

Università di Bergamo – Facoltà di Economia

Economia monetaria internazionale

a.a. 2011-2012

A CURA DEL PROF. STEFANO LUCARELLI

stefano.lucarelli@unibg.it

Indice:

PRIMA PARTE: capitoli tratti dalla parte III (dal 13 al 20) di Roberto Panizza, "L'instabilità economica mondiale", Selcom Editoria, 2001.

APPENDICE 1: "Lezioni sulla liquidità internazionale e sul quadro internazionale dalla fine della seconda guerra mondiale agli anni Settanta" di Augusto Graziani.

APPENDICE 2: "Sistema monetario internazionale" di Marcello De Cecco e "Speculazione" di Roberto Panizza; voci tratte da "Il mondo contemporaneo. Enciclopedia di storia e scienze sociali", direzione di Nicola Tranfaglia, volume VIII "Economia e Storia" a cura di Marcello Carmagnani e Alessandro Vercelli, 1978.

ATTENZIONE, il programma non comporta solo lo studio dei contenuti di questa dispensa, e va integrato con :

- 1) Le dispense a cura di Alessandro Gambini, "Crisi valutarie e crisi bancarie: modelli di I, II e III generazione"(scaricabile dal sito del corso);
- 2) il primo capitolo di Emilio Colombo e Marco Lossani "Economia dei mercati emergenti", Carocci, 2009;
- 3) il libro di André Orléan, Dall'euforia al panico. Pensare la crisi, ombre corte 2010.
- 4) il libro di J.M. Keynes, Eutopia. Proposte per una moneta internazionale, a cura di Luca Fantacci, Et.Al. 2011;
- 5) i materiali obbligatori che verranno messi a disposizione dal docente sul sito del corso.

NOTA BENE: la presente dispensa, che viene venduta dalla sola Libreria Universitaria Bergamo in Via dei Caniana 1/D (e sulla quale il curatore non guadagna un soldo) è necessaria per venire incontro alle esigenze degli studenti. I testi qui raccolti fanno parte integrante del programma dei corsi di Economia Monetaria Internazionale (91010) a.a. 2011-2012, e dei primi due moduli di Economia Monetaria Internazionale (91009), a.a. 2010-2011. Per quanto riguarda l'ultimo modulo del corso 91009 occorre fare riferimento alle informazioni pubblicate sul sito del corso.

IL MERCATO DEI CAMBI

13.1. La definizione dei cambi

13.1.1. Cambi a pronti e cambi a termine

Il cambio rappresenta il valore della moneta di un paese espresso in quella di un altro paese: esiste un mercato, quello dei cambi o valutario, all'interno del quale i singoli operatori, imprese, banche, privati e speculatori offrono e domandano valute straniere. Dal confronto tra gli ammontari di valuta estera rispettivamente domandati ed offerti si determina il relativo prezzo o cambio. Vi sono due tecniche per definire il prezzo di una valuta rispetto a tutte le altre valute del mondo:

- la prima, più diffusa a livello internazionale, è la quotazione *incerto per certo*, quando ci si chiede quante unità di moneta nazionale sono necessarie per acquistare un'unità di valuta estera: prima dell'avvento dell'euro ci si chiedeva quante lire fossero necessarie per acquistare un dollaro, per esempio 1.800 lire italiane per un dollaro statunitense;

- il secondo metodo, invece, dà la quotazione *certo per incerto*, un tempo adottata solo per la sterlina britannica e per le valute dei paesi del Commonwealth, e oggi anche per l'euro: esso indica quante unità della valuta straniera sono necessarie per acquistare un'unità di moneta locale, per esempio si dice che sono necessari 95 centesimi di dollaro per acquistare un euro.

Tra le diverse operazioni che si possono compiere sui mercati valutari si distingue tra :

- *operazioni a pronti* (*spot*, in inglese), quando avvengono per contanti;

- *operazioni a termine* (*forward*, in inglese), quando si ha la regolazione del contratto in un periodo successivo a quello della sua stipulazione, per esempio dopo tre mesi, sei mesi o un anno, ma per il quale - al momento della stipulazione - è già stato prefissato il tasso di cambio futuro.

Esiste un legame tra quotazioni a pronti e a termine, ed esso è rappresentato dalla differenza tra i tassi d'interesse praticati nei due paesi presi in considerazione, relativamente alle valute considerate

Il mercato dei cambi

e per l'intervallo di tempo definito nell'operazione a termine. La formula che esprime questo legame la si trova nella *tab. 2*, dove la differenza tra i due cambi, ponderata rispetto ai cambi a pronti, è uguale alla differenza tra i due tassi d'interesse, quello domestico e quello straniero, sempre ponderati per il tasso d'interesse straniero. Questo significa che i tassi d'interesse sconterebbero in anticipo l'eventuale debolezza del cambio, nel senso che alti tassi d'interesse sono la ricompensa per chi investe in una valuta strutturalmente debole e, quindi, il cui cambio sta per essere svalutato: tale valuta presenta, quindi, un elevato rischio.

Tab. 2. Il rapporto tra tasso di cambio a pronti e a termine

Il collegamento tra cambio a pronti e a termine

Margine percentuale di differenza del cambio a termine su quello a pronti:

$$\frac{r^f - r}{r}$$

dove:

r = tasso di cambio a pronti

r^f = tasso di cambio a termine.

Il rapporto tra cambio a termine e cambio a pronti è legato ai differenziali d'interesse:

$$\frac{r^f}{r} = \frac{1 + i_h}{1 + i_f}$$

dove:

i_h = tasso d'interesse domestico

i_f = tasso d'interesse straniero,

da cui:

$$\frac{r^f - r}{r} = \frac{i_h - i_f}{1 + i_f}$$

Il mercato dei cambi consente di trasferire fondi da un paese all'altro per esigenze turistiche, commerciali, d'investimento o puramente speculative: ad operare come intermediari su questi mercati troviamo quasi sempre le banche commerciali che creano stanze di compensazione (*clearing*) al cui interno si confrontano tutte le quantità offerte e domandate di valuta estera, in un determinato momento.

I mercati dei cambi sono collegati tra loro in tempo reale grazie

a reti telematiche che creano un mercato globale operante 24 ore su 24. Su questi mercati si dice che una moneta si deprezza (o si svaluta) quando l'acquisto di valuta estera comporta un maggiore esborso di valuta locale rispetto a prima. Si dice, invece, che una moneta si apprezza (o si rivaluta), quando l'acquisto di valuta estera costa meno in termini di unità di valuta locale, rispetto alle quotazioni precedenti. Tra i diversi mercati non ci sono rilevanti discrepanze nelle quotazioni, dato che operano gli arbitraggisti che acquistano o vendono ogni volta che si manifestano delle divergenze tra le quotazioni dei diversi mercati: il loro operato tende, pertanto, a livellare i corsi delle valute su tutti i mercati. Si parla, poi, di tassi di cambio incrociati (*cross-rate*), quando le piazze valutarie coinvolte nell'operazione di cambio sono superiori a due.

Data la forte volatilità delle valute e le notevoli oscillazioni nei loro corsi, si parla dell'esistenza di un rischio di cambio ogni volta che si debba effettuare, in futuro, un pagamento o un incasso in valuta estera, dato che l'operatore non ha alcuna sicurezza circa il valore, a quella data, del cambio: per coprire questi rischi di cambio sono stati studiati strumenti di copertura (*hedging*) al fine di tutelare gli operatori. Questi stessi strumenti possono essere utilizzati da altri operatori non con finalità di copertura del rischio, ma con intenti puramente speculativi.

13.1.2. I diversi soggetti che operano sul mercato dei cambi

Sui mercati valutari operano diversi soggetti interessati rispettivamente all'acquisto di valuta estera o alla sua cessione, per motivi commerciali, finanziari e speculativi.

Il primo raggruppamento di operatori che agiscono sistematicamente sui mercati valutari appartiene alla categoria dei *non speculatori*. Essa è costituita da tutti coloro le cui operazioni sul mercato dei cambi sono eseguite per necessità, legate al loro lavoro o alle attività da loro svolte e non hanno alcun intento di natura speculativa. Appartengono a questa categoria gli operatori che sul mercato domestico cedono valuta estera:

- esportatori di beni e servizi, pagati in valuta estera;
- cittadini stranieri i quali, o come turisti, o come uomini d'affari, effettuano spese nel paese in questione, utilizzando la valuta del loro paese d'origine;
- coloro che ricevono somme dall'estero, a vario titolo, inviate nel nostro paese, sia come rimesse degli emigranti che come remunera-

Il mercato dei cambi

zione di lavoratori nazionali all'estero o in contropartita di movimenti di capitali.

Sullo stesso mercato sono, pure, presenti operatori che necessitano di valuta straniera. Essi sono generalmente rappresentati da:

- commercianti che acquistano la valuta per pagare merci e servizi provenienti da altri paesi (importatori);
- turisti italiani o uomini d'affari che desiderano recarsi all'estero;
- investitori di capitali i quali, per differenziare i propri portafogli con titoli stranieri o per conseguire guadagni più elevati, rispetto alle opportunità offerte dal mercato nazionale, acquistano attività finanziarie sui mercati esteri;
- investitori che effettuano all'estero investimenti diretti, acquisendo nuove imprese produttive o catene distributive, o costruendole direttamente *ex novo*.

Nelle operazioni in questione, la valuta estera è scambiata contro valuta nazionale o viceversa, sulla base delle quotazioni determinate sul mercato dei cambi.

Accanto a questi operatori che intervengono sui mercati valutari per necessità, indotta dallo svolgimento del loro lavoro o di scelte di investimento, esiste poi una seconda categoria di agenti rappresentati dagli *arbitraggisti*. Costoro sono soliti compensare eventuali squilibri che si possano registrare nella definizione del tasso di cambio su piazze diverse, nel senso che per esempio è più conveniente acquistare dollari contro euro passando attraverso la piazza di Singapore, che non operando direttamente sulla piazza di Francoforte. La loro attività consiste, quindi, nell'acquisto di una valuta su una piazza dove costa relativamente meno, per poi rivenderla su una piazza dove è più cara, al fine di ricavare un profitto: naturalmente questo tipo di operazioni tende ad aumentare il prezzo della valuta acquistata sulla piazza dove essa è offerta a condizioni più favorevoli e a deprimerlo, invece, sul mercato dove essa costa più cara. L'arbitraggista svolge, dunque, un'azione calmieratrice sui mercati e, di conseguenza, la sua opera è molto benefica per la stabilità dei mercati.

Tale attività calmieratrice può essere anche svolta sui tassi d'interesse pagati su valute diverse: si parla in tal caso non più di arbitraggio sui cambi, ma sui tassi d'interesse. Questo tipo di operazioni può a sua volta essere *coperto* o *scoperto* nel senso che la copertura o scopertura si riferisce al fatto che l'arbitraggista si sia coperto contro il rischio di cambio, conseguente al trasferimento di fondi

su valute straniere che assicurano tassi d'interesse più elevati, o non si sia coperto, correndo conseguentemente un rischio notevole.

Il lavoro degli arbitraggisti, un tempo molto importante per mantenere l'equilibrio sui mercati, oggi ha perso notevolmente d'importanza in seguito all'introduzione di tecnologie che monitorano, in tempo reale, tutti i mercati e correggono immediatamente eventuali squilibri, per cui le differenze tra una piazza e l'altra sono ridotte a dei valori molto piccoli. Tali divergenze, invece, erano molto più ampie nel passato e perduranti nel tempo (a causa del primitivo sistema di circolazione delle informazioni) consentendo il formarsi di margini di guadagno più elevati per chi operava con funzioni di arbitraggista sui cambi incrociati tra le diverse piazze.

La terza categoria di operatori sui mercati valutari è quella relativa agli speculatori costoro acquistano o vendono una valuta non per necessità connesse allo svolgimento delle loro attività o dei loro investimenti, ma esclusivamente con un movente di profitto, per lucrare su una eventuale variazione dei prezzi di quelle valute nella direzione sulla quale hanno puntato. Lo speculatore acquista per esempio dollari, se spera che il valore del cambio e quindi il prezzo dello stesso sia destinato ad aumentare. Naturalmente se il mercato si muove nella direzione opposta rispetto a quella verso la quale lo speculatore ha operato, per lui ci sarà non un guadagno, ma una perdita che sarà tanto più alta quanto più le sue previsioni si sono dimostrate erronee.

Infine, sui mercati valutari operano anche le autorità monetarie, le quali – con i loro interventi – tentano di modificare la direzione verso cui si muove il mercato o, per lo meno, di attenuare l'intensità dei cambiamenti: tali interventi correttivi, soprattutto negli anni più recenti, sono raramente destinati ad avere successo, dato che la speculazione può ricorrere all'utilizzo di mezzi liquidi che sono sempre di gran lunga superiori rispetto a quelli sui quali possono contare le autorità monetarie.

13.1.3. Le operazioni swap, future e option e la speculazione sui cambi

Nel mondo esistono solo pochissime valute trattate effettivamente nei più importanti mercati dei cambi. Per la maggior parte delle altre valute sulle quali agisce la speculazione non esistono, di fatto, mercati dei cambi specifici; in mancanza di valuta locale effettivamente offerta sui mercati, ci si chiede come possa operare la specu-

Il mercato dei cambi

lazione, che è solita attaccare le valute di piccoli paesi, per innescare processi di destabilizzazione. Per far questo occorre, infatti, disporre di questa valuta così difficile da trovare sui mercati internazionali: ne consegue che gli speculatori operano sempre in combutta con le banche locali del paese la cui valuta hanno deciso di attaccare. Sono quasi sempre queste banche locali che mettono a disposizione, con operazioni di *swap* tra loro e le grandi banche transnazionali che guidano la speculazione, la relativa valuta del paese oggetto dell'attacco speculativo.

Con operazioni di *swap* s'intende la vendita a pronti, cioè con pagamento immediato, di una valuta, associata ad una equivalente operazione di acquisto a termine della stessa valuta, in un momento successivo che può variare dalle 24 ore, al mese, ai tre mesi, all'anno: gli speculatori quasi sempre operano in tempi limitatissimi, inferiori alle 24 ore. Tale tipo di operazione ha sostituito quasi totalmente le vecchie operazioni d'acquisto o vendita a termine, che oggi coprono soltanto un ammontare di transazioni inferiore al 5% della totalità dei contratti valutari.

Oltre alle operazioni di *swap* sulle valute, gli speculatori ricorrono anche ad operazioni *future* che consistono nell'acquisto a termine, in forma standardizzata, di una valuta su un mercato organizzato. Su questo mercato vengono trattate solo poche valute, con contratti *standard*: tali operazioni, inoltre, avvengono solo su un numero ristrettissimo di piazze come Chicago, Singapore, Francoforte.

