

7. Tassi di cambio manovrati e integrazione finanziaria

di Francesco Giavazzi

1. Introduzione

Si sostiene spesso che in un regime di tassi di cambio manovrati – quale è il Sistema monetario europeo – la condizione necessaria e sufficiente affinché disturbi esogeni non diano luogo a riallineamenti delle parità è che i paesi abbiano identiche strutture macroeconomiche e identici obiettivi di politica economica. Solo in queste condizioni, si sostiene, vengono meno le ragioni che danno luogo ai riallineamenti ed è quindi possibile pensare a un'evoluzione del sistema verso un'unione monetaria.

Questa tesi tuttavia non è corretta: la convergenza degli obiettivi di politica economica è sì una condizione necessaria affinché disturbi esogeni non diano luogo a riallineamenti dei tassi di cambio, ma non è tuttavia condizione sufficiente. E questo per due ragioni distinte:

i) il primo caso si verifica in situazioni in cui i paesi, pur con identici obiettivi di politica economica e identiche strutture macroeconomiche, sono colpiti da shock asimmetrici: ad esempio uno shock alla domanda o all'offerta aggregata in un paese solo. In questo caso, se non vi è perfetta mobilità internazionale dei fattori produttivi, il tasso di cambio può essere lo strumento più efficiente per ridistribuire gli effetti dello shock. E fin qui nulla di nuovo: questo è infatti l'argomento classico di Mundell sulle aree valutarie ottimali [Mundell 1968, 177-186].

ii) la seconda ragione è meno ovvia in quanto non richiede che i paesi siano soggetti a shock asimmetrici. Infatti riallineamenti del tasso di cambio possono avere origine semplicemente dall'incentivo che i paesi hanno a usare il tasso di cambio per trasferire sui propri partners parte del costo di aggiustamento ad un comune shock esogeno. In un regime di tassi di cambio manovrati, comportamenti non cooperativi da parte delle autorità monetarie possono dare luogo a riallineamenti del tasso di cambio anche se i paesi sono identici – negli obiettivi di politica economica, nella struttura macroeconomica e negli shock che li colpiscono.

Lo studio degli equilibri che risultano all'interazione delle politiche monetarie in due economie interdipendenti ha molti precedenti nella letteratura. Il problema è studiato, tra gli altri, da Mundell [1968] e Hamada [1979]. In Giavazzi e Giovannini [1985] (G-G nel

seguito) si muove da questi lavori per studiare il funzionamento cooperativo e non cooperativo di un sistema di tassi di cambio manovrati. Il modello utilizzato è nella tradizione di Mundell. La funzione obiettivo delle autorità differisce invece dai lavori di Hamada in quanto si assume che argomenti di tale funzione siano la volatilità del livello dei prezzi e del reddito, mentre Hamada definisce gli obiettivi in termini di flussi.

Infine, il lavoro di G-G si differenzia da un contributo recente di Canzoneri e Gray [1985] i quali, utilizzando un modello e una funzione obiettivo simili, studiano l'interazione delle politiche monetarie in regime di tassi di cambio flessibili. Quando i tassi di cambio sono flessibili, tutti i paesi possono utilizzare il medesimo strumento – lo stock di moneta – per massimizzare la propria funzione obiettivo. Ma in un regime in cui i tassi di cambio sono attivamente manovrati gli strumenti devono necessariamente essere diversi: non tutti i paesi infatti possono controllare il tasso di cambio poiché, in un sistema di N monete, vi sono solo $N-1$ tassi di cambio indipendenti. Il modello studiato in G-G sembra quindi più adatto allo studio del funzionamento di un sistema quale quello di Bretton Woods, che non all'analisi del Sistema monetario internazionale dopo il 1971. Ma l'asimmetria negli strumenti è la caratteristica centrale del Sistema monetario europeo. Infatti, sebbene teoricamente costruito in modo da garantire perfetta simmetria fra le diverse monete [si veda per esempio Masera 1980 e Spaventa 1982], il Sistema monetario europeo funziona di fatto in modo asimmetrico, con il marco tedesco che svolge il ruolo dell' N -esima moneta.

