali riguardo al regime e agli specifici livelli desiderati per i cambi.

Quando le valute coinvolte sono anche valute di riserva, il problema è ulteriormente complicato da ripercussioni indirette di vario tipo delle oscillazioni del cambio: in tal caso effetti reali e finanziari rilevanti possono derivare, anche in assenza di rapporti commerciali diretti, da variazioni nel ricavo o costo di transazioni internazionali, nel valore dei debiti, dei crediti e delle riserve, nelle condizioni monetarie e nei vincoli esterni. Va notato, a questo riguardo, da un lato che proprio il carattere indiretto di tali effetti e ripercussioni ne rende improbabile la percezione e la piena valutazione nella formazione delle decisioni di politica economica del paese che emette la valuta di riserva; dall'altro lato, che la natura di valuta di riserva tende ad accentuare le ripercussioni sul cambio delle politiche nazionali, data l'esistenza di rilevanti attività finanziarie denominate in tale valuta nei portafogli di investitori internazionali.

In generale, una volta che il cambio divenga esplicito strumento delle politiche economiche nazionali, le possibilità di conflitto sono magnificate. Il guadagno di un paese può essere la perdita di un altro. Le azioni dirette al perseguimento degli obiettivi di un paese possono rendere più difficile o costoso per un altro la realizzazione dei propri obiettivi; la reazione del secondo paese può a sua volta compromettere gli obiettivi del primo. Non vi è garanzia che tale processo decentrato di soluzione dei conflitti produca soluzioni ottimali; è dubbio, in effetti, che esso garantisca soluzioni stabili [Cooper 1985]. Recenti contributi teorici ed empirici mostrano invece la superiorità di soluzioni cooperative ai problemi internazionali di coordinamento delle politiche economiche [Oudiz e Sachs 1984; Canzoneri e Henderson 1986]. Il cambio costituisce il nesso cruciale tra le economie, il principale canale di interdipendenza: in quanto tale, esso diviene la variabile chiave nella quale il coordinamento dovrebbe manifestarsi e offre al contempo un veicolo diretto per la concreta attuazione del coordinamento.

5. Opportunità di una norma di cambio

Nel decennio seguito all'affermarsi di un regime generalizzato di fluttuazioni dei cambi, la stragrande maggioranza dei paesi è gradualmente ritornata a regimi di cambio meno flessibili e in maggior misura «gestiti» in funzione della limitazione delle oscillazioni del cambio reale, pur in presenza di una generale maggior disponibilità a variare il cambio per correggere squilibri esterni rilevanti. Il numero di paesi

che mantengono un regime di fluttuazione è sceso, secondo la classificazione del FMI, al di sotto della decina. Restano tra di essi i principali paesi: USA, Giappone e Germania (la cui moneta però fluttua nei confronti di quelle degli altri due congiuntamente alle altre monete dello SME). Il riassorbimento degli squilibri che si erano accumulati nel periodo dei cambi fissi e di quelli legati all'accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti e agli shock petroliferi è concluso; la flessibilità dei cambi incoraggia a scaricare su questa variabile i conflitti tra gli obiettivi nazionali, determinandone nuove variazioni esagerate. Gli argomenti e i risultati empirici esposti portano sostegno ora all'opportunità del ritorno a una norma di cambio anche tra le maggiori valute.

In primo luogo, l'esperienza e le analisi del funzionamento tecnico del mercato dei cambi mettono in luce che tale mercato *deve* essere gestito, dato il suo considerevole potenziale di instabilità quando esso viene lasciato a se stesso, e che *può* essere gestito, dato il ruolo centrale delle azioni delle autorità pubbliche nella formazione delle aspettative. La letteratura sugli interventi sul mercato dei cambi ha chiarito che l'esistenza di un *risk-premium* aumenta l'efficacia degli interventi, ma che questi in generale non hanno effetti significativi e permanenti se non sono «sostenuti» dalle politiche monetarie interne [Genberg 1981; Jurgensen 1983].

In secondo luogo, il collegamento tra gestione del cambio e politiche interne è diretto e centrale: il ristabilimento di una maggior stabilità di cambio postula la disponibilità ad armonizzare le politiche nazionali e allo stesso tempo ne costituisce il concreto riferimento e veicolo [Gruppo dei Dieci 1985]. L'introduzione di una norma di cambio – che presuppone in primo luogo una armonizzazione in funzione del cambio delle politiche monetarie – non è realistica, anzitutto, fintantoché le politiche fiscali dei maggiori paesi mantengono gli attuali indirizzi divergenti (si veda, a questo proposito, in questo volume, il saggio di Rainer S. Masera *Il coordinamento delle politiche economiche e i tassi di cambio: alcune considerazioni*): l'eliminazione dell'instabilità dei cambi si accompagnerebbe infatti in tal caso al manifestarsi di instabilità nelle politiche monetarie, nei prezzi, nell'attività economica e nell'occupazione, secondo la combinazione di risposte delle diverse autorità nazionali. La presenza di tali divergenze complica la possibilità di accordo tra i paesi interessati, poiché l'accettazione di una norma di cambio implicherebbe una pressione maggiore per la loro correzione e una ripartizione degli oneri di aggiustamento tra i paesi coinvolti. Il tentativo di ignorare questo problema, affidando alla sola politica monetaria e agli interventi sul mercato dei cambi il compito di «tenere insieme» il sistema, condurrebbe prevedibilmente alla rottura dell'accordo.

