



# L'architettura del sistema monetario internazionale

Andrea Salustri

# Introduzione

---

Le crisi valutarie e bancarie sono ricorrenti

---

La crisi finanziaria del 2007 e l'innesco della Grande Recessione

---

Il ruolo dell'FMI prima e dopo la fine degli accordi di Bretton Woods

William  
Bagehot  
(1826 – 1877)

Si dice che la finanza internazionale abbia progredito allo stesso modo del traffico aereo internazionale: c'è ne sempre di più, è incredibilmente importante però a volte è superfluo, se c'è un incidente si creano gravi forme di congestione, e molte persone ne risultano danneggiate. Allo stesso modo, la finanza internazionale è diventata un settore pericoloso ed in costante evoluzione.

---

Quale regime di cambio adottare?

---

I movimenti dei capitali dovrebbero subire restrizioni?

---

Come riequilibrare la relazione tra il nord sviluppato e il sud povero?

---

Quale ruolo va dato ad istituzioni finanziarie internazionali come il FMI e la Banca Mondiale?

---

A quanta sovranità un paese deve rinunciare per poter partecipare al nuovo ordine mondiale?

---

Questioni aperte

In sintesi...

Cosa significa essere una nazione sovrana in un mondo caratterizzato dalla globalizzazione dei flussi commerciali e, soprattutto, dall'elevata integrazione dei principali accordi finanziari?

# Il Gold Standard (1879-1914)

---

Per centinaia d'anni, il commercio sia interno che internazionale è stato svolto usando oro e argento.

---

Progressivamente, nel corso del XIX secolo, le banconote hanno iniziato a circolare insieme all'oro e all'argento.

---

Alle banche centrali, create per far fronte all'insolvibilità dei banchieri privati, era formalmente richiesto di mantenere una cifra prossima al 100% in oro o argento per coprire le loro emissioni di banconote.

---

Con una copertura prossima al 100%, le banconote semplicemente rappresentavano un modo più conveniente per detenere oro o argento.

# Il funzionamento del Gold Standard

---

La moneta di scambio era l'oro, o banconote "garantite" da un controvalore in oro.

---

La domanda di moneta era stabile, ed era determinata dal bisogno di effettuare le transazioni giornaliere.

---

Anche l'offerta era piuttosto stabile.

---

Il ruolo delle autorità monetarie era semplicemente quello di stabilire e garantire il contenuto aureo delle proprie valute, cioè la parità aurea.

# Il funzionamento del Gold Standard

---

In base alle regole dell'arbitraggio, fissare il valore di una valuta in oro era sufficiente a determinare tutti i tassi di cambio con le altre valute ancorate all'oro.

---

Il tasso di cambio poteva deviare almeno parzialmente dalla parità implicita, determinando una **banda di fluttuazione** all'interno della quale non conveniva intraprendere operazioni di compravendita e trasporto (gold points, fluttuazioni dell'ordine dell'1%).

---

N.B. Bimetallismo e legge di Gresham



# Il meccanismo di Hume

---

In assenza di mercati di capitali sviluppati e di istituzioni finanziarie internazionali, i flussi di oro tra le nazioni furono utilizzati come mezzi principali per finanziare gli squilibri nei pagamenti.

---

Un paese che fosse incorso in un disavanzo commerciale avrebbe dovuto automaticamente cedere una quantità d'oro di pari ammontare ai suoi partner commerciali.

---

Dunque, un deficit commerciale implicava una riduzione dell'offerta di moneta, mentre un surplus implicava un'espansione dell'offerta di moneta.

# Conseguenze nel paese in deficit

---

1. La riduzione dell'offerta di moneta determinava una restrizione monetaria e tassi d'interesse più elevati nel paese in deficit, che stimolavano afflussi di capitali. In questo modo, i surplus in conto capitale potevano finanziare i disavanzi commerciali.
2. Tassi d'interesse più elevati tendevano a rallentare l'attività economica, riducendo le importazioni per dati tassi di cambio.
3. La contrazione dell'offerta di moneta associata ad un deflusso di oro doveva ridurre il livello dei prezzi interni, migliorando la competitività del paese in deficit e ripristinando l'equilibrio commerciale.

# Conseguenze nel paese in surplus

---

I surplus della bilancia dei pagamenti determinavano afflussi d'oro, facendo espandere l'offerta di moneta e deprimendo i tassi d'interesse.

---

Il risultato era una espansione economica che determinava prezzi più alti, e che riduceva il surplus sia direttamente (economie in crescita importano di più), sia indirettamente (in quanto il tasso di cambio reale si apprezza e la competitività viene erosa).

# Benefici del Gold Standard

---

1. Il meccanismo di Hume aveva il pregio della credibilità. Nel gold standard, la politica monetaria è interamente determinata dallo stock di oro, ed è fuori dalla portata dei *policy makers*.
2. Con l'offerta di moneta naturalmente vincolata dalla disponibilità di una risorsa rara, l'inflazione non può verosimilmente raggiungere valori elevati, ed infatti, ciò non è accaduto.
3. Non c'è alcun bisogno che un paese sia al centro del sistema monetario mondiale, e ciò riduce la competizione e i conflitti riguardanti la possibilità che un paese rivesta tale ruolo.

# Benefici del Gold Standard

---

Nella teoria economico-politica, il meccanismo di Hume e del Gold standard illustrano i vantaggi delle regole sulla discrezionalità.