Il contratto *option* dà, invece, all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare (*call option*) o di vendere (*put option*), una determinata quantità di valuta.

Ritornando alle operazioni *swap* con intenti puramente speculativi, uno degli strumenti a cui le autorità monetarie ricorrono quasi sempre con successo per bloccare siffatte speculazioni è quello di proibire operazioni di *swap* sulle valute di durata molto breve. Non potendo ricorrere a tale strumento, che – come si diceva più sopra – consente proprio tali speculazioni, le vendite speculative cessano immediatamente, dato che nessun speculatore rischia di condurre operazioni a termine di lunga durata e, di conseguenza, il cambio della valuta attaccata è salvaguardato.

Un esempio significativo a questo riguardo è offerto dalle vicende della lira prima dell'adesione all'euro da parte delle autorità italiane. La lira era oggetto di continui attacchi speculativi che – a detta delle autorità – sembravano "ineluttabili". Poi il governatore

Paolo Baffi, proibendo, alla fine degli anni '70, tali operazioni a termine di brevissima durata contro la lira, riuscì istantaneamente a bloccare la speculazione: questa operazione che salvaguardò l'Italia da uno svilimento continuo del cambio della lira non piacque, però, a certi ambienti molto potenti del nostro paese e il governatore in questione venne, dopo brevissimo tempo, rimosso dal suo incarico in seguito ad una "oculata" comunicazione giudiziaria. La sarrabanda contro la lira poteva così riprendere indisturbata con i successori di Paolo Baffi, fino all'ingresso nell'euro, la moneta unica europea, quando la speculazione – scoraggiata dai rapporti di cambio definitivamente fissi tra lira ed euro – desisteva finalmente dagli attacchi contro la nostra moneta. Molti operatori profetizzarono, dopo l'ingresso nell'euro, tempi durissimi per l'economia italiana: in realtà questi gravi problemi non si sono manifestati e la stabilizzazione del cambio non ha creato alcun problema alle nostre autorità e alla nostra economia, a riprova del fatto che la grande debolezza del passato era costruita artificialmente.

Le vicende della lira sembrerebbero smentire tutte le tesi tradizionali, formulate dai teorici neoclassici, secondo i quali la speculazione avrebbe un intrinseco potere stabilizzante sugli equilibri del mercato valutario.

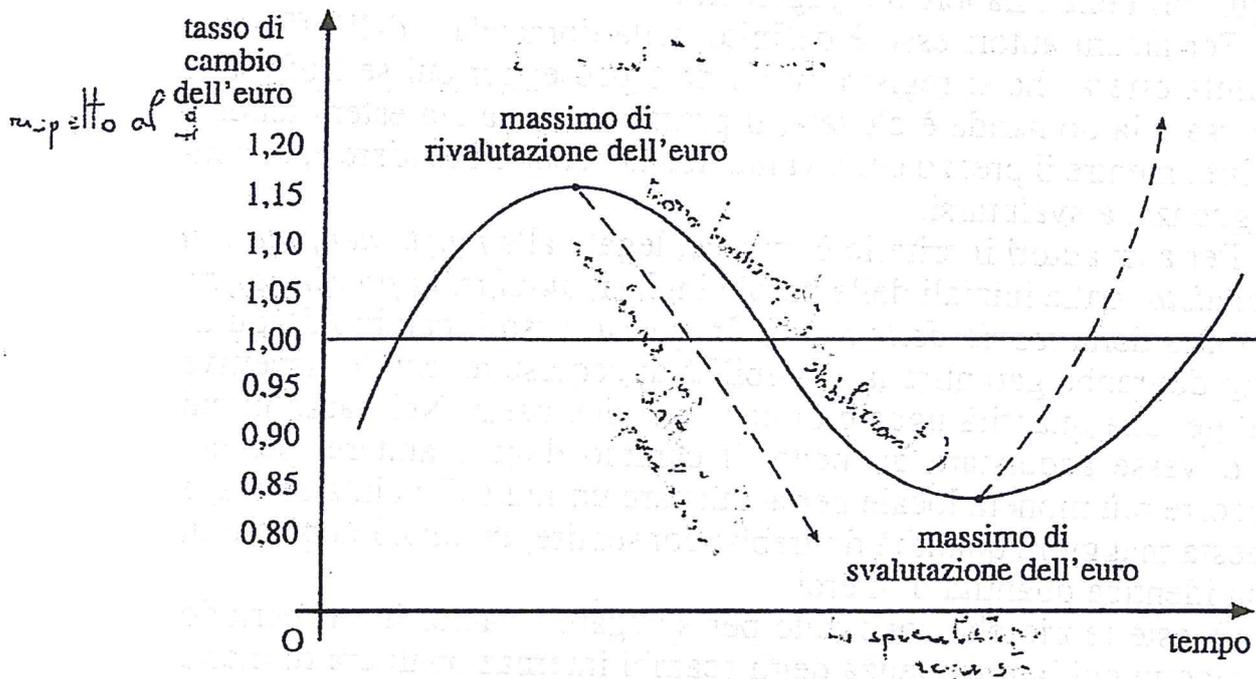
Secondo Milton Friedman, il premio Nobel teorico del monetarismo, la speculazione avrebbe una funzione stabilizzante sull'intera economia, come risulta dal *graf. 28*, (si veda, in particolare, la linea intera nel grafico), dato che lo speculatore, per guadagnare, sarebbe indotto a vendere, una volta raggiunto il massimo di rivalutazione di una moneta, e ad acquistare, una volta raggiunto il minimo del suo valore. La speculazione, in questo caso, tenderebbe a smorzare nel tempo le fluttuazioni più acute del cambio, svolgendo un'opera meritoria e stabilizzante.

L'obiezione che viene fatta alla tesi di Friedman evidenzia, prima di tutto, le grandi difficoltà legate alla possibilità di prevedere quale sia il massimo di rivalutazione di una moneta o il minimo toccato dalla svalutazione della stessa. Per esempio, l'euro, nel gennaio del 1999 – quando è stato introdotto come moneta di conto – valeva 1,20 dollari: quando il cambio è sceso ad un dollaro ci si poteva chiedere se questo rappresentasse davvero il minimo livello conseguibile o se ci fosse ancora spazio per un'ulteriore discesa del suo valore. Un'analogha domanda gli operatori potevano porsela una volta raggiunta la quotazione di 0,90 o quella di 0,80.

Il mercato dei cambi

Graf. 28. L'azione stabilizzante e destabilizzante della speculazione

Questo grafico presuppone un disordine sui mercati dei cambi.



Non esiste, dunque, alcuna certezza sul livello del cambio e nessun valore può essere considerato come massimo o minimo. Secondo tesi differenti rispetto a quelle di Friedman, gli speculatori tenderebbero, invece, a destabilizzare il mercato, perché a partire da un determinato valore del cambio essi opererebbero al fine di accelerare lo spostamento verso la direzione opposta da essi voluta. Tale opera di destabilizzazione, com'è indicato nel graf. 28 dalle curve tratteggiate, finisce per imprimere alla correzione una accelerazione che destabilizza l'intero mercato.

13.2. I regimi di cambio

13.2.1. Le teorie esplicative della definizione del tasso di cambio

Storicamente si sono succeduti diversi regimi di cambio: innanzitutto, nei sistemi a base aurea, quando le diverse monete erano collegate da un rapporto fisso con l'oro, esse si scambiavano secondo i loro pesi in oro. In tal caso eventuali oscillazioni tra le stesse finivano per essere contenute entro i cosiddetti "punti dell'oro", rappresentati dal costo di ritirare le monete auree dal paese più debole, trasportarle nel paese più forte valutariamente, fonderle e riconiarle nelle monete di quest'ultimo paese.

In regime di circolazione cartacea, invece, per determinare il corso dei cambi non esiste più un parametro oggettivo qual era il contenuto in oro di una moneta: i criteri sono cambiati e molte sono le teorie che hanno cercato di spiegare la determinazione del cambio d'equilibrio. Esse ricalcano spesso le teorie esplicative degli squilibri della bilancia dei pagamenti.

Per alcuni autori esso è definito dalla domanda e dall'offerta di valuta estera che si registra in un dato paese, per cui se l'offerta è scarsa e la domanda è elevata, il prezzo della valuta estera tende a salire, mentre il prezzo della valuta locale tende a scendere e, di conseguenza, a svalutarsi. (A)

Per altri autori il criterio è, invece, legato alla parità dei poteri di acquisto (dalle iniziali delle parole inglesi, *purchasing power parity*, si parla della *teoria delle tre P*). In questo caso il cambio d'equilibrio dovrebbe garantire la possibilità di acquistare, con le rispettive valute, una quantità uguale di beni, nei due paesi. Nel paese in cui si dovesse acquistare di meno, il cambio deve svalutare, per cui occorre più moneta locale per acquistare un'unità di valuta estera, e questa maggiore quantità dovrebbe consentire, *in loco*, l'acquisto di una identica quantità di merci.

Queste teorie che sono nate per spiegare i cambi in un periodo storico in cui la prevalenza degli scambi internazionali era di merci e servizi, stentano a spiegare, oggi, la definizione delle quotazioni delle valute, molte volte condizionate da massicci movimenti di capitali in entrata o in uscita, che modificano sostanzialmente gli equilibri reali. È chiaro che la fuoriuscita di capitali da un paese verso mercati considerati "più sicuri" dagli operatori, come la Svizzera o il Lussemburgo, finisce per indebolire la valuta del paese che subisce questa fuga di capitali, mentre l'afflusso di questi ultimi nel paese che viene ritenuto "sicuro" ne rafforzano automaticamente la valuta.

Allo stato attuale dei fatti, in sistemi a circolazione cartacea, nessuna teoria si può considerare esauriente, per cui – in termini operativi – diventa più utile di volta in volta servirsi dell'una o dell'altra a seconda dei casi.

13.2.2. Tassi di cambio fissi e tassi di cambio flessibili

Nel corso del tempo si sono affermati regimi di cambi fissi o flessibili, a seconda che il tasso di cambio non sia o sia lasciato fluttuare liberamente.

La teoria tradizionale
afferma che
nessun paese
Anche in

Il mercato dei cambi

Cambi Fissi → Nel primo caso, che trova un esempio pratico negli accordi di Bretton Woods del 1944 – finalizzati alla definizione di un nuovo assetto del sistema monetario internazionale – tutte le monete dei paesi più importanti del mondo erano legate al dollaro, a sua volta convertibile in oro, da un rapporto di parità che i paesi si impegnavano a mantenere fissa: rispetto alla parità iniziale, definita originariamente, le singole valute potevano oscillare limitatamente ($\pm 1\%$), ed eventuali modificazioni più consistenti del tasso di cambio, dovevano essere definite in modo ufficiale.

Il vantaggio di siffatto sistema era rappresentato dal ^(A) minor grado d'incertezza in cui si svolgerebbero le attività commerciali, produttive o finanziarie. In siffatto regime di cambi, infatti, ^(B) la speculazione destabilizzante corre dei rischi a condurre le sue operazioni e quindi tende ad evitare quelle troppo pericolose, contribuendo in tal modo a mantenere stabile il mercato valutario. Inoltre, tale sistema aiuterebbe a isolare internazionalmente da possibili eventi destabilizzanti, ^(C) evitando la trasmissione di crisi valutarie che dovessero verificarsi anche in paesi lontani.

Il vero limite di un siffatto sistema consiste nel fatto che ^(A) per mantenere la stabilità del cambio i governi sono spesso costretti a prendere delle misure di politica interna estremamente rigorose, che molte volte finiscono per incidere negativamente sui tassi di crescita del paese e sull'occupazione. Inoltre, tale sistema ^(B) impedirebbe di correggere certe differenze che inevitabilmente si vengono a creare all'interno delle economie dei vari paesi che hanno adottato un regime di cambi fissi. È per questo che all'interno di un sistema come l'Unione economica e monetaria europea sono previsti degli interventi strutturali finalizzati a correggere gli squilibri, che vengono attuati dalle autorità, proprio per evitare eventuali tensioni che si ripercuoterebbero sulla stabilità dei cambi.

Cambi Flessibili → Nei regimi a tassi di cambio flessibili è, invece, il libero mercato che definisce di volta in volta le quotazioni di tutte le valute. In quest'ultimo caso il regime di cambi dovrebbe assicurare – per lo meno in teoria – una perfetta definizione del valore di una moneta rispetto a quello di un'altra, al variare delle circostanze economiche che interessano i due paesi. In tale regime, quindi, il mercato valutario sarebbe completamente in grado di svolgere la propria funzione, che dovrebbe condurre a un equilibrio stabile del cambio: tuttavia, anche i suoi sostenitori riconoscono il rischio che un siffatto sistema – generalizzato a livello mondiale – possa essere molto più ^(A) sen-

sibile al benché minimo fenomeno di destabilizzazione che si regi-
stri alla periferia del sistema, innescando una catena di ripercussio-
ni molto simili all'effetto domino. Inoltre, tale regime, spingerebbe
i paesi in precarie situazioni circa la loro bilancia dei pagamenti a
non cercare delle soluzioni di tipo strutturale, ma esclusivamente
ricorrendo a variazioni del tasso di cambio, al fine di rilanciare le
loro esportazioni e rendere più care le importazioni provenienti dal-
l'estero. In tale regime, infine, le autorità monetarie sono spesso
indotte a intervenire con manovre correttive finalizzate al sostegno
della valuta (quando tende ad indebolirsi) o al suo raffreddamento
(quando tende a surriscaldarsi). Tale sistema è definito della fluttua-
zione sporca o spuria, dato che ha subito gli interventi dell' autorità
monetaria, che in tal senso "sporcheranno" tutte le libere decisio-
ni dei mercati.

Negli ultimi anni, però questi regimi si sono dimostrati molto fra-
 gili e instabili, facile gioco di operazioni speculative che rispondo-
no agli interessi di diversi operatori sul mercato: per esempio, gli
industriali che vogliono una moneta debole per lucrare sulla defini-
zione dei salari e sui proventi delle esportazioni, i governi che uti-
lizzano la svalutazione per ridurre il peso reale del loro indebita-
mento oppure gli speculatori che guadagnano sugli elevati diffe-
renziali di cambio che si vengono a creare dalle fluttuazioni delle
valute. Un regime di cambi fissi, disincentivando queste operazioni,
finisce per assicurare di fatto maggiore stabilità valutaria, a tutto
vantaggio dell'economia reale.