Altrettanto cruciale è il ruolo di sostegno che la politica monetaria dovrebbe svolgere rispetto agli interventi sul mercato dei cambi, evitandone la piena sterilizzazione. L'illusione che, in presenza di politiche monetarie divergenti, una combinazione di annunci delle autorità e interventi possa assicurare durevolmente la coesione di un accordo di cambio avrebbe durata breve. Inoltre, l'effetto di stabilizzazione delle aspettative degli operatori è legato in misura notevole alla correzione semi-automatica delle condizioni monetarie interne a seguito di interventi sui cambi.

In terzo luogo, un uso «attivo» del cambio moltiplica le occasioni di conflitto tra *policy-makers* autonomi e complica i problemi di coordinamento. Come nel sistema di Bretton Woods e come nel Sistema monetario europeo, il consenso su una norma di cambio non può essere costruito che ponendo l'enfasi sugli strumenti interni di politica economica per l'aggiustamento esterno, ed assegnando al cambio una funzione di correzione *ex-post* di «squilibri fondamentali».

Tali squilibri tendono ad accumularsi lentamente nel sistema per l'operare di fattori «secolari» quali gli andamenti divergenti della produttività, del risparmio e dell'accumulazione di capitale. L'esistenza di rilevanti differenziali di inflazione può invece condurre rapidamente a variazioni importanti dei cambi reali, minando la base di un accordo cooperativo. Sembra pertanto appropriato e ragionevole adottare una norma di cambio riferita, sulla base di indici dei prezzi e dei costi opportunamente prescelti, ai cambi reali, in funzione della rimozione degli squilibri nei saldi commerciali internazionali. Come nel Sistema monetario europeo, sarebbe appropriato mantenere nel breve periodo un grado di «frizione», evitando di accomodare pienamente le variazioni dei prezzi relativi, per non rinunciare agli effetti di disciplina di una norma di cambio. La possibilità di identificare gradualmente e poi di mantenere una struttura dei cambi coerente con una configurazione più equilibrata dei flussi commerciali e dei saldi correnti con l'estero non sembra irrealistica, dato anche quanto si è detto sui margini di indeterminatezza esistenti nella determinazione del cambio di equilibrio. Calcoli e valutazioni approfondite al riguardo sono presentati, ad esempio, da Williamson [1983] e da McKinnon [1984].

La fissazione di margini di oscillazione meno ristretti di quelli di Bretton Woods - 2,25 per cento come nello SME, o anche 4 o 5 per cento - e, almeno in una fase iniziale, la rinuncia a fissare impegni rigidi nella forma di obblighi di intervento aggiungerebbero la flessibilità necessaria per sperimentare la praticabilità del sistema ed eventualmente aggiustarne la parità nella direzione suggerita da un appropriato periodo iniziale «di prova». Il limite al riguardo è costituito dall'esigenza di non diluire completamente l'effetto di annuncio di un

accordo cooperativo attraverso la fissazione di margini troppo ampi per costituire un vincolo concreto per le politiche nazionali. Tensioni nel sistema dovrebbero in ogni caso, come nello SME, condurre a consultazioni e valutazioni congiunte di eventuali manovre correttive.

Anche se l'obiettivo di medio termine dovrebbe essere quello di ridurre l'uso del cambio come strumento di aggiustamento esterno, la variazione delle parità dovrebbe essere considerata un aspetto della «fisiologia» del sistema in presenza di andamenti «fondamentali» divergenti; allo stesso tempo, la frequenza delle revisioni va contenuta in funzione della credibilità del sistema. Come nello SME, i riallineamenti dovrebbero costituire l'occasione di una revisione della costellazione sottostante delle politiche nazionali.

Infine, l'introduzione di una norma di cambio tra le maggiori valute può avvenire solo gradualmente. Diverse soluzioni tecniche sono possibili al riguardo; il loro esame non rientra negli obiettivi di questa nota.

L'aspetto centrale, che preme sottolineare, è che una norma di cambio ristabilirebbe un quadro e insieme delle regole per la riconciliazione dei conflitti tra le politiche nazionali dei maggiori paesi; un certo automatismo nell'applicazione delle regole sarebbe inevitabilmente implicito nel rispetto degli obblighi di cambio nella gestione di breve periodo della politica monetaria, esercitando effetti di stabilizzazione e orientamento sulle attese del settore privato. L'annuncio «credibile» di un accordo di coordinamento tra i maggiori paesi contribuirebbe ulteriormente a riportare stabilità nelle relazioni monetarie internazionali, incoraggiando gli operatori a destinare risorse alla ricerca di opportunità di investimento reale invece che alla *roulette* giornaliera del mercato dei cambi.