---

Il gold standard, utilizzando regole automatiche, ha reso facile per gli agenti economici il tener conto della politica economica.

---

Rimuovendo gli aggiustamenti di policy dovuti alla discrezionalità dei *policy makers*, le regole possono condurre a un ambiente economico più credibile dal punto di vista degli agenti che vi operano.

# I limiti del Gold Standard

---

La sterlina era la principale valuta, garantita dal centro finanziario più sviluppato al mondo: Londra.

---

La Banca d'Inghilterra era in grado di fissare il tasso d'interesse per il resto del mondo, ma lo faceva a condizioni economiche coerenti con l'economia Inglese.

---

La domanda di sterline, come riserva di valuta, consentiva al Regno Unito di finanziare deficit della bilancia di pagamento di lungo periodo, pagati con passività della Banca d'Inghilterra denominate in sterline.

---

In terzo luogo, l'ampia accettabilità di saldi in sterline consentiva alla Banca d'Inghilterra di mantenere un rapporto tra riserve e depositi – conosciuto come “la Proporzione” – ben al di sotto del 100%.

# Altri limiti

---

Alcuni paesi, di fatto, imposero limiti sulle esportazioni e importazioni di oro, così come sulla fusione e sul conio di nuova moneta.

---

Molte banche centrali accumularono considerevoli riserve di valuta estera, prevalentemente in sterline.

---

Dunque, l'ipotizzato legame tra metallo e offerta di moneta era tutt'altro che automatico.

---

Infine, le riserve auree della Banca d'Inghilterra caddero al di sotto del valore delle passività della banca nei confronti delle altre banche centrali, determinando un eccesso di debito non garantito.

# Altri limiti

---

Mentre gli anni del gold standard erano caratterizzati da bassa inflazione, essi esibivano anche una maggiore variabilità del prodotto.

---

Se rispettate, le regole del gold standard sono molto rigide: l'offerta di moneta è determinata unicamente dalla bilancia dei pagamenti, cosicché gli aggiustamenti macroeconomici devono essere interamente gestiti attraverso variazioni dei salari e dei prezzi.

---

Se le scoperte d'oro non incontrano i bisogni della domanda, incrementi dell'offerta reale di moneta possono verificarsi soltanto se il livello dei prezzi si riduce – il che significa che il prezzo dell'oro deve salire.



I Trattati  
monetari tra  
le due  
guerre

---

*Il periodo di fluttuazione  
libera (1919-1926)*

---

*Il secondo gold standard  
(1927-1931)*

---

*La fluttuazione  
controllata (1931-1939)*

# Il sistema di cambi fissi di Bretton Woods

---

Le basi per un nuovo ordine mondiale furono gettate alla **conferenza di Bretton Woods** del Luglio 1944, organizzata dalle Nazioni Alleate prima della fine della Seconda Guerra Mondiale.

---

La conferenza portò alla creazione del Fondo Monetario Internazionale (FMI), della Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (oggi nota come Banca Mondiale) e all'Accordo Generale sulle Tariffe sul Commercio, il precursore dell'Organizzazione Mondiale per il Commercio.

---

Il nuovo ordine monetario mondiale fu concepito per prevenire il ripetersi delle svalutazioni competitive e delle restrizioni unilaterali del commercio, eventi che avrebbero potuto mettere a rischio la ripresa economica del dopoguerra.

# Le regole di Bretton Woods

---

I tassi di cambio dovevano essere fissi, ed eventuali riallineamenti richiedevano la preventiva approvazione dell'FMI.

---

L'FMI avrebbe dovuto fornire prestiti in alternativa alla svalutazione per i paesi con difficoltà a riequilibrare la bilancia dei pagamenti.

---

Il dollaro era al centro del sistema. Tutti i paesi ufficialmente dichiararono una parità fissa, chiamata valore centrale o *par value* nei confronti del dollaro, il quale invece era ancorato direttamente all'oro. Alle valute era consentito di deviare per non più dell'1% dal *par value*.

---

I controlli degli scambi e delle tariffe furono consentiti solo come misure temporanee per il periodo immediatamente successivo alla guerra.

---

Ufficialmente tutte le valute erano definite in termini d'oro. Ciononostante, alla fine della Seconda Guerra Mondiale, gli USA detenevano circa il 70% di tutte le riserve auree ed erano l'unico paese sufficientemente credibile per fissare una parità con l'oro. Dato che il piano Marshall erogava ai paesi Europei riserve in dollari, l'approccio più ovvio per loro fu quello di dichiarare una parità con la moneta statunitense.

---

L'oro rimase la misura fondamentale del valore, ma per tutte le valute esso era intermediato dal dollaro. Per questa ragione, al sistema di Bretton Woods fu dato il nome di **gold exchange standard**. Il sistema, dunque, si reggeva sulla capacità degli USA di mantenere la parità dichiarata di 35\$ per oncia di oro.

Il Gold Exchange standard (1944 – 1971)

---

Per molto tempo, il sistema di Bretton Woods funzionò piuttosto bene e l'FMI divenne il custode autorevole del sistema di tassi di cambio fissi.

---

Le sue risorse erano fornite dai depositi degli stati membri, il 25% in oro o dollari statunitensi – in funzione delle riserve auree del paese – e il 75% nella valuta domestica del paese.