Per concludere, quindi, anche se è innegabile che in un sistema
 trasparente, senza operatori che perseguano oscuri obiettivi, un regi-
 me di cambi flessibili, definiti dal mercato, sarebbe teoricamente
 auspicabile, in realtà la presenza di operatori che violano palese-
mente le regole della concorrenza, sfruttando le loro posizioni pri-
villegiate, ci induce a propendere per una regolazione dei mercati dei
cambi, tanto più che agli inizi del XXI secolo transitano ogni gior-
no su di essi cifre dalle dimensioni incontrollabili, e cioè oltre 1.800
miliardi di dollari, equivalenti ad un quarto del valore di tutti gli
scambi commerciali che avvengono a livello mondiale nel corso di
un anno. È per fronteggiare questa massa enorme di denaro che
opera esclusivamente a scopi speculativi, che si rende necessaria
una regolazione dei mercati che porti alla definizione di rapporti sta-
bili tra i cambi, perlomeno all'interno di aree regionali economica-
mente omogenee, come accade nell'Unione monetaria europea.

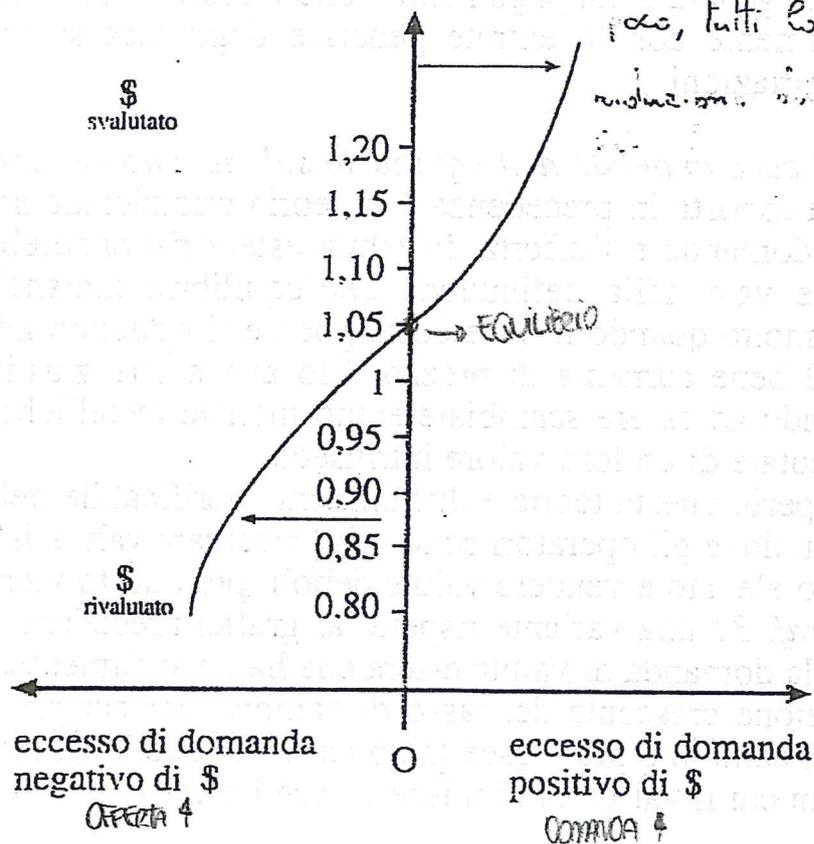
Il mercato dei cambi

Ciò significa che il valore dell'euro è alto, mentre è debole quello del dollaro: per questo, sulla base delle premesse sopra esposte, la domanda di dollari è alta e l'offerta è scarsa. Il contrario accadrebbe per quotazioni del cambio vicine all'origine, dove l'euro è debole e viene scambiato per soli 80 centesimi di dollaro: in tal caso la domanda di dollari sarebbe scarsa (per la solita, irrealistica premessa, secondo la quale gli operatori acquisterebbero valute che valgono poco e venderebbero soltanto quelle che valgono molto). Al contrario l'offerta sarebbe molto abbondante, dato che consentirebbe ai venditori d'incassare un cambio molto favorevole.

Partendo dalle curve di domanda e offerta originarie di valuta estera si determina, in corrispondenza dell'incrocio delle stesse, il tasso di cambio d'equilibrio che soddisfa il mercato. Nel caso che la domanda di moneta estera cresca, la curva relativa si sposta verso destra, come indicato dalle frecce.

Graf. 30. L'eccesso positivo o negativo della domanda di dollari

VALUTAZIONE : $S < D$
 DEVALUTAZIONE : $D < S$
 ↓
 e' operatore vende per incassare un valore più alto.



Se l'offerta di valuta estera, invece, non dovesse subire modificazioni, ne conseguirebbe la diminuzione delle quotazioni dell'euro contro dollaro che scenderebbero sotto l'unità.

Nel *graf. 30* abbiamo, invece, tracciato la curva di eccesso di domanda positivo o negativo di una valuta estera. Anche in questo caso lo studio si riferisce alle diverse quotazioni del tasso di cambio. Sull'asse delle ordinate abbiamo tracciato le diverse quotazioni dell'euro rispetto al dollaro. Anche in questo caso più si è vicini all'origine e più l'ammontare di dollari per euro è molto bassa e questo spiega l'alto valore del dollaro, che crea un eccesso negativo nella sua domanda, sempre sulla base delle irrealistiche ipotesi di cui abbiamo già in precedenza discusso.

A mano a mano che ci si allontana dall'origine, il valore del dollaro (che in questo caso rappresenta la valuta straniera) si riduce e conseguentemente cresce la domanda di dollari e l'eccesso diventa positivo. Dove la curva di eccesso di domanda interseca l'asse delle ordinate, passando dal settore negativo a quello positivo, si individua il tasso di cambio d'equilibrio, che eguaglia – cioè – la domanda e l'offerta di valuta estera.

Questo significa tra l'altro che a livello di bilancia dei pagamenti le uscite generate dal pagamento delle importazioni si compensano esattamente con le entrate generate dagli incassi provenienti dalle esportazioni.

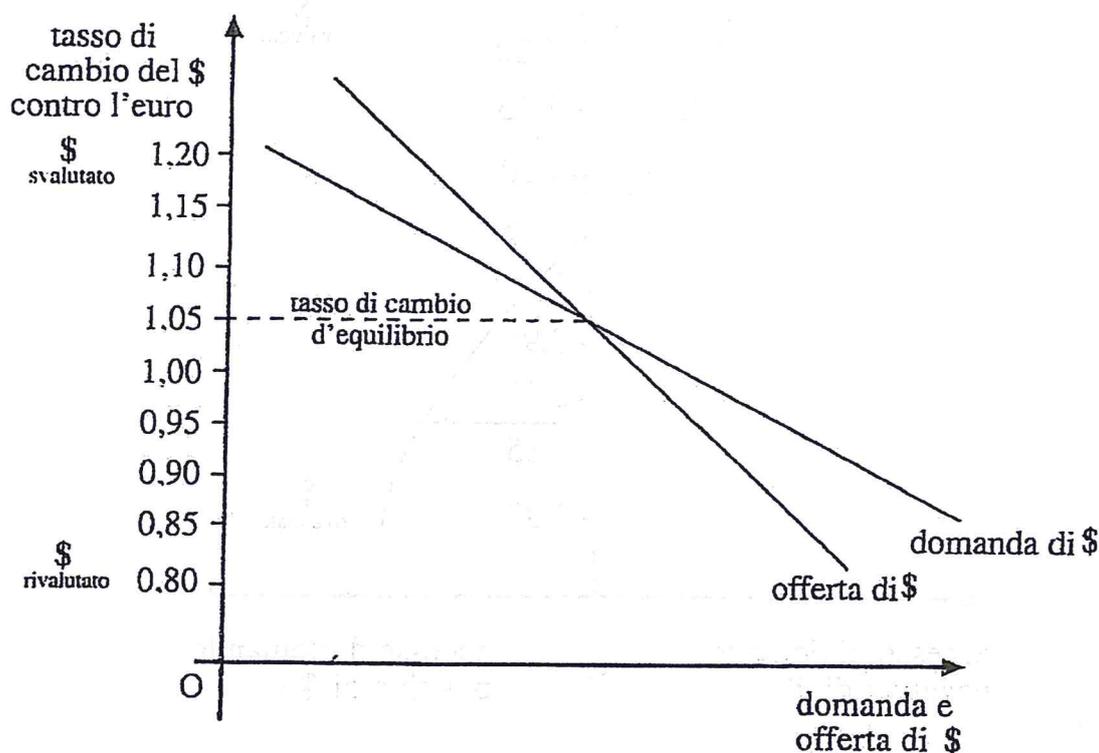
13.3.2. Il caso anomalo dell'equilibrio sul mercato dei cambi

Quella esposta in precedenza è la teoria tradizionale secondo la quale la domanda e l'offerta di valuta estera risponderebbero alla legge che vale nella definizione dell'equilibrio marshalliano: si acquista molto quando il bene costa poco e si riducono gli acquisti quando il bene aumenta di prezzo. Ciò aveva una giustificazione solo quando ad essere scambiate erano monete metalliche di paesi diversi, dotate di un loro valore intrinseco.

Oggi, però, questa teoria è difficilmente verificabile nel mercato dei cambi, dove gli operatori sono soliti ricercare valute il cui valore è molto elevato e vendere valute deboli: per questo viene proposta nel *graf. 31* una variante rispetto ai grafici precedenti, con una curva della domanda di valuta estera che ha un andamento anomalo ed è funzione crescente del tasso di cambio, per cui più cresce il valore del cambio e più cresce la domanda di quella valuta, mentre nel caso in cui il valore diminuisce cresce l'offerta.

Il mercato dei cambi

Graf. 31. L'equilibrio nel mercato dei cambi in presenza di una curva di domanda anomala

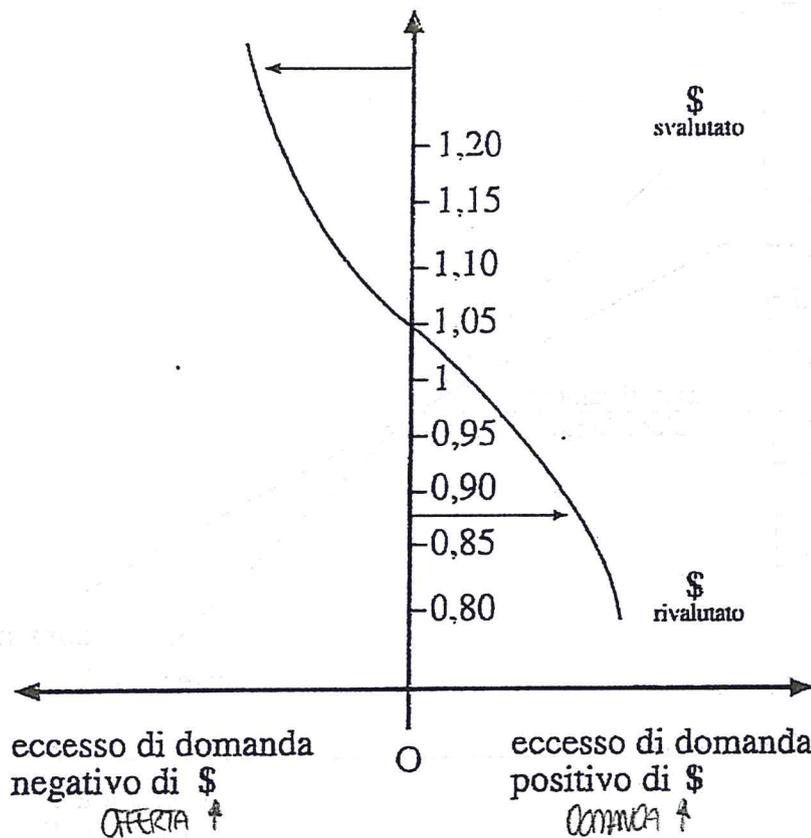


Ricordiamo, però, ancora una volta, che nel caso qui esaminato, dove sull'asse delle ordinate c'è il tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro, le quotazioni vicine all'origine si identificano con valori molto alti della valuta estera, mentre a mano a mano che ci si allontana dall'origine quelle quotazioni si riducono.

Pur essendoci, quindi, un legame positivo tra l'aumento delle quotazioni e l'aumento della domanda, la curva è in realtà inclinata negativamente. Come si vede nel graf. 31 anche in questo caso si determina un tasso d'equilibrio che, tuttavia, presenta dei problemi di stabilità, dato che quando le quotazioni del dollaro sono basse, l'offerta già eccede la domanda e questo dato contribuisce a peggiorarne la situazione, mentre se le quotazioni della valuta sono alte, la domanda eccede l'offerta, rendendo praticamente molto difficile il ritorno all'equilibrio.

Da questo grafico è possibile, come abbiamo fatto in precedenza ricavare l'eccesso positivo o negativo della domanda di dollari.

Graf. 32. L'eccesso positivo o negativo della domanda di dollari nel caso anomalo



Questa volta, però – com'è indicato nel graf. 32 – esso sarà funzione non inversa del prezzo, ma diretta: a quotazioni elevate del cambio del dollaro, che corrispondono a una moneta forte, c'è un eccesso positivo di domanda, mentre a fronte di un tasso di cambio debole (graficamente in un punto lontano dall'origine degli assi), gli operatori tendono a liberarsi dei dollari e l'eccesso di domanda diviene dunque negativo. Si tratta, pertanto, di una impostazione che capovolge radicalmente le conclusioni offerte dalla tradizionale teoria neoclassica del mercato dei cambi.

È infine possibile ipotizzare non solo un caso anomalo della curva di domanda, ma anche un caso anomalo di quella dell'offerta di valuta, per cui gli operatori offrirebbero poca valuta quando il suo valore è elevato (e questo contribuirebbe ad aumentarne notevolmente le quotazioni) e molta valuta quando il suo valore è scarso, con un effetto ulteriormente depressivo sul corso del cambio. In presenza di questa seconda anomalia non è più possibile dire niente di

Il mercato dei cambi

preciso su quanto accade nel mercato valutario e per questo prospettiamo questo caso senza fornire alcuna rappresentazione grafica. In realtà i mercati dei cambi vivono sempre in questa perenne incertezza circa l'individuazione delle quotazioni che dovrebbero consentire il raggiungimento dell'equilibrio. I comportamenti dei mercati, però, stravolgono sistematicamente quelli che dovrebbero essere gli andamenti deducibili dalle leggi più tradizionali della teoria economica, rendendo le previsioni in questo campo molto incerte. A peggiorare le cose contribuiscono, poi, i comportamenti speculativi degli operatori più importanti, che normalmente tentano d'indirizzare le quotazioni - e spesso volte queste loro operazioni sono coronate da successo - verso valori opposti rispetto a quelli che, in base a ragionamenti logici, ci si dovrebbe attendere. Per questo ha scarsa rilevanza lo studio dei cosiddetti *fondamentali*, che sono le variabili più rilevanti che fotografano lo stato dell'economia di un determinato paese: affinché la speculazione sia molto profittevole, occorre spostarsi in una direzione opposta rispetto a quella che seguono tutti gli altri operatori. Dall'esperienza del passato è possibile rilevare forti variazioni dei cambi in una direzione antitetica rispetto a quella che sarebbe sensato attendersi, dopo un'attento esame dei fondamentali del paese in questione.