Il paragrafo 2 di questo saggio descrive le caratteristiche degli equilibri cooperativi e non cooperativi in un sistema di tassi di cambio manovrati. Queste sono derivate formalmente in G-G. Alla luce di questi risultati il paragrafo 3 discute la desiderabilità di un'evoluzione del Sistema monetario europeo verso un'unione monetaria e di ulteriori passi nel processo di integrazione finanziaria in Europa.

2. Riallineamenti cooperativi e non cooperativi

2.1. Riallineamenti cooperativi

Si può facilmente intuire che riallineamenti del tasso di cambio possano essere parte della soluzione cooperativa quando due paesi, pur identici per struttura e obiettivi, sono colpiti da shock asimmetrici. La condizione è che riallineamenti del tasso di cambio abbiano effetti reali – almeno nel breve periodo – e che vi sia imperfetta mobilità internazionale dei fattori produttivi.

Consideriamo due paesi simmetrici, con le seguenti caratteristiche:

- i) non neutralità della politica monetaria, e quindi anche di un riallineamento, almeno nel breve periodo;

- ii) perfetta mobilità dei capitali;

- iii) identici obiettivi di politica economica espressi in termini di volatilità del livello dei prezzi e del livello di attività economica;

- iv) infine assumiamo che ciascun paese sia specializzato nella produzione di un solo bene, ma che i residenti di ciascun paese consumino entrambi i beni.

Chiediamoci ora quale è l'effetto di uno shock negativo all'offerta in un paese soltanto. Il disturbo fa aumentare il livello dei prezzi nel paese che lo subisce. L'aumento del livello dei prezzi si trasmette anche all'altro paese, ove tuttavia i prezzi aumentano meno di quanto non siano aumentati nel paese che ha subito lo shock. A tasso di cambio invariato, il differente aumento nel livello dei prezzi nei due paesi peggiora la competitività del paese che ha subito lo shock relativamente all'altro: il livello di attività cade nel primo paese, aumenta nel secondo.

Quale è la risposta cooperativa a questo shock esogeno? Consideriamo il caso estremo in cui le autorità assegnino un peso predominante alla stabilità del livello di attività. Questa è cresciuta in un paese e caduta nell'altro. Lo strumento ottimale deve quindi avere effetti asimmetrici sui due paesi: un riallineamento del tasso di cambio (un deprezzamento del cambio nel paese che ha subito lo shock) cancella la variazione di competitività indotta dallo shock e riequilibra il livello di attività nei due paesi. È possibile mostrare che se il peso che le autorità assegnano alla volatilità del livello dei prezzi tende a zero, per attuare la soluzione cooperativa è *sufficiente* un riallineamento del tasso di cambio. Se invece le autorità si preoccupano *sia* della volatilità del livello dei prezzi *sia* della volatilità del livello di attività, la soluzione cooperativa richiede anche una contrazione monetaria. Questa è necessaria per stabilizzare il livello dei prezzi che è cresciuto in entrambi i paesi. Tuttavia, qualunque siano i pesi associati ai due obiettivi, la soluzione cooperativa richiede sempre un riallineamento del tasso di cambio.

Si noti che la soluzione cooperativa richiede che i paesi cooperino non solo nelle decisioni relative ai tassi di cambio, ma anche nelle decisioni relative alla politica monetaria del sistema. Nel caso del Sistema monetario europeo la soluzione cooperativa richiede quindi che sul tavolo delle trattative siano poste non solo le parità centrali dello SME, ma anche la politica monetaria della Repubblica Federale Tedesca.

È noto che gli equilibri cooperativi sono normalmente instabili poiché ciascun paese ha un incentivo a non attuare la propria parte della politica cooperativa. Viene quindi naturale chiedersi quali siano le caratteristiche degli equilibri non cooperativi.