---

L'entità del deposito di un paese fu decisa in base all'entità del suo commercio internazionale, ed essa determinò il livello delle **quote**.

---

Le quote determinano l'importanza di voto di ogni stato membro e la sua capacità di prendere a prestito.

## Il Fondo Monetario Internazionale

---

Le svalutazioni erano all'inizio autorizzate soltanto in caso di squilibri strutturali, cioè per deficit della bilancia dei pagamenti di natura non temporanea (non ciclica).

---

Per aiutare gli stati membri ad evitare la svalutazioni, l'FMI mise (ed ancora mette) a disposizione risorse disponibili per prestiti immediati – chiamati “*purchase agreements*” quando vengono effettuati e “*repurchase*” quando sono rimborsati.

---

Ogni paese membro è eleggibile per un prestito immediato fino ad un valore pari alla sua quota. Oltre questo livello il prestito diventa condizionale.

---

Questa **condizionalità** è diventata la sorgente del potere dell'FMI, ed è sopravvissuta al collasso del sistema di Bretton Woods.

---

I prestiti dell'FMI

---

Poiché il dollaro statunitense era la moneta internazionale, l'economia mondiale doveva avere a disposizione sempre più dollari.

---

Per far sì che le scorte di dollari detenute a livello internazionale crescessero, gli USA dovevano incorrere in deficit della bilancia di pagamenti, proprio come la Gran Bretagna fece durante i giorni del gold standard.

---

Inevitabilmente, le passività ufficiali con l'estero degli USA dovevano superare la crescita delle riserve auree del paese.

---

A questo punto, gli USA non poterono più garantire il valore in oro del dollaro. Questo fatto è noto come **paradosso di Triffin**.

---

Una congiuntura di eventi politici ed economici portò la situazione al collasso.

---

Una moneta internazionale

# La fine di Bretton Woods

---

La rottura del legame tra oro e dollaro distrusse una componente chiave dell'Accordo di Bretton Woods, ma la crisi dell'oro non fu l'unico fattore a determinarne la fine. L'inflazione era cresciuta in molti paesi fin dalla fine degli anni '60, anche se a tassi di crescita profondamente differenti.

---

Questo determinò dei disallineamenti che misero in discussione le parità dei tassi di cambio che fino ad allora erano rimaste invariate dalla fine degli anni '40. Ad essi seguirono flussi speculativi di capitali. Il franco francese era stato svalutato nel 1958; il marco tedesco e il fiorino olandese erano stati rivalutati nel 1961.



---

L'ultimo grande sforzo di salvare la stabilità dei cambi fu un accordo raggiunto nel dicembre 1971 durante una conferenza alla Smithsonian Institution a Washington DC.

---

Il dollaro fu svalutato rispetto all'oro a \$38 per oncia, rimanendo tuttavia inconvertibile in oro, anche tra banche centrali.

---

Alcune valute furono rivalutate, altre svalutate. I margini delle fluttuazioni furono estesi dall'1% al 2,25% intorno al *par value*, mentre i paesi Europei mantennero un margine ridotto (dimezzato). Quest'accordo fu ribattezzato il "serpente" monetario.

---

Nel gennaio 1976, l'accordo della Jamaica ufficializzò il nuovo ruolo dell'FMI. Da allora, esso sarebbe stato incaricato di monitorare un sistema monetario mondiale caratterizzato da tassi di cambio sempre più flessibili.

Dallo Smithsonian Agreement alla Jamaica

---

La risposta europea alla crisi del Gold exchange standard fu l'istituzione del Sistema Monetario Europeo (SME), che divenne operativo nel marzo 1979.

---

I nove membri della Comunità Europea (CE) entrarono nello SME contemporaneamente, ma il Regno Unito si rifiutò di partecipare al **Meccanismo di Cambio (ERM)**, il sistema di tassi di cambio fissi, fino ad ottobre 1990.

---

Ad eccezione della Svezia, tutti i nuovi membri della CE (d'ora in poi UE), e cioè Grecia, Spagna, Portogallo, Austria e Finlandia contemporaneamente entrarono nell'ERM. Dopo forti **attacchi speculativi** sulle parità dell'ERM nel settembre del 1992, l'Italia e il Regno Unito lasciarono l'ERM, ma l'Italia rientrò nel 1997.

---

L'ERM formalmente scomparve con l'istituzione nel 1999 della **Unione Monetaria Europea (UME)**. Fu istituito un nuovo SME-II. L'ERM modificato servì come porta d'ingresso all'UME per i nuovi paesi membri e come possibile accordo per quei paesi membri dell'UE, come la Danimarca, che non vogliono adottare l'euro pur ancorando ad esso il loro tasso di cambio.

---

A gennaio 2012, 17 dei 25 paesi membri dell'UE avevano adottato l'euro.

---

Lo SME e l'UME

---

**Parità bilaterali:** i tassi di cambio erano fissi ma aggiustabili. In teoria, nessuna valuta era in posizione egemonica, come il dollaro USA nell'ambito di Bretton Woods.

---

**Decisioni consensuali:** un paese non poteva modificare la sua parità unilateralmente, in quanto i riallineamenti dovevano essere approvati da tutti gli stati membri.

---

**Supporto finanziario reciproco:** per difendere le parità le banche centrali degli stati membri erano autorizzate a prendere a prestito quantità virtualmente illimitate l'una dall'altra con preavvisi molto limitati. Era richiesto un tempestivo rimborso – normalmente entro 45 giorni – ma era possibile “girare” i crediti.