Costo dell'azione speculativa

Costo di mantenimento di una posizione

Linee dei cambi

Eurodollari

in dollari → mercato

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

14.1. Definizione e componenti della bilancia dei pagamenti

14.1.1. La definizione della bilancia dei pagamenti

La bilancia dei pagamenti è quel documento contabile che registra tutte le transazioni che avvengono in un determinato periodo di tempo, quasi sempre un anno, tra i residenti di un paese e quelli del resto del mondo. Le transazioni possono essere di natura reale, come le importazioni o le esportazioni di merci e servizi, o di natura finanziaria, legate cioè ai movimenti di capitali e agli investimenti in titoli. Per quanto riguarda, invece, il concetto di *residenti*, si intende coloro che vivono normalmente nel paese di cui si esamina la bilancia dei pagamenti, compresi coloro che pur non avendo quella nazionalità, svolgono sistematicamente la loro attività in quel paese come emigranti.

Tale documento è molto rilevante per comprendere la posizione internazionale del paese al quale si riferisce o per la definizione delle politiche di governo, al fine di porre rimedio a eventuali squilibri della bilancia stessa. Essa registra, dunque, dei flussi verificatisi nell'arco temporale di un anno. Se consideriamo, invece, l'accumulo, anno dopo anno, delle successive passività fatte registrare da un paese, abbiamo la bilancia dell'indebitamento che è un concetto di stock, relativo alla somma netta delle attività e delle passività verso l'estero in un dato istante di tempo.

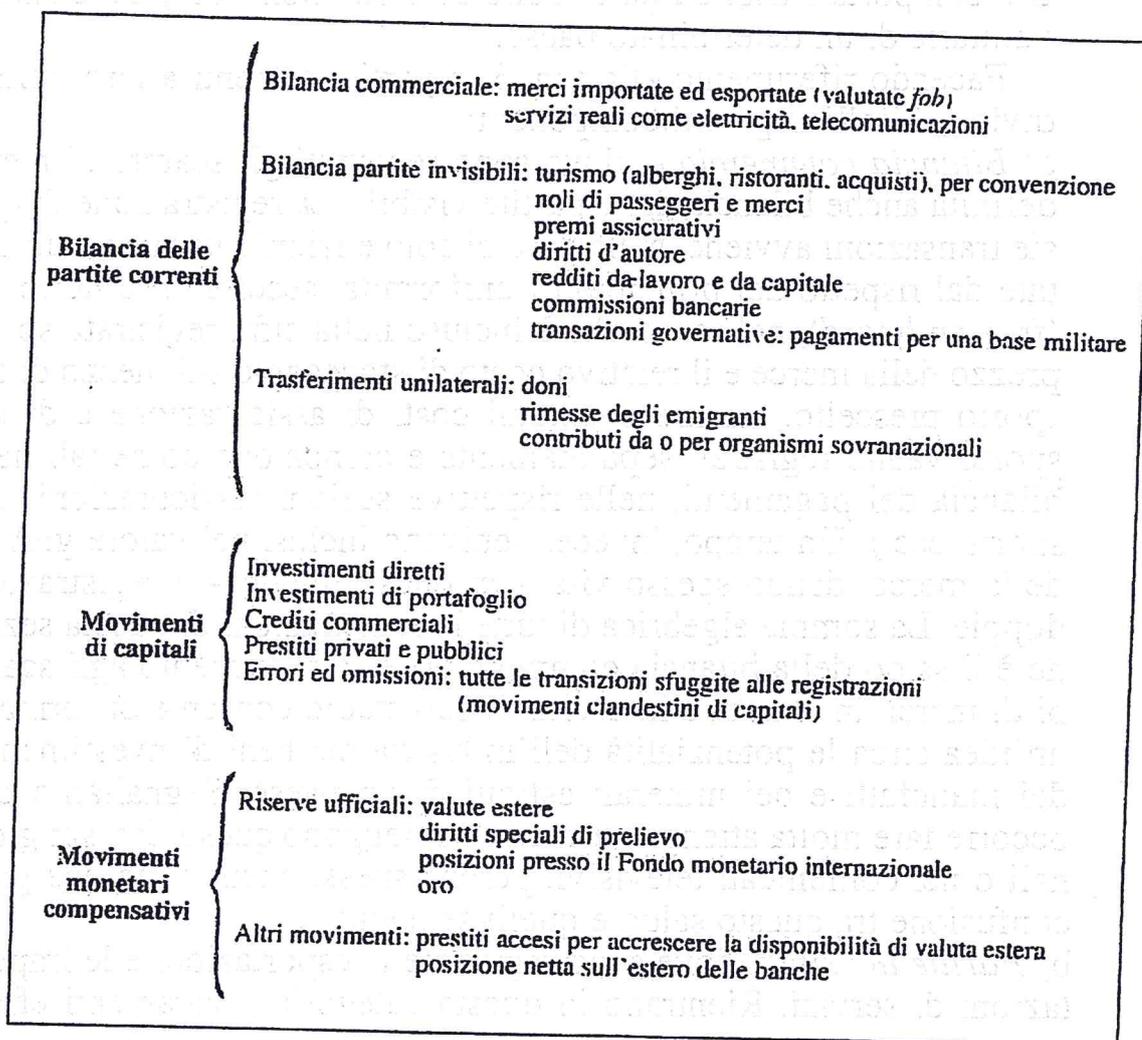
Si parla poi di bilancia di base quando si tiene conto soltanto delle transazioni correnti su merci e servizi e dei movimenti di capitali a lungo termine. Rispetto alla più nota bilancia dei pagamenti, questa escluderebbe unicamente i movimenti a breve di capitali, legati quasi sempre a scelte speculative di breve periodo e non di tipo strutturale. Questo documento aiuta, pertanto, a capire quali saranno le tendenze evolutive di lungo periodo della bilancia dei pagamenti.

14.1.2. Le diverse componenti della bilancia dei pagamenti

La bilancia dei pagamenti si distingue in tre principali sezioni:
- le *partite correnti*, che comprendono le esportazioni e le importa-

La bilancia dei pagamenti

Tab. 3. Lo schema delle diverse componenti della bilancia dei pagamenti



zioni di beni e servizi, sia a titolo oneroso che a titolo gratuito;
- i *movimenti di capitali*, che registrano tutti i flussi finanziari da e verso l'estero;
- i *movimenti monetari*, che comprendono tutte le transazioni di tipo compensativo, messe in atto dalle autorità monetarie per correggere eventuali distorsioni presenti nelle due sezioni precedenti.

Le due prime componenti hanno origine da decisioni autonome dei soggetti economici che operano su piano internazionale e decidono liberamente di acquistare, vendere o sottoscrivere all'estero o dall'estero merci, servizi, attività finanziarie e altro. La terza com-

ponente della bilancia dei pagamenti comprende, invece, le operazioni di tipo indotto al fine, come si diceva precedentemente, di compensare eventuali squilibri generati dalle due sezioni precedenti e comporta l'uso, da parte delle autorità monetarie, delle riserve valutarie di un determinato paese.

Facendo riferimento alla *tab. 3* le partite correnti a loro volta si dividono nelle seguenti componenti.

a) *Bilancia commerciale*, dove sono registrati gli scambi di merci, definita anche bilancia delle partite visibili. La registrazione di queste transazioni avviene, sulla base di convenzioni internazionali dettate dal rispetto del principio di uniformità, secondo il criterio *fob (free on board)*, nel senso che è incluso nella cifra registrata solo il prezzo della merce e il relativo costo di stoccaggio sul mezzo di trasporto prescelto, mentre eventuali costi di assicurazione e di trasporto vanno registrati separatamente e compaiono come tali nella bilancia dei pagamenti, nelle rispettive sezioni (assicurazioni, trasporti, ecc.). Un tempo, invece, venivano inclusi nel valore globale della merce, dando spesso vita – in questo modo – a registrazioni doppie. La somma algebrica di tutte le registrazioni di questa sezione è il saldo della bilancia commerciale e fa riferimento agli scambi di merci, in entrata e in uscita. Il suo studio consente di formarsi un'idea circa le potenzialità dell'industria dei beni d'investimento, dei manufatti e dei minerali estratti di un paese. Segnaliamo che occorre fare molta attenzione quando si leggono questi dati sui giornali o nei comunicati televisivi, perché spesso viene fatta una gran confusione tra questo saldo e quelli seguenti.

b) *Partite invisibili*, dove sono registrate le esportazioni e le importazioni di servizi. Rientrano in questa categoria i pagamenti effettuati per:

- spese di trasporto, merci e passeggeri (noli);
- premi pagati per le assicurazioni;
- vari tipi di commissioni bancarie;
- diritti d'autore;
- redditi da lavoro di residenti, guadagnati però all'estero, dai cosiddetti lavoratori frontalieri, che non devono essere confusi con gli emigrati;
- redditi da capitale di proprietà di residenti, ma detenuti all'estero.

E sempre per convenzione entrano, poi, in questa categoria anche altre voci come:

- spese per turismo;

La bilancia dei pagamenti

- spese governative per il mantenimento, per esempio, di una base militare.

c) *Trasferimenti unilaterali*: sono quelle transazioni che, a differenza delle precedenti voci, non comportano una contropartita o una forma di pagamento. Esse comprendono diverse operazioni:

- rimesse degli emigranti, che sono i trasferimenti di denaro dei lavoratori emigrati, che non possono essere considerati come contropartita dello svolgimento di un'attività lavorativa;
- donazioni;
- spese ufficiali sostenute per il pagamento dei danni di guerra;
- spese ufficiali per il pagamento dei contributi a organizzazioni sovranazionali (Fondo monetario, Banca mondiale, Nazioni Unite, Nato) o comunitarie (Unione economica europea).

Il saldo di queste tre prime sezioni è definito saldo delle partite correnti. Esso include, rispetto al precedente, soprattutto i pagamenti per i servizi (data la relativa modestia delle transazioni relative ai trasferimenti unilaterali). Il confronto tra saldo della bilancia commerciale e quello delle partite correnti fa emergere l'importanza dell'economia di un paese nel campo dei servizi. Per esempio, un saldo della bilancia delle partite correnti positivo confrontato con quello della bilancia commerciale negativo significa che il paese è molto avanzato dal punto di vista della produzione di servizi e della loro vendita su piano internazionale, rispetto alle produzioni tradizionali di tipo manifatturiero.

Nella categoria dei *movimenti di capitali* vengono registrati:

- gli investimenti diretti da e verso l'estero, ogni volta che ciò comporta l'acquisizione o la cessione di un'impresa o di una sua filiale;
- gli investimenti di portafoglio, che comportano l'acquisto o la cessione di titoli di credito o di azioni sui mercati mobiliari;
- i prestiti privati o pubblici.

Tali voci sono distinte a seconda che siano effettuate da privati o da soggetti pubblici. Si distinguono anche queste transazioni per il fatto che siano a breve, medio o lungo termine.

Una volta registrate tutte le operazioni relative alle transazioni di beni e servizi e ai movimenti di capitali, per le quali è facile individuare la seconda registrazione contabile di segno opposto richiesta dalla contabilità a partita doppia, c'è un'ulteriore sottocategoria, relativa agli *errori ed omissioni*, nella quale sono inserite:

- le transazioni per le quali si sono registrati degli errori a causa di stime imprecise;

- le omissioni vere e proprie;
- le transazioni che si riferiscono ad operazioni per le quali non è possibile in alcun modo individuare una seconda registrazione.

Si tratta quasi sempre di sbilanci generati, per esempio, dalle fughe clandestine di capitali, per cui i capitali sono usciti, ma non se ne ha nessun riscontro contabile, se non alla fine di un certo lasso di tempo, quando ci si accorge che il saldo di tutte le operazioni in entrata e in uscita non corrisponde a quello risultante dall'insieme delle transazioni registrate correttamente

In tali errori ed omissioni compaiono anche somme trasferite da un paese all'altro clandestinamente, per pagare operazioni svolte nella massima segretezza dai servizi di sicurezza di un paese nei confronti di gruppi illegali e terroristici operanti in altri Stati.

Il saldo di tutte le sezioni sopra descritte corrisponde al saldo della bilancia dei pagamenti: un confronto tra questo e quelli precedenti fornisce delle indicazioni sulla direzione dei flussi dei movimenti di capitali. Data la molteplicità dei saldi relativi ai conti di un paese con l'estero, ribadiamo la necessità di fare la massima attenzione a non confondere, come spesso accade, l'una con l'altra.

La terza sezione, *movimenti monetari*, della bilancia dei pagamenti registra le transazioni non più autonome (frutto della libera scelta degli operatori), ma indotte, in quanto finalizzate a porre rimedio agli squilibri registrati dalla bilancia dei pagamenti. Le autorità monetarie utilizzano le riserve per effettuare queste operazioni compensative. Esse comprendono:

- l'oro monetario, cioè detenuto dalle autorità centrali;
- i diritti speciali di prelievo presso il Fondo monetario internazionale;
- la posizione di riserva presso il Fondo stesso;
- le valute estere a disposizione sui conti detenuti dalle autorità;
- i prestiti internazionali contratti al fine di accrescere la disponibilità di valuta estera;
- oltre a queste attività direttamente controllate dalle autorità monetarie, queste ultime possono anche ricorrere all'utilizzo della posizione netta sull'estero delle banche, inducendo queste ultime a cedere o ad acquistare valuta estera.

Pur presentando sempre la bilancia dei pagamenti – da un punto di vista strettamente contabile – un saldo in pareggio (dato che ogni voce, in base alla regola della partita doppia, viene registrata due volte, nel passivo e nell'attivo, o viceversa) si definisce saldo glo-

La bilancia dei pagamenti

bale, l'eventuale squilibrio in positivo o in negativo, derivante dalla contabilizzazione di tutte le voci autonome della bilancia dei pagamenti prima degli interventi delle autorità monetarie.