2.2. Riallineamenti non cooperativi

Ritorniamo all'esempio dei due paesi descritti sopra, e consideriamo ora il caso in cui essi, oltre a essere simmetrici in struttura e obiettivi, sono anche colpiti da un medesimo shock dal lato dell'offerta. Se non cooperano, ciascun paese tenderà di apprezzare il tasso di cambio per stabilizzare il livello dei prezzi alle spese dell'altro: cercherà cioè di trasferire sull'altro paese una parte dei costi di aggiustamento. L'equilibrio di Cournot-Nash che ne risulta è differente in regime di cambi flessibili e in regime di cambi manovrati.

In regime di cambi flessibili, quando entrambi i paesi usano lo stock di moneta quale strumento, l'equilibrio non cooperativo è inefficiente, ma non dà luogo a variazioni del tasso di cambio. Il risultato tipico è un'eccessiva contrazione monetaria da parte di entrambi i paesi, ma l'eccesso di contrazione è identico nei due paesi, e quindi il tasso di cambio rimane inalterato. Questo è il risultato di Canzoneri e Gray [1985].

In regime di cambi manovrati, il problema dell'*N*-esimo paese fa sì che un paese decida la politica monetaria per il sistema, mentre l'altro deve scegliere se mantenere invariato il tasso di cambio, nel qual caso perde ogni controllo sulla propria offerta di moneta, oppure riallineare. In questo regime l'asimmetria nell'uso degli strumenti può dare luogo a un riallineamento anche se i paesi sono identici e colpiti da un comune disturbo. La condizione è che movimenti nel tasso di cambio influenzino direttamente il meccanismo prezzi-salari, come accade, ad esempio, quando i salari sono indicizzati a un paniere di beni che contiene anche beni importati. In questo caso il tentativo del paese che usa il cambio quale strumento per spostare parte del costo di aggiustamento sul proprio partner dà luogo, nell'equilibrio di Cournot-Nash, ad un riallineamento.

Questo risultato suggerisce un'interpretazione degli apprezzamenti reali di lira e franco francese nei confronti del marco tedesco che hanno accompagnato l'apprezzamento del dollaro tra il 1981 e il 1985. In Europa l'apprezzamento reale del dollaro ha avuto l'effetto combinato di uno shock dal lato della domanda e uno shock dal lato dell'offerta. Lo shock dal lato della domanda non dà luogo a incentivi a riallineare il cambio. Ma la risposta non cooperativa di Francia e Italia alla componente dello shock che colpisce l'offerta è un apprezzamento reale nei confronti del marco. Questa interpretazione dei movimenti dei tassi di cambio reali in Europa suggerisce che l'apprezzamento era nell'interesse sia della Francia che dell'Italia, in quanto ha loro consentito di trasferire sulla Germania parte dei costi di disinflazione.

3. Verso l'integrazione finanziaria e l'unione monetaria?

L'analisi del funzionamento di un sistema di tassi di cambio manovrati mostra che tale sistema è potenzialmente instabile poiché i paesi possono avere un incentivo a riallineare i tassi di cambio anche se sono perfettamente simmetrici e colpiti da shock identici. Inoltre, in presenza di shock asimmetrici, la fragilità del sistema aumenta poiché, se non esistono altri meccanismi redistributivi, il tasso di cambio può essere lo strumento più efficiente per redistribuire gli effetti di tali shock.

Se applicata al caso del Sistema monetario europeo, questa analisi suggerisce che il problema dell'evoluzione futura dello SME pone i paesi europei di fronte a un dilemma: da un lato la maggiore attrattiva di un sistema di cambi irrevocabilmente fissi, o di un'unione monetaria, deriva dal fatto che tali sistemi escludono la possibilità di comportamenti non cooperativi. D'altro lato vi sono situazioni in cui un'unione monetaria tra paesi pur identici negli obiettivi di politica economica, può avere costi elevati. Infatti la scelta di tassi di cambio irrevocabilmente fissi è credibile solo se i paesi che appartengono all'unione rinunciano a riallineare anche quando un riallineamento sarebbe la politica ottimale: come abbiamo visto, ciò ad esempio accade quando i paesi che appartengono all'unione sono colpiti da shock asimmetrici, ma al loro interno i fattori produttivi non possono muoversi rapidamente.