Le caratteristiche principali dello SME

---

In pratica, il marco tedesco si impose come valuta centrale. Sembrava che la Germania gestisse il suo tasso di cambio nei confronti del dollaro USA, lasciando alle altre banche centrali il compito di gestire i loro tassi rispetto al marco tedesco.

---

In effetti, in ogni accordo per fissare il tasso di cambio tra N valute esiste un grado di libertà aggiuntivo dopo che sono stati determinati tutti i tassi di cambio bilaterali.

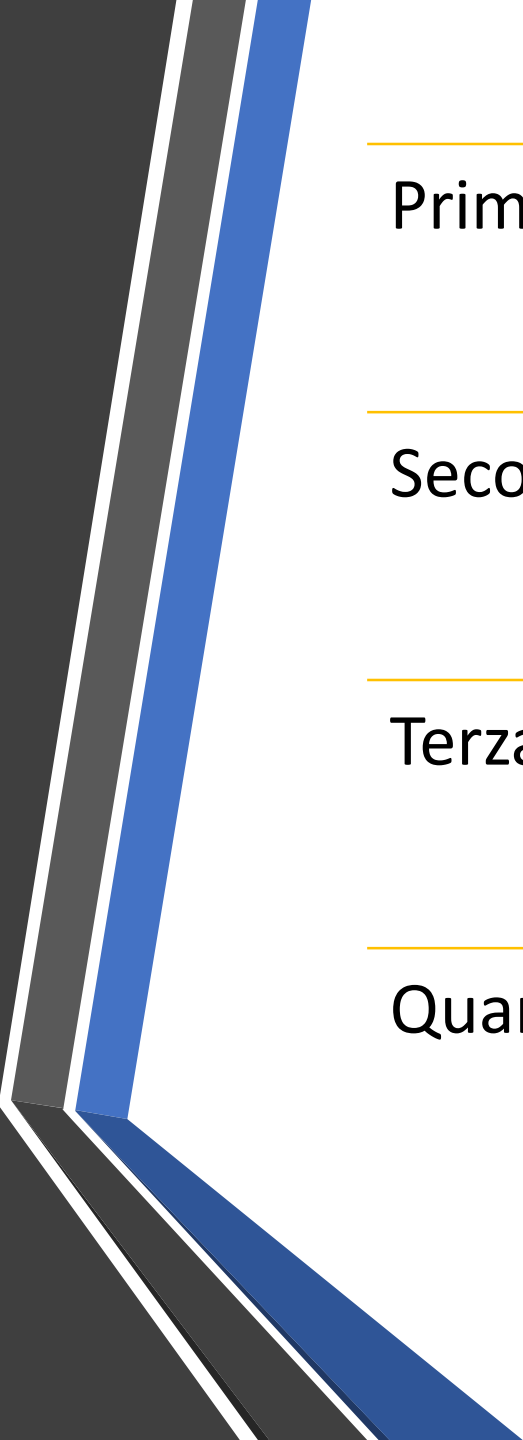
---

Quale membro o quale gruppo di stati membri dell'Unione Monetaria sia in grado di catturare l'ennesimo grado di libertà è una questione aperta. Alcuni tendono ad attribuire questo potere all'economia dominante o a quella più grande, altri a chi effettua la politica monetaria più conservatrice

L'egemonia del marco ed il «problema dell'N-1»

# Il problema dell' $N-1$

Poiché  $N - 1$  tassi di cambio bilaterali indipendenti sono fissi segue che  $N - 1$  banche centrali perdono la loro indipendenza, mentre l'ennesima rimane libera da vincoli di policy. Nel sistema di Bretton Woods tutte le banche centrali erano ancorate al dollaro, lasciando alla FED il compito di ancorare il dollaro all'oro. Nello SME, nessuno degli  $N$  paesi fu designato, ma la Bundesbank catturò l'ennesimo grado di libertà. In un'unione monetaria come l'UME, tutte le  $N$  banche centrali perdono la loro autonomia politica e una nuova banca centrale è creata per gestire la nuova valuta.



## Le quattro fasi dello SME

---

Prima fase (fino a metà Anni '80)

---

Seconda fase (da metà anni '80 al 1992)

---

Terza fase (dal 1992 al 1993)

---

Quarta fase (1993 – 1999)



# La trilogia impossibile

**Il principio della trilogia impossibile** afferma che i seguenti tre aspetti di un sistema monetario sono congiuntamente incompatibili:

- piena mobilità dei capitali;
- tassi di cambio fissi;
- indipendenza della politica monetaria.

Presi a due a due, tuttavia, queste caratteristiche sono compatibili e sono state osservate lungo tutta la storia monetaria ed anche oggi.

**N.B.** La trilogia impossibile è una diretta implicazione di modello di Mundell-Fleming sotto tassi di cambio fissi: se il capitale è perfettamente mobile, allora il tasso di interesse è definito esogenamente dal tasso estero, mentre l'offerta di moneta è endogena, e varia in funzione degli afflussi netti di capitale.



# La trilogia impossibile e lo SME

In principio lo SME fu in grado di sopravvivere grazie alla presenza dei controlli su capitali.

La seconda fase fu caratterizzata dal tentativo di adottare ovunque la stessa politica monetaria sotto la leadership della Germania. Fu durante questo periodo che i controlli sui capitali furono soppressi.