Le voci relative a transazioni autonome della bilancia dei pagamenti sono anche dette *sopra la linea*, facendo riferimento a quella linea ideale che divide in modo virtuale le transazioni autonome effettuate liberamente dagli operatori, e quelle compensative, effettuate dalle autorità monetarie con finalità correttive. Il saldo globale, dunque, è quello che considera tutte le componenti della bilancia dei pagamenti ad esclusione delle manovre compensative sulle riserve.

Se nella sezione partite correnti e movimenti di capitali il totale delle posizioni debitorie (escludendo le registrazioni in compensazione) supera l'ammontare dei crediti, si dice che la bilancia dei pagamenti presenta un disavanzo o *deficit*, mentre se si verifica il contrario, per cui sono le posizioni creditorie a superare quelle debitorie, si dice che la bilancia dei pagamenti registra un attivo o *surplus*. Una volta evidenziato che la bilancia dei pagamenti è in *deficit* o in *surplus*, i movimenti monetari attivati dalle autorità di governo mirano a compensare tali squilibri. La manovra sulle riserve, che possono ridursi per coprire un *deficit* o aumentare in seguito ad un *surplus*, compensa esattamente, con segno opposto gli squilibri registrati dalla bilancia dei pagamenti.

14.2. La registrazione contabile delle diverse voci

14.2.1. I criteri generali da seguire

Abbiamo già anticipato che la bilancia dei pagamenti, da un punto di vista contabile, è redatta nella forma della partita doppia, per cui ogni transazione è sempre registrata due volte, con segno opposto, nell'attivo e nel passivo. Questo significa che la bilancia dei pagamenti è sempre in equilibrio contabile.

Nonostante questa assurdità, che di fatto tende a nascondere la reale situazione dei conti con l'estero di un paese, per quanti sforzi siano stati fatti a livello di organismi sovranazionali per modificare questo sistema e definirne uno alternativo, ancora non si è riusciti a trovare una nuova soluzione rispetto a quella della registrazione nella forma della partita doppia. Oltretutto è estremamente difficile giustificare il fatto che il pagamento per una partita di beni esportati, che comporta l'entrata netta di valuta nelle casse del paese del quale calcoliamo la bilancia dei pagamenti, una volta effettuato

debba essere poi registrato a debito, con segno negativo, nei movimenti di capitali. D'altra parte, il criterio che si deve seguire per la duplice registrazione delle voci della bilancia dei pagamenti rispetta una serie di principi che elenchiamo qui di seguito:

- nella prima registrazione, si iscrive a credito (con il segno più) ogni transazione che dia luogo ad un incasso dal resto del mondo e si registra a debito (con il segno meno) ogni transazione che dia luogo ad un pagamento verso l'estero;
- nella seconda registrazione, l'accredito dell'incasso o il prelievo per il pagamento vengono registrati con segno opposto a quello precedente: l'accredito su un conto in valuta delle autorità monetarie di una nuova somma in entrata, in seguito al pagamento di esportazioni, viene registrato, per le esigenze contabili della partita doppia, con il segno meno, mentre ogni prelievo e quindi ogni riduzione delle riserve viene registrato con il segno positivo.

Come ulteriore criterio a cui attenerci per questa seconda registrazione imposta dal sistema della partita doppia c'è quello di contabilizzare sotto il segno meno tutto ciò che garantisce un aumento delle riserve monetarie a disposizione dell'autorità, accrescendo l'attivo sul conto o riducendo il passivo. Si registra, quindi, con segno negativo tutto ciò che rappresenta un afflusso di capitali dall'estero, a tutto vantaggio del paese. Vengono, invece, registrati con il segno positivo tutti i trasferimenti che comportano una diminuzione dell'attivo nei conti delle riserve o un aumento del passivo. Paradossalmente, dunque, tutto ciò che rappresenta una fuoriuscita di capitali dalle riserve valutarie del paese (con deleterie conseguenze per lo stesso) va registrato a credito nella seconda registrazione del documento contabile.

In sintesi, ciò che è bene per il paese va registrato con segno negativo, mentre ciò che è male è contabilizzato sotto il segno positivo. Nel caso, dunque, di un'esportazione per un miliardo di euro questa comporta un pagamento a favore dell'Italia che dovrà essere registrato per la prima volta a credito. Poi, una volta effettuato materialmente il pagamento in valuta, l'esportatore trasferisce questa somma alla banca e riceve in contropartita degli euro: a sua volta la banca centrale utilizza questa valuta ricevuta versandola su un proprio conto, che farà registrare conseguentemente o un aumento dell'attivo o a una riduzione del passivo. È a questo punto che subentra la seconda registrazione imposta dalla convenzione (quella che stentiamo a comprendere), dove gli eventi positivi per il paese fini-

La bilancia dei pagamenti

scono per essere registrati con segno negativo e quelli negativi con segno positivo.

Nella sezione, *trasferimenti unilaterali*, viene collocata questa seconda registrazione per tutte le operazioni che in realtà non hanno una contropartita, trattandosi per esempio di donazioni o di pagamenti di quote di partecipazione a organismi sovranazionali o, infine, di pagamenti di danni di guerra.

14.2.2. I diversi casi possibili di registrazione

Esaminiamo ora con l'ausilio della *tab. 4* diversi casi possibili di registrazione in partita doppia nella bilancia dei pagamenti: consi-

Tab. 4. Registrazione delle diverse voci nella bilancia dei pagamenti

È registrata a credito (+) ogni operazione che comporti		{ un aumento delle passività sull'estero una diminuzione delle attività sull'estero																
È registrata a debito (-) ogni operazione che comporti																		
<u>IMPORTAZIONI (per 2 mld)</u> Bil. commerciale Movim. di capitali <table border="1"> <tr><td>+</td><td>-</td><td>+</td><td>-</td></tr> <tr><td></td><td>- 2 ml</td><td>+ 2 ml</td><td></td></tr> </table>		+	-	+	-		- 2 ml	+ 2 ml		<u>ESPORTAZIONI (per 3 mld)</u> Bil. commerciale Movim. di capitali <table border="1"> <tr><td>+</td><td>-</td><td>+</td><td>-</td></tr> <tr><td>+ 3 ml</td><td></td><td></td><td>- 3 ml</td></tr> </table>	+	-	+	-	+ 3 ml			- 3 ml
+	-	+	-															
	- 2 ml	+ 2 ml																
+	-	+	-															
+ 3 ml			- 3 ml															
<u>OPERAZIONI FINANZIARIE (per 5 mld)</u> Movim. di capitali <table border="1"> <tr><td>+</td><td>-</td></tr> <tr><td>+5 ml</td><td>-5 ml</td></tr> </table> dopo il loro pagamento		+	-	+5 ml	-5 ml	<u>TRASFERIMENTI UNILATERALI REALI (per 100 ml)</u> Bil. partite correnti <table border="1"> <tr><td>+</td><td>-</td></tr> <tr><td>+100 ml</td><td>-100 ml</td></tr> </table> donazioni in beni che dovrebbero essere pagati registrato come trasferimento unilaterale	+	-	+100 ml	-100 ml								
+	-																	
+5 ml	-5 ml																	
+	-																	
+100 ml	-100 ml																	
<u>TRASFERIMENTI UNILATERALI FINANZIARI (per 150 ml)</u> Bil. partite correnti <table border="1"> <tr><td>+</td><td>-</td></tr> <tr><td>+150 ml</td><td></td></tr> </table> registrato come trasferimento unilaterale		+	-	+150 ml		Movim. di capitali <table border="1"> <tr><td>+</td><td>-</td></tr> <tr><td></td><td>-150 ml</td></tr> </table> dopo l'accreditamento della somma ricevuta in dono	+	-		-150 ml								
+	-																	
+150 ml																		
+	-																	
	-150 ml																	

deriamo innanzitutto la doppia registrazione delle transazioni di import-export, successivamente quelle relative alle operazioni finanziarie sui mercati dei capitali e quelle, infine, relative ai trasferimenti unilaterali, sia in merci, sia in denaro.

1. Nel primo schema si esamina il caso di importazioni per 2 miliardi di euro, che vengono prima registrate a debito, dato che comportano una fuoriuscita valutaria per il paese in questione, sotto la categoria *bilancia commerciale*, e in un secondo tempo, a credito, dato che – una volta effettuato il loro pagamento – questo comporta una diminuzione dell'attivo delle riserve valutarie nella sezione *movimenti di capitali*.

2. Nel secondo schema si analizza l'ipotesi di esportazioni per 3 miliardi di euro. In questo caso si registra a credito, nella sezione *bilancia commerciale*, la cifra di 3 miliardi di euro (dato che si attende dall'estero il pagamento delle stesse), mentre si registra a debito nella sezione *movimenti di capitali*, la stessa cifra, dato che – una volta regolata contabilmente l'operazione – abbiamo un afflusso di valuta nelle riserve ufficiali del paese, che per la strana legge della registrazione a partita doppia, compare sotto il segno negativo, annullando la registrazione precedente.

3. Nel terzo schema esaminiamo l'ipotesi di operazioni finanziarie per 5 miliardi di euro. In questo caso – a differenza dei due casi precedenti, in cui le due registrazioni avvenivano, una nella bilancia commerciale e l'altra nei movimenti di capitale – tutte e due le operazioni compaiono nella sezione *movimenti di capitali*, sotto due denominazioni diverse. La prima (che esprime l'iniziativa autonoma degli operatori sul mercato, attraverso l'acquisto o la vendita di attività finanziarie) viene registrata sotto la voce *acquisto o vendita di azioni od obbligazioni*, mentre la seconda (che equivale al regolamento contabile dell'operazione precedente) viene registrata nella stessa sezione, ma con segno contrario, al fine di assicurare formalmente un saldo in pareggio.

Nel quarto schema esaminiamo il caso dei trasferimenti unilaterali, cioè dei trasferimenti senza contropartita: anche in quest'ipotesi, nel caso di donazioni di merci, le due registrazioni compaiono entrambe nella sezione delle *partite correnti*, dove si registra nella voce *esportazioni di merci*, sotto il segno positivo, 100 milioni di euro (perché, in teoria, il trasferimento di merci dovrebbe comportare un pagamento) e nella sezione *trasferimenti unilaterali*, sotto il segno negativo, 100 milioni di euro (dato che, trattandosi di un

La bilancia dei pagamenti

dono, di fatto comporta un'uscita di risorse dal paese senza alcuna contropartita).

Nel quinto schema esaminiamo il caso del trasferimento unilaterale, rappresentato dal pagamento di una somma di denaro, per riparazioni di danni di guerra o per sottoscrizioni di quote presso organismi sovranazionali: in questo caso si ha nuovamente la registrazione di questa operazione in due sezioni distinte, la prima nei *movimenti di capitali* (dato che c'è una fuoriuscita di denaro dal paese, registrata – come abbiamo visto precedentemente – sotto il segno positivo) e la seconda, nelle *partite correnti*, sezione *trasferimenti unilaterali*, dove viene registrata con il segno negativo (dato che quella somma ha lasciato effettivamente il paese).

Il saldo di tutte le registrazioni delle diverse voci della bilancia dei pagamenti, come risulta dalle tabelle seguenti (senza tener conto delle registrazioni di segno opposto, scritte per ragioni puramente contabili) origina il cosiddetto saldo economico che, in particolare nel caso del *deficit*, impone alle autorità di trovare rimedi affinché il disavanzo non continui a riprodursi. Naturalmente le soluzioni proposte sono strettamente legate al tipo di interpretazioni fornite circa le cause degli squilibri della bilancia stessa.

Come si vede nella *tab. 5*, sotto la voce conto corrente troviamo i saldi della bilancia delle partite correnti, mentre sotto la voce conto capitale troviamo i movimenti di capitali. Nelle *tab. 5.1*, *5.2* e *5.3* troviamo le diverse voci disaggregate.

Tab. 5. La bilancia dei pagamenti in euro

Bilancia dei pagamenti: saldi (milioni di euro)							
Periodo	Conto corrente	Conto capitale	Totale conto corrente e conto capitale		Conto finanziario		Errori e omissioni
			grezzi	destagion.		riserve uff.	
1998	20.444	2.249	22.693	22.693	1.282	19.096	-23.975
1999	7.692	2.789	10.481	10.481	-8.869	7.099	-1.614
2000	-6.091	3.191	-2.956	-2.956	4.287	-3.058	-1387

Tab. 5.1. Conto corrente e capitale: saldi (milioni di euro)

Periodo	Conto corrente							Conto capitale			
	Merci	Servizi	Redditi	Trasf. unilaterali				Attiv. intan.	Trasf. unilaterali		
				Privati		Pubblici			Privati	Pubblici	
					Rim. emig.		Istituz. Ue				Istituz. Ue
1998	32.584	4.386	-9.869	-926	-117	-5.731	-5.940	-121	-48	2.418	2.748
1999	22.044	1.225	-10.392	-906	-191	-4.179	-4.684	-3	-7	2.799	3.201
2000	11.772	33	-13.096	-723	-200	-4.077	-4.905	-72	162	3.102	3.624

Tab. 5.2. Conto finanziario (milioni di euro)

Periodo	Invest. diretti		Invest. di portaf.		Altri investim.		Derivati	Variazioni riserve uff.
	Estero	Italia	Attività	Passiv.	Attività	Passiv.		
1998	-14.418	3.838	-86.315	93.390	-30.213	16.666	-762	19.096
1999	-6.309	6.487	-121.493	97.858	-31.471	37.196	1.766	7.099
2000	-13.368	14.517	-86.340	60.085	987	28.963	2.501	-3.058

Tab. 5.3. Servizi: saldi (milioni di euro). I parte

Periodo	Trasporti	Viaggi	Comunicazioni	Costruzioni	Assicurazioni	Serv. finanz.
1999	-3.898	10.852	-572	601	-178	-297
2000	-5.295	12.893	-704	217	-306	-129

Tab. 5.3. Servizi: saldi (milioni di euro). II parte

Periodo	Serv. infor.	Royalty	Altri servizi	Serv. person.	Serv. govern.	Totale
1999	-472	-768	-2.902	-594	-647	1.125
2000	-514	-692	-4.309	-669	-459	33

14.3. Diverse letture circa la natura costitutiva della bilancia dei pagamenti

14.3.1. Uno sguardo al passato

Nel corso del tempo si sono succedute diverse interpretazioni circa la natura delle variabili che influenzerebbero l'andamento della bilancia dei pagamenti. Anche in questo caso, come accade spesso nella teoria economica, tali interpretazioni hanno privilegiato ora una componente ora un'altra e – secondo la nostra opinione – ognuna di queste teorie finisce per evidenziare un elemento che in realtà contribuisce, insieme a tutti gli altri indicati dalle altre scuole, a far capire la complessità delle forze che intervengono a definire l'andamento della bilancia stessa. L'errore peggiore è di pensare che solo un'interpretazione sia sufficiente: esclusivamente una lettura eclettica di queste diverse interpretazioni consente di capire la complessa realtà che regola la definizione degli andamenti e del formarsi degli squilibri all'interno di quel delicato documento che definisce, nel loro insieme, i rapporti che collegano da un punto di vista economico un paese con il resto del mondo.