Se la frequenza e l'entità di shock asimmetrici sono elevate è possibile che il costo derivante da comportamenti non cooperativi sia piccolo rispetto al costo derivante dall'impossibilità, in un'unione monetaria, di attuare la soluzione cooperativa. In questo caso l'unione risulterebbe subottimale anche in presenza di paesi con identici obiettivi di politica economica.

La possibilità che ulteriori passi verso un'unione monetaria non siano desiderabili, e che quindi il Sistema monetario europeo rimanga un sistema caratterizzato da periodici riallineamenti, suggerisce di riconsiderare il problema dei costi e dei benefici del protezionismo valutario.

L'esperienza dei controlli sui movimenti di capitali in Italia e in Francia mostra che i benefici del protezionismo valutario derivano esclusivamente dal ruolo che esso svolge nei momenti di crisi valutarie quando, se vi fosse perfetta mobilità internazionale dei capitali, ogni tentativo di controllare i tassi di interesse interni comporterebbe una perdita di riserve [Giavazzi e Pagano 1985]. In un sistema caratterizzato da periodici riallineamenti, la possibilità che questi vengano anticipati pone quindi le autorità di fronte alla scelta tra i costi derivanti da un'elevata volatilità dei tassi di interesse e i costi associati al

protezionismo valutario. Quest'ultimo non deve necessariamente coincidere con i controlli attualmente in vigore in Italia e in Francia: ad esempio qualche forma di tassazione che colpisca in particolare i movimenti di capitale a breve otterrebbe lo stesso risultato con costi probabilmente inferiori [Basevi e Cavazzuti 1985].

Le osservazioni svolte mettono in luce come il grado di protezionismo valutario non sia indipendente dal regime del cambio: su questo punto si veda anche Fischer [1985]. Il dibattito sulla liberalizzazione valutaria dovrebbe quindi affiancare, all'analisi dei costi e dei benefici dei controlli, un'analisi della *desiderabilità* di un'unione monetaria. Questo spostamento di prospettiva permetterebbe di comprendere più chiaramente quale è la funzione dei controlli attualmente in vigore e quali strumenti alternativi consentirebbero di ottenere i medesimi risultati ad un costo inferiore.

Riferimenti bibliografici

- Basevi G. e Cavazzuti F. (1985), *Regole del gioco e discrezionalità amministrativa? Il caso della libertà di movimento di capitali in Italia*, in «Politica Economica», 1.
- Canzoneri M. e Gray J.A. (1985), *Two Essays on Monetary Policy in an Interdependent World*, in «International Economic Review», ottobre.
- Fischer S. (1985), *The SDR and the IMF: Toward a World Central Bank?*, in *International Money and Credit: The Policy Roles*, a cura di G.M. von Furstenberg, Washington, International Monetary Fund.
- Giavazzi F. e Giovannini A. (1985), *Monetary Policy Interactions under Managed Exchange Rates*, mimeo.
- Giavazzi F. e Pagano M. (1985), *Capital Controls and the European Monetary System*, in *Capital Controls and Foreign Exchange Legislation*, in Euromobiliare Occasional Papers, 1, Milano, Euromobiliare.
- Hamada K. (1974), *Alternative Exchange Rate Systems and the Interdependence of Monetary Policies*, in *National Monetary Policies and the International Financial System*, a cura di R.Z. Aliber, Chicago, Chicago University Press.
- (1979), *Macroeconomic Strategy and Coordination under Flexible Exchange Rates*, in *International Economic Policy: Theory and Evidence*, a cura di R. Dornbusch e J.A. Frenkel, Baltimore, Johns Hopkins University Press.
- Masera R. (1982), *L'unificazione monetaria europea*, Bologna, Il Mulino.
- Mundell, R.A. (1968), *International Economics*, New York, Macmillan.
- Spaventa L. (1982), *Algebraic Properties and Economic Improperities of the «Indicator of Divergence» in the European Monetary System*, in Banca d'Italia, Research Department, «Discussion Papers on International Economics and Finance», 1.