Lo shock della riunificazione della Germania e una recessione mondiale agli inizi degli anni '90 aumentarono i benefici dell'indipendenza della politica monetaria, e costrinsero ad un cambiamento di rotta (terza e quarta fase, corrispondenti all'abbandono del tasso di cambio fisso).

Una volta che i controlli sui capitali furono rimossi la scelta cadde su uno dei due estremi: o un'unica autorità monetaria o una libera fluttuazione. L'esperienza del 1992-1993 mostra che la tentazione dell'indipendenza monetaria fu rovinosa nell'ambito di un accordo per la fissazione del tasso di cambio.



# Il FMI: i presupposti dell'azione

L'influenza dell'FMI oggi è forse anche più forte di quanto lo fu al culmine del sistema di Bretton Woods, se non altro perché è responsabile di un sistema che è meno inconsistente internamente di quello precedente.

In linea di principio, i paesi sono oggi liberi di deprezzare la propria valuta in risposta a shock avversi, e nel lungo periodo queste politiche possono riportare le partite correnti a livelli consistenti con un vincolo di bilancio intertemporale. Spesso tuttavia, le autorità prevengono l'aggiustamento del tasso di cambio dovuto al verificarsi di shocks intervenendo sui mercati valutari esteri, a volte anche con valuta estera presa a prestito. Nel far ciò, esse possono esaurire le loro riserve di valuta.



# Il FMI come prestatore di ultima istanza

Quando viene chiamato a far fronte ad un'emergenza, l'FMI procede in tre passi:

- Valuta la situazione e formula delle raccomandazioni alle autorità.
- Segue la condizionalità: un prestito d'emergenza è offerto al paese in difficoltà, che in cambio si impegna ad effettuare una serie di riforme politiche.
- Man mano che il credito è erogato, tipicamente in più tranches, l'FMI monitora lo stato d'avanzamento dell'accordo e può sospendere il pagamento delle successive tranches se il paese in questione non rispetta gli accordi.

---

E' importante sottolineare come l'assistenza del Fondo non sia un dono ma un prestito, generalmente con una maturità di 1-4 anni.

---

Il tasso d'interesse praticato è leggermente superiore al tasso di mercato per scoraggiare l'uso del Fondo come sorgente economica di denaro.

---

La maggior parte delle istituzioni finanziarie private tratta soltanto con i paesi sovrani debitori in buoni rapporti con l'FMI, così il Fondo di solito ha una leva molto significativa sui paesi debitori, che sono generalmente esclusi dal mercato dei capitali privati.

---

Questo spiega certamente perché i paesi si rivolgono all'FMI, essendo anche ben disposti ad accettare le condizioni che esso pone. Nonostante l'opinione pubblica pensi il contrario, la maggior parte dei paesi di fatto ripaga i propri debiti.

---

La ragione è che l'FMI ha priorità su tutti gli altri creditori, e non ripagare l'FMI significa essere esclusi da tutte le altre fonti internazionali di finanziamento.

---

Osservazioni

---

Nonostante abbia perso il suo status di valuta ufficiale di cui godeva nel sistema di Bretton Woods, il dollaro rimane il mezzo di pagamento più utilizzato nel commercio internazionale e l'unità di conto delle riserve di valuta estera scelta dalle banche centrali.

---

Al fine di incrementare e stabilizzare l'offerta di liquidità internazionale alla conferenza di Rio nel 1967 si decise di creare **i diritti speciali di prelievo (DSP)**. I DSP consistono in una linea di credito allocata dall'FMI ad ogni paese in proporzione alla sua quota (precedentemente definita). Ogni paese membro può prelevare sulla sua linea di credito per ottenere valute convertibili dal Fondo.

---

Al tempo della loro istituzione, ai DSP era stato assegnato un valore pari a 35 unità per oncia d'oro, dunque valevano esattamente \$1. I DSP non erano tuttavia coperti da una garanzia o da riserve in oro o dollari. Proprio come la moneta creata dalle banche, i DSP hanno un valore semplicemente in quanto sono accettati.

---

I diritti speciali di prelievo (DSP)

---

Dopo che la convertibilità dell'oro fu sospesa, il valore dei DSP fu ridefinito in base ad un paniere di quattro valute.

---

I DSP hanno un rendimento pari ad un tasso d'interesse che viene calcolato come media ponderata dell'interesse associato alle quattro valute sottostanti.

---

Simbolicamente, il DSP è l'unità di conto dell'FMI. Essendo un paniere, esso è meno volatile di ognuna delle sue componenti e questo lo ha reso utile anche per altri scopi.

---

Le quattro valute e i loro pesi nel paniere, sono il dollaro (44%), l'euro (34%), lo yen (11%) e la sterlina (11%). I pesi riflettono l'utilizzo delle valute in ambito internazionale e sono revisionati ogni cinque anni.

---

I diritti speciali di prelievo (DSP)

---

L’FMI non interviene soltanto nelle emergenze, ma opera anche a livello di prevenzione. In particolare, esso monitora continuamente lo scenario macroeconomico di ogni paese membro, al fine di individuare possibili rischi valutari e mantenersi aggiornato sulla situazione locale, nel caso si manifestasse un’emergenza.