Storicamente, le prime teorie che cercano di approfondire il problema della natura e del ruolo della bilancia dei pagamenti sono state quelle mercantiliste, che la consideravano come un vero e proprio strumento di politica economica al servizio dello Stato: così come la politica tributaria mira a far pagare le imposte ai cittadini, rendendoli partecipi della copertura delle spese dello Stato, parimenti la bilancia dei pagamenti è lo strumento attraverso il quale le pubbliche autorità riescono ad accumulare risorse – attraverso i *surplus* della stessa – necessari a sostenere le spese per il mantenimento degli eserciti e la difesa nazionale.

Questa teoria è forse la più superata tra tutte quelle del passato perché, se guardiamo al caso statunitense a partire dal secondo dopoguerra, è accaduto un fenomeno esattamente contrario rispetto a ciò che i mercantilisti pensavano: gli Stati Uniti sono diventati una potenza egemone a livello mondiale a mano a mano che sono cresciute le loro spese per pagare basi militari all'estero, operazioni segrete antiterroristiche, spese per il sostegno finanziario di certe coalizioni e di certi governi (soprattutto nei paesi meno sviluppati), operazioni di guerra. Tutte queste spese si sono tradotte in un peggioramento della loro bilancia dei pagamenti, tanto che nel periodo in cui le loro attività belliche o di *intelligence* all'estero erano cresciute in misura esponenziale, essi decisero di non pubblicare più in

dettaglio, con dati disaggregati, le diverse voci relative ai trasferimenti unilaterali, dove normalmente vengono registrate. Si potevano solo più conoscere i dati relativi alla bilancia commerciale e a quella delle partite correnti, senza ulteriori dettagli che avrebbero consentito – a lettori attenti – di capire l'evolversi delle loro strategie più segrete.

All'inizio del terzo millennio ad esprimere la forza militare e strategica del paese non è, dunque, più il *surplus* della bilancia dei pagamenti ma – oserei dire – l'esatto contrario e cioè il *deficit*. Data l'inattualità di questa teoria mercantilista, d'ora in avanti non faremo più riferimento alla stessa.

14.3.2. Le interpretazioni in termini di flussi e di stock

Nei capitoli successivi faremo, invece, riferimento alle teorie più recenti che, seppur in modo non uguale tra loro, conservano ancora la loro forza esplicativa. Tra tutte queste, la distinzione prioritaria che occorre fare è quella tra teorie che evidenziano l'influenza di variabili di flusso e teorie che evidenziano, invece, la rilevanza delle variabili di *stock*. Per esempio, mentre le teorie che sottolineano l'importanza delle variabili monetarie fanno quasi sempre riferimento a modificazioni di grandi aggregati di *stock*, quelle che si richiamano a modelli di equilibrio parziale o quelle macroeconomiche di ispirazione keynesiana, evidenziano l'importanza dei movimenti di flusso.

Storicamente l'esame dell'influenza delle modificazioni di grandezze di *stock* è stata fatta, fra i primi, da David Hume, con la sua teoria dei movimenti dell'oro: è l'errata definizione, all'interno di un paese, dello *stock* ottimale dell'oro che innesca tutte le altre reazioni che finiscono per modificare anche variabili di flusso, come le importazioni o le esportazioni. Sarà a questa teoria che faranno riferimento tutte le altre teorie che privilegiano gli squilibri tra *stock*, come quelle formulate dai sostenitori del monetarismo.

Le teorie successive, in particolare quelle neoclassiche, hanno, invece, privilegiato variabili di flusso, come le variazioni nella definizione delle esportazioni o delle importazioni, generate da un sistema di prezzi che condiziona i diversi equilibri parziali: in questo contesto, il processo di aggiustamento fa leva sulle variazioni del tasso di cambio, a parità di tutte le altre variabili macroeconomiche più importanti, come il prodotto nazionale considerato fisso al livello massimo conseguibile, quello del pieno impiego.

La bilancia dei pagamenti

Sempre in tema di aggiustamenti in termini di flusso, l'analisi keynesiana ha invece privilegiato l'interpretazione degli squilibri come derivanti da sbilanciamenti dei flussi, generati da incompatibilità tra le più importanti grandezze macroeconomiche che hanno la natura dei flussi, come il reddito o il prodotto nazionale, gli investimenti o i consumi di un paese, le sue importazioni o le sue esportazioni. Tali variabili fanno riferimento alla struttura produttiva e distributiva di un paese: per queste interpretazioni la moneta non ricoprirebbe un ruolo importante nella determinazione degli squilibri dei conti con l'estero.

Infine, l'approccio monetarista si richiama allo schema originario di Hume, anche se rivisitato in termini più consoni ai secoli XX e XXI. In tali teorie, accanto all'esame dei flussi, vengono privilegiati soprattutto gli studi di eventuali scompensi che si vengono a definire nelle variabili di *stock*, in particolare quelle monetarie.

A conclusione di questa breve disamina sulla natura delle più rilevanti teorie interpretative degli squilibri della bilancia dei pagamenti, ci pare importante ribadire che tali interpretazioni non possono prescindere da un inquadramento macroeconomico del problema, che faccia riferimento alla struttura del paese, alla peculiarità del suo sistema di consumi, alla natura degli investimenti e così via. Ci sembra altresì poco costruttivo fare riferimento a concezioni che interpretano i fenomeni monetari in un contesto più simile a quello del baratto che non a quello di moderni sistemi all'interno dei quali la moneta non ha solo la funzione di essere spesa sul mercato reale, ma anche sui mercati finanziari di tutto il mondo, creando spinte alla destabilizzazione dei primi. Essa non può, quindi, essere considerata come causa esclusiva delle variazioni dei prezzi. Ciò non vuol dire, però, che si escluda in modo assoluto il ruolo delle variabili monetarie che certamente hanno svolto una funzione preponderante nella determinazione dei movimenti di capitali, ma semplicemente si pretende che queste non vengano esageratamente privilegiate in modo esclusivo. Pertanto, siamo convinti che con una interpretazione realistica — soprattutto per lo studio della bilancia delle partite correnti — occorra partire dall'analisi dei flussi macroeconomici e di eventuali loro scompensi, per poi esaminare l'influenza del sistema dei prezzi e gli eventuali squilibri nelle grandezze monetarie, che così larga importanza ricoprono nel determinare gli equilibri dei mercati finanziari e dei flussi di capitali.

LE DIVERSE INTERPRETAZIONI DEGLI SQUILIBRI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

15.1. La sintesi delle possibili interpretazioni e la teoria di Hume 15.1.1. Le diverse interpretazioni

Nell'interpretazione delle cause che generano gli squilibri della bilancia dei pagamenti sono state alternativamente proposte varie tesi, da parte delle diverse scuole di pensiero che si sono succedute nel tempo. In sintesi, faremo riferimento a cinque fondamentali interpretazioni:

- quella dei flussi dell'oro formulata in un periodo storico dominato dal sistema a base aurea;
- quella neoclassica, che faceva riferimento a differenze nella struttura dei prezzi tra i diversi paesi;
- quella keynesiana, che ha legato il formarsi degli squilibri alla presenza di problemi di carattere strutturale generati nel momento della formazione del prodotto nazionale o causati dalla natura dei redditi e dalla specificità della domanda del paese considerato;
- quella mista, che ha tentato d'integrare l'approccio in termini di prezzo a quello in termini di reddito;
- quella monetarista, che interpreta i disavanzi e i *surplus* come legati alle differenze tra stock di moneta effettivamente disponibile nelle tasche della gente e stock di moneta desiderata.

Esamineremo, nei prossimi paragrafi, ognuna di queste diverse interpretazioni, che differiscono tra loro in modo sostanziale, al pari delle teorie che le ispirano.

15.1.2. Le ipotesi di base della teoria di Hume

Nel 1752 il filosofo inglese David Hume formulava la prima teoria interpretativa degli squilibri e dei relativi meccanismi di aggiustamento della bilancia dei pagamenti, evidenziando l'importanza dei flussi dell'oro, che a loro volta sarebbero derivati da aggiustamenti di *stock* monetari. Le ipotesi di partenza di questa teoria sono quelle tradizionali, che presuppongono un legame molto stretto tra quantità di moneta in circolazione e riserve auree del paese. Una seconda ipotesi è che eventuali eccessi di circolazione monetaria

Le interpretazioni più tradizionali

rispetto a quella d'equilibrio si scarichino immediatamente sui prezzi, secondo i tradizionali principi della teoria quantitativa della moneta, in base alla quale ogni variazione di offerta di moneta finisce per essere spesa nell'acquisto di beni di consumo.

Valgono, poi, le ipotesi tradizionali delle impostazioni neoclassiche, e cioè quella dell'esistenza di mercati assolutamente liberi e concorrenziali, mentre l'economia di ogni paese non subirebbe forti modificazioni nel tempo, dato che corrisponderebbe ad una situazione di reddito di pieno impiego: il livello dell'economia non può, dunque, né crescere, né contrarsi.

L'ipotesi di base è, dunque, quella secondo cui eventuali squilibri dei conti con l'estero derivino proprio dalla presenza di questi stock aurei all'interno di un paese, che possono essere adeguati o meno alle esigenze monetarie di quella economia. Un'eccessiva quantità di questi stock genera una spinta verso l'aumento dei prezzi domestici, che finisce per rendere meno competitiva la struttura produttiva del paese, generando disavanzi nella bilancia dei pagamenti. Parimenti, una circolazione aurea inadeguata finisce per frenare in maniera eccessiva l'economia, con il rischio di innescare un processo deflazionistico che preoccupa le autorità, ma che - allo stesso tempo - rappresenta la condizione indispensabile per il rilancio della stessa: i prezzi bassi che si vengono a definire assicurerebbero una maggior competitività dell'economia e sarebbero la condizione indispensabile per il conseguimento di consistenti surplus della bilancia dei pagamenti.

Da queste premesse deriva che i meccanismi correttivi degli squilibri della bilancia dei pagamenti originano dei flussi di oro, che, a loro volta, generano il ritorno all'equilibrio: un surplus della bilancia dei pagamenti ha origine all'interno di un'economia molto competitiva, che presenta quindi prezzi più bassi rispetto a quelli dei paesi concorrenti. Una volta, però, che questo surplus si è formato, esso porta a un afflusso di oro dall'estero, che a sua volta contribuisce a generare spinte inflazionistiche sui prezzi: tale operazione finisce per ridurre la competitività del paese e a riportare la bilancia dei pagamenti verso l'equilibrio. Successivamente, la ridotta competitività scoraggerà le esportazioni e incentiverà le importazioni, con conseguente peggioramento del saldo della bilancia dei pagamenti e inversione dei flussi dell'oro.

Un ragionamento simile vale anche nel caso si voglia spiegare l'opera dei meccanismi che si attivano per correggere un eventuale

APPARITA' di
BENI OFFERTI

$\frac{M}{P} \uparrow, P \uparrow, EXP \downarrow, NX < 0$

$\frac{M}{P} \uparrow, P \downarrow, IMP \uparrow$

$\frac{M}{P} \downarrow, P \downarrow, EXP \uparrow, NX > 0$

$P \uparrow, EXP \downarrow$
EQUILIBRIO

$P \uparrow, EXP < IMP$

$NX < 0$
INVERSIONE DEI
FLUSSI DELL'ORO

disavanzo dei conti con l'estero. Quest'ultimo ha origine dalla presenza in eccesso di circolazione monetaria, che – come si è detto – si scarica immediatamente sui prezzi, penalizzando la competitività del paese. Una volta, però, che si genera il primo disavanzo, ha inizio una fuoriuscita di oro dal paese, al fine di compensare tale squilibrio, e questo fenomeno finirà per invertire la tendenza della variazione dei prezzi: in seguito alla fuoriuscita di oro, la circolazione monetaria si riduce, l'economia rallenta il suo sviluppo, le importazioni diminuiscono e la bilancia dei pagamenti tende, conseguentemente, a migliorare.

Il sistema mondiale di scambi, in questo modello, è dunque strutturalmente in equilibrio, garantito dalla distribuzione ottimale delle riserve di oro a livello internazionale, dato che ogni spostamento dall'equilibrio innesca immediatamente degli automatismi che riportano il sistema all'equilibrio originario. Naturalmente, in questa vecchia concezione, come nelle impostazioni neoclassiche, la presunzione dell'esistenza di un equilibrio stabile, che caratterizzerebbe il sistema economico, è il meccanismo che assicura stabilità al sistema, secondo leggi molto simili a quelle che garantiscono la stabilità dell'universo.

L'intento di Hume era evidentemente polemico rispetto all'impostazione dei mercantilisti, i quali ritenevano che la bilancia dei pagamenti avrebbe dovuto essere sistematicamente in surplus, per garantire il continuo afflusso nel paese di oro. In posizione critica contro costoro la teoria di Hume spiega, invece, l'impossibilità di conseguire un simile obiettivo.

Non sempre è necessaria la fuoriuscita o l'ingresso fisico di oro nel sistema, dato che per squilibri di scarsissima entità è sufficiente l'oscillazione delle quotazioni delle monete auree di paesi diversi, con le monete del paese in *deficit* che si svalutano e quelle del paese in *surplus* che si rivalutano. Tali oscillazioni, però, non possono superare – dato che le monete metalliche hanno un contenuto intrinseco di oro – i cosiddetti punti dell'oro, che sono dati dalla maggiorazione, rispetto al valore intrinseco, che risulta dall'aggiunta dei costi di trasporto delle monete le cui quotazioni sono più deboli verso il paese in cui le monete sono quotate di più. A tali costi di trasporto vanno anche sommati quelli per l'assicurazione, la fusione delle monete deboli e la successiva riconiazione nelle monete più forti. Quando, invece, gli squilibri sono di natura strutturale, allora la variazione delle quotazioni entro i punti dell'oro non è più suffi-

Le interpretazioni più tradizionali

ciente e occorre ricorrere proprio al trasferimento fisico delle monete auree da un paese all'altro.