Riferimenti bibliografici

- Artus J. e Knight M. (1984), *Issues in the Assessment of the Exchange Rates of Industrial Countries*, in «IMF Occasional Paper», 29.
- Banca d'Italia (1983), *La fluttuazione della lira nella banda allargata dello SME*, in «Bollettino economico», 1.
- Bilson J.O. (1985), *Macroeconomic Stability and Flexible Exchange Rates*, in «American Economic Review» (Papers and Proceedings).
- Blanchard O. (1979), *Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations*, in «Economic Letters», 4.
- Branson W.H. (1983), *Economic Structure and Policy for External Balance*, in «IMF Staff Papers».
- Bruce N. e Purvis D.D. (1985), *Influence of Goods and Factor Markets*, in *Handbook of International Economics*, a cura di R.W. Jones e P.B. Kenen, vol. 2, cap. 16.

- Canzoneri M. e Henderson D. (1986), *Strategic Aspects of Economic Policy Coordination*, dattiloscritto.
- Cooper R.N. (1984), *Is There a Need for Reform?*, in *The International Monetary System: Forty Years after Bretton Woods*, in «Federal Reserve Bank of Boston Conference Series», 28.
- (1985), *Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies*, in *Handbook of International Economics*, a cura di R.W. Jones e P.B. Kenen, vol. 2, cap. 23.
- Dornbusch R. (1982), *Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rates*, in «Zeitschrift für Wirtschafts und Sozialwissenschaften», 6.
- (1983), *Flexible Exchange Rates and Interdependence*, in «IMF Staff Papers».
- Fama E. (1970), *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in «Journal of Finance».
- (1984), *Forward and Spot Exchange Rates*, in «Journal of Monetary Economics», 14.
- Frankel J.A. (1985), *The Dazzling Dollar*, in «Brookings Papers on Economic Activity», 1.
- Genberg H. (1981), *Effects of Central Bank Intervention in the Foreign Exchange Market*, in «IMF Staff Papers».
- Goldstein M. e Khan M.S. (1985), *Income Price Effects in Foreign Trade*, in *Handbook of International Economics*, a cura di R.W. Jones e P.B. Kenen, vol. 2, cap. 20.
- Gruppo dei Dieci (1985), *Il funzionamento del sistema monetario internazionale, Rapporto dei Supplementi ai Ministri e ai Governatori*, pubblicato a cura del Ministero del Tesoro, Istituto Poligrafico dello Stato.
- Jurgensen P. (gruppo di lavoro presieduto da) (1983), *Rapporto Jurgensen sugli interventi sul mercato dei cambi*, in «Bollettino economico», Banca d'Italia (Documenti), 1.
- Kenen P.B. e Pack C. (1980), *Exchange Rates, Domestic Prices and the Adjustment Process*, in «Group of Thirty, Occasional Paper», 1.
- Levich R.M. (1985), *Empirical Studies of Exchange Rates: Price Behavior, Rate Determination and Market Efficiency*, in *Handbook of International Economics*, a cura di R.W. Jones e P.B. Kenen, vol. 2, cap. 19.
- Marston R.C. (1982), *Wages, Relative Prices and the Choice between Fixed and Flexible Exchange Rates*, in «Canadian Journal of Economics».
- McKinnon R.I. (1979), *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, New York.
- (1984), *An International Standard for Monetary Stabilization*, in «Institute for International Economics», 8.
- Micossi S. e Padoa-Schioppa T. (1985), *Can Europeans Control Their Interest Rates?*, in «CEPS Paper», 17.
- Oudiz G. e Sachs J. (1984), *Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Economies*, in «Brookings Papers on Economic Activity», 1.
- Padoa-Schioppa T. (1983), *What the EMS Has Achieved*, in «The Banker».
- Sachs J. (1980), *Wage Indexation, Flexible Exchange Rates and Macroeconomic Policy*, in «Quarterly Journal of Economics».

- (1981), *The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s*, in «Brookings Papers on Economic Activity», 1.
- Solomon R. (1982), *The International Monetary System 1945-1981*, New York.
- Tobin J. (1980), *Stabilization Policy Ten Years After*, in «Brookings Papers on Economic Activity», 1.
- Triffin R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven.
- Wallich H. (1984), *Capital Movements: The Tail that Wags the Dog*, in *The International Monetary System: Forty Years after Bretton Woods*, «Federal Reserve Bank of Boston Conference Series», 28.
- Williamson J. (1983), *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics.
- (1985), *On the System in Bretton Woods*, in «American Economic Review» (Papers and Proceedings).