---

La sorveglianza è giustificata come uno strumento di prevenzione necessario ad evitare quelle politiche distruttive e “*beggar-thy-neighbour*” che danneggiarono gravemente l’economia mondiale durante il ventennio tra le due guerre.

---

Quando i paesi intraprendono politiche economiche che sono criticate dall’FMI, la disapprovazione del Fondo è presa in considerazione dal resto del mondo e di solito determina una pressione politica e finanziaria sia interna che esterna, che può arrivare ben oltre la correzione di politiche anomale.

## La sorveglianza dell’FMI

# Le azioni di sorveglianza dell'FMI

---

Visite e valutazioni annuali (chiamate “*Article IV consultations*”). La valutazione economica e le raccomandazioni dell'FMI, prima altamente confidenziali, sono adesso pubblicate sul sito web del Fondo (ogni paese ha il diritto di rifiutare la pubblicazione di queste informazioni, ma ciò è considerato un segnale negativo).

---

Due volte l'anno, l'FMI pubblica il *World Economic Outlook*, che esprime il suo punto di vista sulla situazione dei paesi membri.

---

Per i paesi in difficoltà, l'FMI esegue una “sorveglianza rafforzata”, che significa valutazioni e raccomandazioni espresse con maggiore frequenza.

---

Per i paesi che hanno preso a prestito dal Fondo, i cosiddetti “*programme countries*”, il monitoraggio è più o meno permanente ed è basato su obiettivi concordati riguardanti le politiche e i risultati.

---

Nel corso degli anni '90, il mondo è diventato globale. Ciò significa, tra le altre cose, che il commercio e l'integrazione finanziaria sono cresciuti di molto.

---

Barriere al commercio esistenti da lungo tempo sono state abbattute quando molti paesi (specialmente in America Latina e Asia), che si erano a lungo tenuti fuori dalla competizione internazionale, hanno cambiato rotta e sono divenuti essi stessi strenui competitors. Essi hanno anche aperto i loro conti finanziari, stabilendo la piena convertibilità della loro valuta e autorizzando la quasi completa mobilità dei capitali.

---

Queste forme di liberalizzazione hanno riscosso, nella prima fase, grandi successi. In questa fase, in molti paesi un periodo di ripresa economica è stato spesso sostenuto dalle esportazioni e alimentato da considerevoli afflussi di capitali.

---

Poi, nella maggior parte delle economie emergenti, è avvenuto qualcosa di molto grave.

---

## La globalizzazione e le crisi valutarie



- Le crisi causate dai fondamentali
- Le crisi che non dipendono dai fondamentali

I cicli di espansione e recessione  
("booms and busts cycles")

# La scelta del regime di tasso di cambio

---

Anche dopo la fine del gold standard, *policy makers* ed economisti hanno discusso sui meriti di un regime di tassi di cambio fissi rispetto a un regime di tassi di cambio flessibili.

---

La scelta del regime di tasso di cambio è stata sempre percepita come la scelta tra i tassi di cambio fissi ma aggiustabili di un sistema tipo quello di Bretton Woods, contro una più o meno libera fluttuazione dei tassi.

---

Molti stili si sono succeduti, da Bretton Woods agli accordi della Jamaica. Oggi il pendolo sembra oscillare verso un ritorno ad accordi simili al gold standard (unioni monetarie, *currency boards*, dollarizzazione), che si fondano largamente sul meccanismo di Hume.

---

Ravvivato dal fenomeno della globalizzazione e delle recente crisi, il dibattito ha anche sollevato la vecchia questione della desiderabilità della liberalizzazione dei flussi di capitali.

---

Gli argomenti in favore dei tassi di cambio flessibili possono essere ricondotti all'idea che sia meglio lasciare la determinazione del tasso di cambio ai mercati piuttosto che alle autorità di politica monetaria.

---

Esiste un argomento che effettivamente si pone contro i tassi di cambio flessibili, e contro la visione che i mercati funzionino meglio delle autorità monetarie.

---

L'argomento si fonda sull'osservazione che i tassi di cambio flessibili tendono a fluttuare in modo più ampio, troppo ampio per essere spiegato da differenziali nell'inflazione o da shock reali.

Tassi di cambio fissi vs tassi di cambio flessibili

# Argomenti a favore dei tassi di cambio flessibili

Variazioni dei tassi di cambio sono spesso necessarie per compensare i differenziali di inflazione (il principio della PPP). I tassi di cambio fisso possono essere aggiustati solo sporadicamente e quindi per lunghi periodi essi restano disallineati. Inoltre, tali riallineamenti sono facilmente prevedibili e portano ad attacchi speculativi.

Variazioni del tasso di cambio sono spesso necessarie per far fronte a shock che alterano la competitività esterna, come variazioni dei prezzi dell'energia, l'emergere di nuovi competitors, ecc. Con un tasso di cambio fisso, o si devono aggiustare tutti i prezzi o si deve accettare una variazione del tasso di cambio.

Data la rigidità dei prezzi e salari come una questione assodata, il primo approccio può essere lungo e doloroso, e a volte determina una compensazione della pressione sui salari e sui prezzi realizzata attraverso il meccanismo della curva di Phillips, cioè attraverso una maggiore disoccupazione.

# Argomenti contro i tassi di cambio fissi

Non sappiamo con precisione quale dovrebbe essere il valore di equilibrio del tasso di cambio. Gli errori di policy accadono per ignoranza, o per motivazioni politiche errate.