15.1.3. Il modello humiano dei flussi di oro

È possibile descrivere graficamente quanto abbiamo esposto più sopra. Nel graf. 33 abbiamo una prima sezione che descrive la relazione che intercorre tra la moneta (M) e il livello dei prezzi (P). La relazione che lega queste due variabili è crescente, ad indicare che un aumento della quantità di moneta in circolazione si traduce in un aumento dei prezzi. Viceversa una diminuzione della quantità di moneta, porta ad un abbassamento dei prezzi. Nel secondo grafico è descritta, invece, la relazione che unisce le variazioni dei prezzi con il saldo della bilancia dei pagamenti: in un contesto di prezzi bassi, le produzioni del paese sono competitive e le esportazioni aumentano, mentre le importazioni sono probabilmente più care delle produzioni interne e quindi il saldo della bilancia dei pagamenti è positivo. Nell'ipotesi, invece, di prezzi domestici elevati, sono probabilmente le produzioni straniere ad essere più competitive e questo determina un peggioramento della bilancia dei pagamenti, che finisce per registrare saldi negativi.

Queste conclusioni possono essere tratte solo se valgono le ipotesi che abbiamo formulato in partenza e cioè che:

1. valga la teoria quantitativa della moneta, per cui

$$MV=PT,$$

dove, ipotizzando la costanza sia del prodotto nazionale (T), sia della velocità di circolazione della moneta (V), l'unica relazione di causalità possibile lega tra loro la quantità di moneta (M) all'indice dei prezzi (P);

2. le importazioni (imp) e le esportazioni (exp) sono esclusivamente funzione dei loro prezzi (p), per cui:

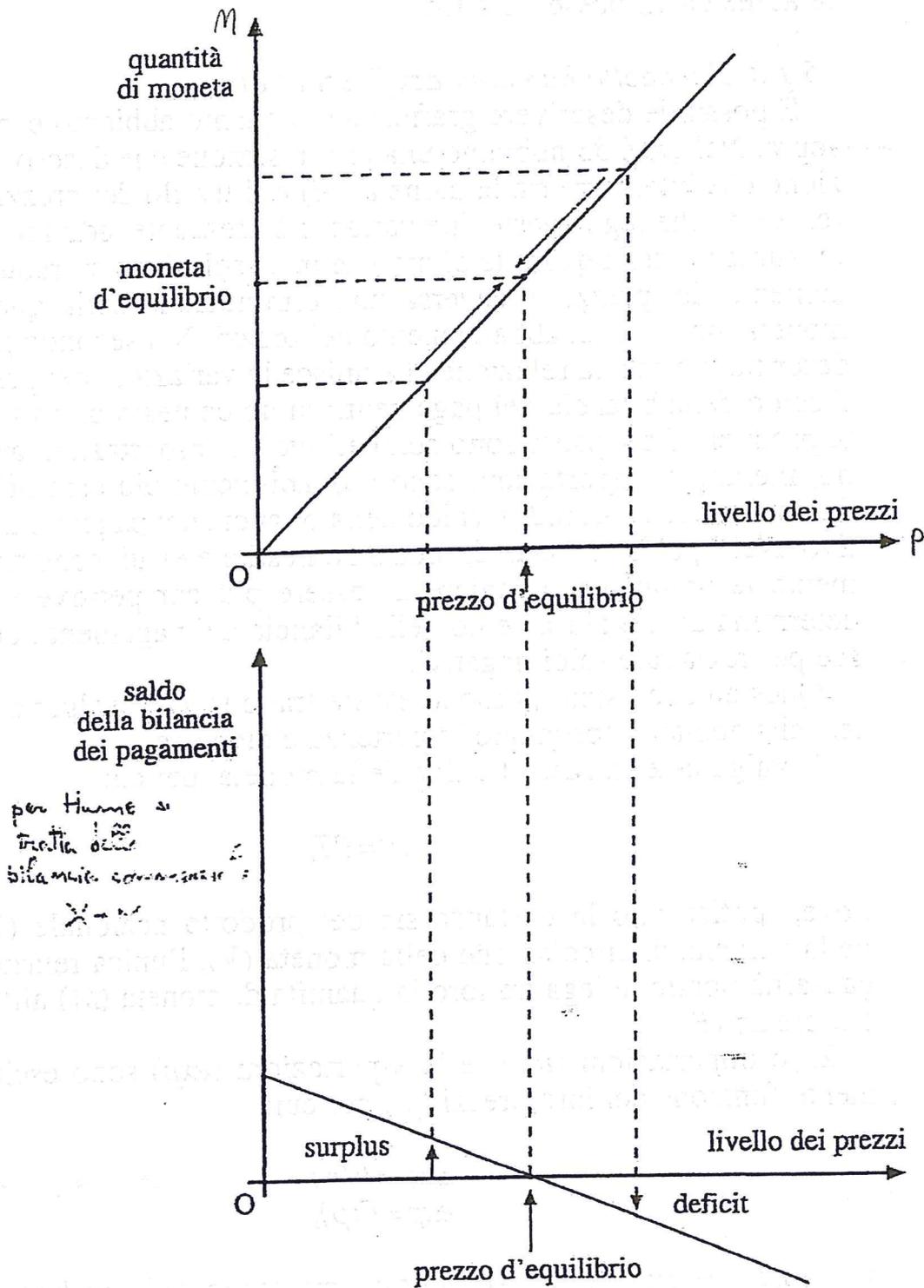
$$imp=F(p)$$

$$exp=F(p),$$

nel senso che più i prezzi sono bassi, più aumenta la probabilità di successo delle esportazioni e di penalizzazione delle importazioni del paese:

3. il saldo della bilancia dei pagamenti (B), di conseguenza, di-

Graf. 33. Il modello humiano dei flussi dell'oro



Le interpretazioni più tradizionali

pende esclusivamente dal livello dei prezzi di importazione e di esportazione:

$$B = \text{exp}(p) - \text{imp}(p) = 0,$$

dove il pareggio della bilancia dei pagamenti si consegue se le due grandezze si equivalgono;

4. l'ultima equazione chiarisce che la variazione della quantità (ΔM) di moneta eguaglia il saldo della bilancia dei pagamenti:

$$\Delta M = \text{exp}(p) - \text{imp}(p).$$

Come risulta dal *graf. 33* esiste un solo livello di prezzi che assicuri l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e a questo corrisponde la quantità ottima di moneta. Occorre ribadire che soltanto se si accettano le ipotesi molto restrittive a cui si è fatto riferimento in precedenza è possibile conseguire siffatti risultati. Se queste ipotesi non dovessero essere verificate, cade automaticamente tutta la costruzione. Ricordiamo ancora che, affinché tali ipotesi possano essere verificate, occorre ipotizzare che le elasticità del mercato siano molto elevate, nel senso che un rincaro dei prezzi deve produrre un drastico ridimensionamento della domanda, e viceversa. Come vedremo nel paragrafo successivo, Hume non era ancora a conoscenza del profondo dibattito critico sul legame che sussisterebbe tra andamento dei prezzi e saldo della bilancia dei pagamenti: tale dibattito, infatti, si sviluppò compiutamente soltanto dopo due secoli dalla sua analisi.

15.2. L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti in termini di prezzi

15.2.1. L'uso del tasso di cambio nel processo di aggiustamento

Se fosse vera l'ipotesi neoclassica che la domanda e l'offerta del mercato dipendono esclusivamente dai prezzi e che un loro aumento penalizza la domanda e stimola l'offerta, allora l'unico strumento a disposizione per riequilibrare eventuali squilibri della bilancia dei pagamenti sarebbe soltanto quello di far ricorso alle variazioni del tasso di cambio. Il cambio, infatti, è quella sorta di "bacchetta magica" che garantisce istantaneamente l'abbassamento automatico, sui mercati esteri, di tutti i prezzi domestici di un determinato paese. e – contemporaneamente – l'aumento simultaneo di tutti i

prezzi dei prodotti stranieri venduti nel paese che svaluta, con la conseguenza che i beni importati dall'estero diventano meno appetibili per i consumatori nazionali.

Se la natura degli squilibri fosse esclusivamente riconducibile ai prezzi, la manovra del tasso di cambio – con conseguenti svalutazioni o rivalutazioni della moneta nazionale – risolverebbe tutti i problemi che dovessero sorgere.

La svalutazione, infatti, implica che per ottenere un'unità di valuta locale (per esempio un euro), occorre una quantità minore di valuta straniera: l'euro si svaluta quando occorre una quantità inferiore di centesimi di dollaro per ottenerlo. La diminuzione da 90 a 80 centesimi di dollaro per un euro è l'effetto di una svalutazione. Questa quantità inferiore di moneta straniera per avere un euro ha due implicazioni molto importanti:

- rende le nostre esportazioni più a buon mercato nei paesi stranieri, dato che, se i prodotti locali mantengono lo stesso prezzo in euro, per pagare questi euro è necessaria una quantità inferiore di valuta straniera: se la svalutazione è stata del 20% significa che, per avere un euro si risparmia il 20% di valuta straniera e se i commercianti stranieri sono corretti, significa anche che i prezzi – sui mercati stranieri – possono scendere del 20%;
- inoltre, la svalutazione rende le importazioni di prodotti stranieri molto più costose nel paese che l'ha operata, dato che, al contrario, per pagare 90 centesimi di dollaro ora non basta più un euro, dato che quest'ultimo vale solo più 80 centesimi di dollaro. Per pagare 90 centesimi ora occorre un euro e 12 centesimi e questo significa che importare costa di più, con conseguente opera di dissuasione, almeno in parte, sulla domanda di importazioni.

In maniera simmetrica una rivalutazione della moneta comporta due fenomeni:

- dato che una valuta più forte implica l'esborso di una quantità maggiore di valuta straniera, l'evento della rivalutazione rende più costose le nostre esportazioni all'estero, dato che gli stranieri, per ogni euro, devono sborsare una quantità più elevata di valuta e finiscono, quindi, per pagare più cari i nostri prodotti, con conseguente contrazione delle loro importazioni;
- invece, i prodotti stranieri, per lo meno fino al momento in cui i loro prezzi all'origine non vengono modificati, costano di meno nel nostro mercato, con la conseguenza che la rivalutazione incentiva le importazioni del paese che ha rivalutato.

Le interpretazioni più tradizionali

Le manovre del tasso di cambio modificano, simultaneamente, tutta la struttura dei prezzi, sia all'interno del paese che la opera, sia all'estero. Fino a questo punto non sorge alcuna obiezione circa siffatte conclusioni, così com'è anche accettabile l'ipotesi che tali modificazioni dei prezzi finiscano per condizionare la domanda sia nazionale che estera. Quello, invece, che non è assolutamente certo che si verifichi, è che una siffatta manovra provochi – come ritengono i teorici neoclassici – anche un miglioramento della bilancia dei pagamenti, attraverso un adeguamento delle quantità.

15.2.2. Le condizioni affinché la manovra del tasso di cambio sia efficace sulla bilancia dei pagamenti

I dubbi circa l'efficacia, in qualsiasi circostanza, di una manovra del tasso di cambio sono legati al fatto che – in seguito ad un'analisi più approfondita del problema – ci si rende conto che non è sufficiente ipotizzare esclusivamente un aumento dei prezzi o una loro diminuzione, per concludere che la bilancia dei pagamenti migliora o peggiora: occorre anche calcolare – sul piano delle quantità – di quanto queste siano variate rispetto alle importazioni e alle esportazioni precedenti. La svalutazione, infatti, rende più a buon mercato i nostri prodotti all'estero e per ogni unità di prodotto l'esportatore incasserà una quantità inferiore di valuta: se la risposta del mercato, in termini di variazioni delle merci esportate, non è adeguata, allora la svalutazione finisce per tradursi, in un caso di questo tipo, in un fallimento.

Vediamo di chiarire con un esempio quanto abbiamo detto: se in Europa l'euro si svaluta del 20% nei confronti del dollaro e, quindi, negli Stati Uniti i prodotti europei costano, in termini di valuta americana, il 20% in meno, occorre vedere di quanto sono variate le quantità vendute. Infatti, l'esportatore europeo per ogni unità di prodotto venduta incasserà il 20% in meno: si tratta di una perdita netta, in valuta, che può essere solo compensata se l'esportatore, approfittando di questa diminuzione dei prezzi dei prodotti da lui venduti sul mercato americano riesce ad accrescere le proprie vendite. Per compensare la perdita in valuta estera del 20% occorre che le unità vendute crescano almeno del 20%. Se dovessero crescere soltanto del 15%, l'esportatore non incasserebbe la stessa quantità di valuta precedente, mentre se crescessero del 25% incasserebbe di più di prima.

Lo stesso discorso vale per le importazioni: dopo la svalutazione

dell'euro, importare dagli Stati Uniti costa più caro, dato che per ogni dollaro speso occorre sborsare una quantità di euro più elevata, con una spesa, per ogni bene acquistato, più alta. Il beneficio, in termini valutari, lo si percepisce soltanto se l'accresciuto costo dei beni statunitensi disincentiva gli acquisti degli europei. Il dollaro costa più caro in termini di euro, i prezzi delle importazioni sono aumentati, e la domanda di importazioni dovrebbe diminuire in termini fisici. Il vantaggio lo si consegue solo se, a fronte di una svalutazione dell'euro del 20%, i prezzi in euro costano di più del 20%, e la domanda è calata, per esempio del 30%. Se, invece, gli europei sono costretti a pagare più cari i prodotti in dollari del 20%, ma la loro domanda non si contrae, dato per esempio che il bene a cui ci si riferisce è indispensabile al paese come nel caso del petrolio, allora l'esborso finale degli europei è cresciuto del 20% in euro, senza alcun beneficio per la bilancia dei pagamenti.

Tecnicamente, quando si cerca di calcolare di quanto risponda la domanda rispetto alla variazione dei prezzi, si fa riferimento a un concetto di elasticità. Si parla di *elasticità rigida*, se la domanda non varia rispetto ad un rincaro dei prezzi o a una loro diminuzione. Si parla sempre di rigidità, se a fronte della variazione dei prezzi di una certa percentuale, la risposta delle quantità è stata percentualmente inferiore: questo si verifica, per esempio, quando a fronte di una variazione dei prezzi del 20%, l'adeguamento della domanda è soltanto del 15%. In tal caso, la svalutazione non avrebbe assicurato alcun miglioramento alla bilancia dei pagamenti.

Si parla, invece, di *elasticità elevata* tutte le volte in cui la domanda di mercato varia più che proporzionalmente rispetto alla variazione dei prezzi. Naturalmente occorre ricordare che la domanda si muove in direzione inversa rispetto a quella dei prezzi, per cui se i prezzi sono aumentati del 10%, la domanda dovrebbe diminuire almeno del 15%, mentre se i prezzi sono diminuiti dell'8%, la domanda dovrebbe aumentare, per esempio, del 12%. Per poter parlare di una domanda elastica occorre che, percentualmente, l'adattamento delle quantità sia maggiore, in termini percentuali, rispetto alla variazione dei prezzi.

Si parla, infine, di *elasticità unitaria*, quando la variazione percentuale delle quantità è esattamente uguale a quella dei prezzi. Avendo presente l'importanza del meccanismo delle elasticità riferite alle importazioni ed alle esportazioni, affrontiamo ora il problema di sapere quando una rivalutazione o una svalutazione sono in

Le interpretazioni più tradizionali

grado di provocare effetti benefici sul saldo della bilancia dei pagamenti del paese che usa la manovra del tasso di cambio per correggere i propri squilibri nei conti con l'estero.

15.2.3. La condizione delle elasticità critiche

La rilevanza delle elasticità nella determinazione dell'impatto che una modificazione del tasso di cambio ha nel migliorare il saldo della bilancia dei pagamenti è stata evidenziata dalle analisi, tra gli altri, di Joan Robinson. Come si diceva più sopra, affinché una svalutazione incida positivamente sui conti con l'estero, contribuendo a migliorare il saldo della bilancia dei pagamenti, occorre che il valore delle elasticità sia elevato: questo significa che la reazione delle quantità deve essere più che proporzionale rispetto alla variazione dei prezzi.

Ricordiamo la definizione delle elasticità: esse sono date dal rapporto tra la variazione percentuale delle quantità importate o esportate e la corrispondente variazione dei prezzi, creata da una modificazione del tasso di cambio, che ad essa ha dato origine. Per quanto riguarda l'elasticità delle esportazioni (η_{exp}) essa è data dal rapporto tra le variazioni percentuali della domanda di esportazioni (Δ_{exp}) al variare del prezzo (Δp):

$$\eta_{exp} = \frac{\frac{\Delta_{exp}}{exp}}{\frac{\Delta p}{p}}$$

dove la lettera Δ sta a indicare la variazione della variabile considerata, sia essa l'export o il prezzo.

Parimenti l'elasticità delle importazioni è data da

$$\eta_{imp} = \frac{\frac{\Delta_{imp}}{imp}}{\frac{\Delta p}{p}}$$

Affinché il risultato finale di una variazione del cambio abbia un riscontro positivo sulla bilancia dei pagamenti occorre che:

$$\eta_{exp} > 1.$$

e occorre anche che

$$\eta_{imp} > 1.$$

Questo significa che le elasticità dell'import e dell'export devono essere positive. Calcolando in modo più preciso questa stessa condizione, possiamo dire che per avere il miglioramento della bilancia dei pagamenti è sufficiente che la somma delle due elasticità sia maggiore dell'unità, ossia che la risposta delle quantità sia più che proporzionale, nel suo insieme, rispetto alla variazione dei prezzi. Analiticamente diciamo che occorre verificare la seguente condizione:

CONDIZIONE DELLE
ELASTICITÀ CRITICHE

$$\eta_{exp} + \eta_{imp} > 1.$$

La risposta della
quantità deve essere
più che proporzionale
alla variazione del prezzo

Questa espressione è chiamata la condizione delle elasticità critiche, nel senso che solo se essa è verificata ci si può attendere un miglioramento della bilancia dei pagamenti in seguito ad una modificazione del tasso di cambio. L'individuazione di questa condizione mette in discussione la tesi secondo la quale una svalutazione o una rivalutazione correggerebbero sempre gli squilibri di deficit o di surplus della bilancia dei pagamenti. Da un punto di vista matematico – affinché la svalutazione abbia successo – occorre, invece, che sia anche verificata la nuova condizione: si tratta, dunque, di una precisazione che non è di natura ideologica, ma è fondata direttamente su problemi di calcolo. Nel prosieguo del tempo sono state mosse alla teoria che lega l'interpretazione degli squilibri nei conti con l'estero esclusivamente a problemi di corretta determinazione dei prezzi, profonde critiche che hanno fatto leva su impostazioni radicalmente diverse, come quelle keynesiane che, anziché sui prezzi, si fondavano su problemi generati dai diversi livelli di reddito. Nel caso, invece, delle elasticità critiche, si trattava di mettere in discussione una tesi esclusivamente sulla base di calcoli soltanto matematici.

Tuttavia, una volta esposte le altre teorie interpretative della natura degli squilibri che interessano la bilancia dei pagamenti si giun-

* può anche come
condizione di

es. b. nell'... derivazione della...

Le interpretazioni più tradizionali

gerà alla conclusione che, in seguito ad un'analisi che tenga conto di tutti i fattori rilevanti, la condizione delle elasticità critiche non è né necessaria, né sufficiente per portare ad un miglioramento della bilancia dei pagamenti:

- il fatto che la condizione non sia necessaria, significa che anche in sua assenza la bilancia dei pagamenti può migliorare per una serie di altre concause che non dipendono dai prezzi;
- la non sufficienza significa, invece, che non basta la sua esistenza, cioè la presenza di un'elevata elasticità che assicuri consistenti modificazioni della domanda in reazione a modificazioni dei prezzi, per migliorare la bilancia dei pagamenti: nonostante che essa sia verificata, la bilancia stessa può non migliorare per una serie di altre concause non legate alla definizione del prezzo.

Tutto ciò significa che l'approccio di prezzo come esclusivo strumento interpretativo dell'origine degli squilibri dei conti esteri non è corretto e deve essere necessariamente integrato da altre interpretazioni più complesse.

15.3. Altre specificità dell'approccio in termini di prezzo

15.3.1. La curva J

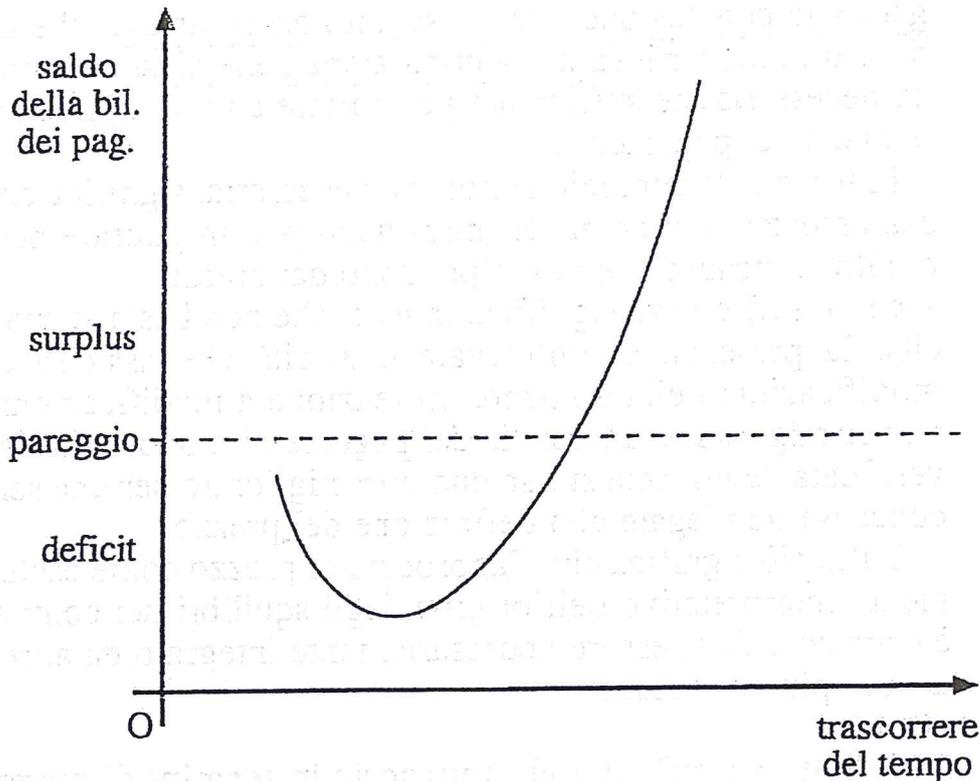
Una prima smentita alle teorie che evidenziano l'interpretazione secondo la quale le modificazioni dei prezzi sarebbero strumenti correttivi degli squilibri della bilancia dei pagamenti, è venuta dalle analisi empiriche condotte nei mesi successivi ad una svalutazione. Nella realtà, infatti, si osservava che – molto frequentemente – nel periodo immediatamente successivo alla svalutazione si registrava quasi sempre un peggioramento della bilancia dei pagamenti, anziché un miglioramento.

La nostra interpretazione di questo fenomeno è che – con tutta probabilità – le elasticità della domanda di importazioni e di esportazioni di un certo paese non sono sufficientemente elevate, ma addirittura molto rigide e questo comporta il fallimento del ricorso allo strumento della svalutazione. Sarebbe, quindi, la mancata verifica della condizione delle elasticità critiche a giustificare il mancato miglioramento della bilancia dei pagamenti stessa.

L'interpretazione del fenomeno da parte dei sostenitori della teoria neoclassica ha evidenziato, invece, come gli effetti benefici della svalutazione si registrerebbero con un certo ritardo sulla bilancia dei pagamenti.

Nel graf. 34 sull'asse delle ascisse indichiamo il trascorrere del

Graf. 34. La curva J



tempo, espresso in mesi, mentre sull'asse delle ordinate indichiamo il saldo della bilancia dei pagamenti, positivo, negativo o in pareggio. Come si vede dal grafico, la svalutazione fa, in un primo tempo, peggiorare la bilancia dei pagamenti e, solo dopo un certo intervallo temporale, la fa migliorare. Il saldo migliorerebbe, dunque, una volta che si mettono in moto tutti i meccanismi che sono stati ipotizzati dalle formulazioni teoriche più tradizionali.

Questa interpretazione offerta dalla curva J rappresenta, dunque, l'ultimo tentativo di difendere una lettura della bilancia dei pagamenti esclusivamente in termini di prezzi.

Le interpretazioni che seguiranno fanno, invece, riferimento a problemi legati al livello del reddito disponibile, del prodotto nazionale, dei consumi, dell'effetto moltiplicatore oppure evidenziano il ruolo degli squilibri tra *stock* di quantità di moneta in circolazione e di quantità di moneta desiderata dagli operatori economici.

15.3.2. Le ragioni di scambio

Concludiamo questo capitolo facendo riferimento a un concetto, quello della *ragione di scambio*, che risulta da un confronto tra prez-

234
Kraganama

Le interpretazioni più tradizionali

zi dei beni esportati da un paese e quelli dei beni che vengono importati. Le ragioni di scambio sono, quindi, definite dal rapporto tra i prezzi dei beni prodotti da un paese e destinati all'esportazione e quelli dei beni esteri, destinati all'importazione. Naturalmente questi ultimi vanno tradotti nella valuta nazionale del paese che effettua il calcolo, affinché siano confrontabili: i prezzi esteri vanno, quindi, moltiplicati per il tasso di cambio.

Le ragioni di scambio, dunque, variano per due ordini di motivi, o perché i prezzi interni od esteri mutano, o perché è variato il tasso di cambio. Esse, praticamente, misurano la capacità d'acquisto di un paese sui mercati internazionali: si dice che le ragioni di scambio sono migliorate se l'ammontare di importazioni ottenute in contropartita di un'unità di esportazioni è migliorato: si dice, invece, che le ragioni di scambio sono peggiorate se la capacità d'acquisto di un paese si è ridotta sui mercati internazionali.

Tradizionalmente, i paesi in via di sviluppo hanno registrato nella seconda metà del secolo XX un forte deterioramento delle loro ragioni di scambio, in seguito alla diminuzione – in termini relativi – del prezzo dei prodotti da loro esportati (generalmente prodotti agricoli e materie prime), rispetto a quello dei prodotti industriali (tradizionalmente importati). A questo fenomeno hanno contribuito, inoltre, le politiche di sostegno delle produzioni locali che – accrescendo l'offerta – hanno indirettamente finito per abbassare i prezzi di tali prodotti. Mentre i prezzi dei prodotti industriali importati, inglobando tecnologie sempre più sofisticate, sono cresciuti, sia in termini assoluti che relativi.

LE TEORIE DEL RIEQUILIBRIO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI IN TERMINI DI REDDITO

16.1. L'analisi keynesiana di un'economia in mercato aperto

16.1.1. Il contesto storico all'interno del quale sono maturate le idee keynesiane

A criticare le impostazioni neoclassiche, che imputavano esclusivamente ai prezzi il riaggiustamento della bilancia dei pagamenti e il raggiungimento dell'equilibrio, fu l'economista inglese John Maynard Keynes, il quale scrisse le sue principali opere tra le due guerre mondiali, un periodo contrassegnato da una profonda instabilità dell'economia e dallo scoppio della grave crisi del '29. I rimedi tradizionali proposti per superarla furono in molti casi inefficaci e le soluzioni prospettate da Keynes furono le uniche a sortire degli effetti positivi. Esaminiamo, qui di seguito, il contesto storico nel quale queste idee si sono formate e analizziamo il modello keynesiano nella versione originale e in quella della sintesi neoclassica, che ha riscosso maggiore popolarità, nonostante le profonde modificazioni che operò sul pensiero originario.

Nel decennio successivo alla prima guerra mondiale, da un lato, si realizzarono profonde trasformazioni all'interno del sistema di produzione capitalistico, che crearono degli squilibri difficilmente correggibili nel breve periodo. La diffusione dei metodi fordisti all'interno delle fabbriche portò a una crescita notevole della produttività per addetto, che favorì il consolidarsi delle produzioni di massa nei settori ad alta standardizzazione: il progresso tecnologico, la possibilità di attingere ad un mercato del lavoro potenzialmente molto vasto e le elevate economie di scala che consentivano notevoli riduzioni dei costi, portarono – tuttavia – al sovradimensionamento degli impianti soprattutto nel settore dei beni di consumo durevoli, che così larga parte avevano svolto all'inizio del XX secolo, nel processo di industrializzazione, soprattutto nel mondo anglosassone.

D'altro lato, però, all'espandersi della capacità produttiva, non corrispose un proporzionale adeguamento dei mercati di sbocco, soprattutto per le politiche monetarie deflazionistiche adottate in