I tassi di cambio fissi sono vulnerabili alle crisi. Solo quei paesi con credenziali impeccabili (nessuna vulnerabilità, una banca centrale molto credibile), possono considerarsi immuni da attacchi speculativi. Tutti gli altri possono essere soggetti a crisi di prima, seconda o terza generazione, con conseguenze devastanti.

# Argomenti contro i tassi di cambio flessibili

---

L'*overshooting* implica che il tasso di cambio tende a distanziarsi dal suo livello di equilibrio.

---

I mercati valutari scontano considerevoli livelli d'incertezza associati ad ampi pay-off quando la scommessa è giusta, e ad ampie perdite quando è sbagliata. Questo fa sì che i mercati si muovano a singhiozzo, amplificando l'incertezza e l'instabilità del sistema economico.

---

A torto o a ragione, la maggior parte dei paesi europei ha dimostrato un forte attaccamento alla stabilità del tasso di cambio fin dal 1945.

---

La paura è stata sempre quella che la volatilità del tasso di cambio potesse danneggiare il commercio intra-UE, minacciando il Mercato Unico.

---

La decisione di creare un'Unione Monetaria può essere vista come l'ultimo passo di una serie di sforzi volti a mantenere stabili i tassi di cambio intra-UE.

---

Argomenti a favore dei tassi di cambio fissi

# I controlli sui capitali

---

Il processo d'integrazione finanziaria, iniziato negli anni '80 e accelerato negli anni '90, è diventato controverso, se non altro perché è stato associato all'ondata di crisi valutarie nei mercati emergenti.

---

Uno dopo l'altro, i paesi sviluppati e poi quelli in via di sviluppo hanno rimosso i controlli sui capitali che erano stati istituiti alla fine della Seconda Guerra Mondiale, e a volte anche prima.

---

Le restrizioni erano molteplici: (1) la totale proibizione di scambi commerciali di moneta e di altri strumenti finanziari, (2) limiti su tali trasferimenti, (3) mercati valutari duali (uno fisso, per le transazioni commerciali, uno flessibile, per le transazioni finanziarie) e, più recentemente, (4) la Tobin Tax.



# Argomenti contro i controlli sui capitali

---

Gli oppositori dei controlli sui capitali affermano che le restrizioni sul libero movimento dei capitali impediscono ai risparmiatori di ottenere i migliori rendimenti possibili, e dunque impediscono alle imprese di ottenere prestiti alle condizioni più favorevoli. Sia il risparmio che l'investimento ne soffrono, con effetti negativi sulla crescita di lungo periodo.

---

Poiché tassi d'interesse alti e crescenti segnalano un peggioramento della situazione, essi tendono ad impartire una disciplina ai governi imprudenti. Eliminare il segnale offre un rifugio a tali governi, ma al costo di un peggioramento di una situazione futura che potrebbe determinare l'insorgere di una crisi.

# Argomenti a favore della restrizione dei capitali

---

I mercati finanziari sono instabili e soggetti a mode passeggere e crisi di panico. Il risultato è una volatilità che non è giustificata dai sottostanti fondamentali economici e che determina l'insorgere di un costo per le famiglie e per le imprese.

---

La piena mobilità dei capitali rende inefficace la politica monetaria in presenza di un regime dei cambi fissi, e rende la politica fiscale inefficace con cambi flessibili, dunque restringere la mobilità dei capitali ripristina l'opzione di utilizzare strumenti di gestione della domanda.

---

La maggior parte dei movimenti internazionali dei capitali avvengono nel brevissimo periodo, e sono spesso legati a opportunità di trading intra-day, piuttosto che a investimenti di lungo termine in capitale fisico o umano.

---

La principale debolezza dei regimi di tasso di cambio fissi in presenza di perfetta mobilità dei capitali è che nella maggior parte dei casi essi richiedono l'abbandono di una politica monetaria indipendente. Ma per far ciò, i banchieri centrali devono essere educati a rinunciare ad ogni speranza di influenzare le condizioni monetarie del contesto locale; poche banche centrali, tuttavia, sono sopravvissute a tale regola. Come risultato, i regimi di tassi di cambio fissi sono soggetti a crisi speculative e hanno dimostrato capacità di sopravvivenza piuttosto limitate.

---

L'argomento, tuttavia, può essere capovolto. Una diretta implicazione del principio della trilogia impossibile è che regimi di cambi fissi è più facile che sopravvivano in presenza di controlli sui capitali. Un buon esempio è lo SME.

---

Dunque, la scelta non è solo tra tassi di cambio fissi e flessibili, ma interessa anche la mobilità dei capitali. Paesi che danno valore alla stabilità del tasso di cambio non dovrebbero abolire tutte le restrizioni sui movimenti dei capitali. Allo stesso modo, paesi che preferiscono la piena mobilità dei capitali non dovrebbero adottare un regime di tassi di cambio fissi per troppo tempo.



## Mobilità dei capitali e regimi di cambio

# Osservazioni

---

Se la piena mobilità dei capitali è considerata come un'inesorabile evoluzione delle relazioni economiche, l'opzione del tasso di cambio fisso potrebbe diventare una scelta troppo naïve.

---

La trilogia impossibile significa che l'autonomia della politica monetaria deve essere sacrificata, ma pochi paesi sono pronti a tale passo, che potrebbe essere difficile da difendere sul fronte politico interno.

---

Inoltre, il fenomeno delle crisi di seconda generazione suggerisce che questo processo può richiedere anni, forse decenni, prima che la banca centrale raggiunga un livello di credibilità tale da eliminare le vulnerabilità. Nel frattempo aleggia la minaccia di crisi valutarie.

# Hollowing out e crowling pegs

---

L'ipotesi di “***hollowing-out***” (svuotamento) afferma che la scelta dei regimi di cambio non è più tra tassi flessibili e ancoraggi leggeri – il tradizionale regime di tassi di cambio fissi e aggiustabili – ma tra tassi flessibili e ancoraggi forti.

---

I critici dell'ipotesi di “*hollowing-out*” affermano che gli ancoraggi leggeri sono ancora praticabili, posto che le bande di fluttuazione siano larghe abbastanza e che la parità possa variare (le cosiddette “*crawling pegs*”) per tener conto della variabilità delle condizioni economiche.

# L'optimal sequencing

---

Esiste una via ottima alla liberalizzazione? La risposta è quella di adottare una **sequenza ottima** di forme di liberalizzazione.

---

McKinnon ha proposto un ordinamento ottimale della sequenza. Esso si basa su due idee principali.

---

In primo luogo, la liberalizzazione dovrebbe iniziare con le restrizioni che sono più costose in termini di efficienza economica.

---

In secondo luogo, alcuni passi devono essere fatti prima di altri per evitare inconsistenze.



# Dollarizzazione o euroizzazione

La dollarizzazione consiste nell'adozione unilaterale da parte di un paese del dollaro come unica valuta legale, cosa che può essere pensata come un'unione monetaria unilaterale con gli USA. Essa può implicare il collegamento ad un'altra valuta, come ad esempio l'euro. Questo tipo di accordo è così simile al gold standard come può esserlo un sistema monetario che non ha bisogno di utilizzare l'oro come circolante. Esso funziona allo stesso modo, incluso il meccanismo di Hume.

Una ragione per dollarizzare la propria economia risiede nella percezione che una banca centrale estera sarà maggiormente in grado di difendere la stabilità dei prezzi rispetto alla banca nazionale. Un'altra ragione è una comprovata inability a tenere a freno l'inflazione. Se gli scambi commerciali sono intensi con il paese del quale è stata adottata la valuta, il meccanismo funziona. Resta, tuttavia, il fatto che il tasso d'interesse interno è completamente determinato dalle condizioni economiche estere, con tutti disagi che ciò comporta.

# Currency boards

I *currency boards* ricalcano la dollarizzazione, ad eccezione del fatto che viene mantenuta la valuta locale. Ci sono tre principali tipologie di *currency board*:

- Viene stabilito un tasso di cambio fisso con la valuta cui ci si ancora. A tale tasso, la valuta locale è pienamente convertibile in quantità illimitate nella valuta di ancoraggio.
- La valuta locale è pienamente garantita da riserve. Questo è richiesto come contropartita della piena ed illimitata convertibilità.
- I *currency boards* spesso detengono riserve pari al 105% o 110% delle loro passività, una precauzione necessaria in quanto la maggior parte della moneta è prodotta da banche commerciali che non sono soggette al vincolo del 100% di riserva obbligatoria.
- In pratica, ciò significa che l'offerta di moneta ad alto potenziale è interamente determinata dalla bilancia dei pagamenti attraverso il meccanismo di Hume. Le autorità monetarie sono completamente passive.



# Le Unioni monetarie

---

Un'Unione Monetaria implica l'irrevocabile determinazione dei tassi di cambio e l'abbandono dei margini di fluttuazione tra un certo numero di paesi. Di fatto, ciò significa che le valute individuali diventano indistinguibili, e viene istituita una valuta comune.

---

L'immediata implicazione di tutto ciò è che le singole banche centrali perdono ogni restante autonomia, anche se una banca centrale è necessaria per gestire la valuta comune. Questo è un caso speciale del **problema N – 1**.

---

La banca centrale dell'Unione gestisce l'offerta monetaria complessiva. I tassi d'interesse sono gli stessi in tutta l'Unione in quanto la moneta può circolare liberamente. Le offerte di moneta nazionale sono, dunque, determinate dal meccanismo di Hume.

# La teoria delle aree valutarie ottimali

Una regione costituisce un'area valutaria ottima quando l'uso di una valuta comune non implica una perdita di welfare. Il miglior modo di pensare a questa regola è quello di chiedersi cosa si perde quando si abbandona lo strumento del tasso di cambio.

Questo fatto è problematico quando l'Unione è scossa da shock asimmetrici, cioè da shock che colpiscono alcuni paesi ma non altri. Sotto queste condizioni – e quando salari e prezzi sono rigidi – il tasso di cambio è molto utile. Gli aggiustamenti conseguenti agli shock asimmetrici devono avvenire attraverso i prezzi e questo può essere molto doloroso.

La teoria delle aree valutarie ottimali è alla ricerca di criteri che rendano tali aggiustamenti non necessari. Robert Mundell propose due principali criteri:

- Mobilità dei fattori;
- Assenza di shock asimmetrici.

## Riferimenti bibliografici

Burda M., Wyplosz C., «Macroeconomia. Un'analisi europea», Nuova edizione italiana a cura di Marcello Messori e Lorenzo Carbonari, Egea 2014, Cap. 19.