

## 12.5 I tassi di cambio dovrebbero essere fissi o fluttuanti?

Avendo analizzato il funzionamento dell'economia in regime di tassi di cambio sia fluttuanti sia fissi, ora possiamo chiederci quale tra i due sistemi sia preferibile.

### VANTAGGI E SVANTAGGI DEI DIVERSI REGIMI DI TASSI DI CAMBIO

Il principale argomento a favore di un regime di tassi di cambio fluttuanti è che questo sistema permette di utilizzare la politica monetaria anche per scopi diversi dalla determinazione e dal mantenimento di un tasso di cambio. Nel regime di tassi di cambio fissi, invece, la politica monetaria è dedicata unicamente all'obiettivo di mantenere il tasso di cambio al livello dichiarato. Ma il tasso di cambio non è che una delle variabili macroeconomiche che possono essere influenzate dalla politica monetaria. Un sistema di tassi di cambio fluttuanti lascia i responsabili della politica monetaria liberi di perseguire altri obiettivi, come la stabilizzazione dell'occupazione o dei prezzi.

I sostenitori del regime di tassi di cambio fissi affermano che l'incertezza del valore dei tassi di cambio ostacola il commercio internazionale. Dopo l'abbandono del sistema monetario definito dall'accordo di Bretton Woods, nei primi anni 1970, i tassi di cambio sia reali sia nominali sono stati molto più volatili di quanto ci si aspettasse. Alcuni economisti attribuiscono questa volatilità a un'irrazionale e destabilizzante speculazione da parte degli investitori internazionali. I dirigenti di impresa spesso ritengono che tale volatilità sia dannosa, perché accresce l'incertezza che accompagna sempre le transazioni internazionali. Eppure, nonostante la volatilità dei tassi di cambio, anche dopo l'adozione di un regime di tassi di cambio fluttuanti il volume del commercio mondiale ha continuato a crescere.

I sostenitori del regime di tassi di cambio fissi a volte affermano che l'impegno a mantenere un tasso di cambio fisso è un modo per sottoporre le autorità monetarie di un paese a una ferrea disciplina e per impedire una crescita eccessiva dell'offerta di moneta. In realtà, l'attività di una banca centrale potrebbe essere vincolata a un gran numero di altre regole. Per esempio, nel capitolo 14 discuteremo le regole a cui può essere vincolata la politica economica, come un obiettivo di crescita del PIL nominale o un livello predefinito del tasso di inflazione. Fissare il tasso di cambio ha il vantaggio di una maggiore semplicità di implementazione, rispetto a vincoli alternativi, perché l'aggiustamento dell'offerta di moneta è automatico; lo svantaggio è una maggiore volatilità del reddito e dell'occupazione.

In pratica, l'alternativa tra tassi di cambio fissi e fluttuanti non è così netta come potrebbe sembrare: in un regime di tassi di cambio fissi un paese può modificare il valore della propria valuta nel caso in cui il mantenimento del tasso di cambio prefissato fosse gravemente pregiudizievole per il raggiungimento di altri obiettivi. D'altro canto, i paesi che adottano regimi di tassi di cambio fluttuanti spesso fanno riferimento a obiettivi formali o informali per il tasso di cambio nel decidere se espandere o contrarre l'offerta di moneta. Nella realtà, difficilmente si osservano regimi di tassi di cambio completamente fissi o completamente fluttuanti; in ogni caso, la stabilità del cambio è sempre uno degli obiettivi prioritari della banca centrale.

### ATTACCHI SPECULATIVI, «CURRENCY BOARD», «DOLLARIZZAZIONE» ED «EURIZZAZIONE»

Immaginate di essere il governatore della banca centrale di un piccolo paese. Insieme agli altri responsabili della politica economica decidete di fissare il valore della vostra valuta – che per comodità chiameremo lev – rispetto all'euro. Da adesso in avanti, un lev verrà scambiato con un euro.

Come già discusso, questo significa che dovete essere disposti ad acquistare o vendere un lev in cambio di un euro in qualunque circostanza. L'offerta di moneta si adeguerà automaticamente per fare in modo che il tasso di cambio di equilibrio sia uguale a quello che avete definito come obiettivo. Questo progetto, però, è esposto a un problema potenziale: potreste finire gli euro. Se un gran numero di individui si rivolgesse alla banca centrale per vendere grandi quantitativi di lev, le riserve in euro della banca centrale po-

debbero ridursi a zero. In questo caso la banca centrale non avrebbe altra scelta che abbandonare il cambio fisso e lasciare che il lev si deprezzi.

Questo fatto genera la possibilità di un *attacco speculativo*: un cambiamento delle percezioni degli investitori che rende insostenibile il tasso di cambio fisso. Supponiamo che, per ragioni imperscrutabili, si sparga la voce che la banca centrale ha intenzione di abbandonare il tasso di cambio fisso. Gli individui reagirebbero precipitandosi alla banca centrale per convertire lev in euro prima che i lev perdano valore. Questa corsa a cambiare i lev in euro prosciugherebbe le riserve in euro della banca centrale e potrebbe costringerla ad abbandonare effettivamente il tasso di cambio prestabilito. Le percezioni degli investitori, quindi, si autorealizzerebbero.

Per evitare questa eventualità, alcuni economisti affermano che un tasso di cambio fisso debba essere supportato da un *currency board*, come quello adottato da Bulgaria, Estonia e Lituania. Un *currency board* è un meccanismo attraverso il quale la banca centrale è costretta a detenere valuta straniera a sufficienza per coprire le emissioni della propria moneta. Nel nostro esempio, la banca centrale dovrebbe detenere un euro (o investire un euro in titoli di Stato emessi dal governo di un paese europeo) per ogni lev emesso. Indipendentemente dalla quantità di lev presentati per la conversione, la banca centrale non potrebbe esaurire gli euro perché il lev è sostenuto in un rapporto uno a uno dagli euro.

Dopo aver adottato un *currency board*, il passo successivo potrebbe essere l'abbandono del lev e la sua sostituzione con l'euro. Probabilmente è proprio questo l'obiettivo di lungo termine di Bulgaria, Estonia e Lituania, nel quadro del loro processo di integrazione nell'Unione europea.

Come vedremo nel resto del capitolo, però, i membri di un'unione monetaria, come l'Unione monetaria europea, di solito condividono le entrate da signoraggio che derivano dall'emissione di banconote denominate nella valuta comune. Ma se un paese decide di adottare unilateralmente la valuta di un altro paese come propria moneta – come è accaduto a Panama con il dollaro statunitense – soltanto il paese emittente beneficia delle entrate da signoraggio. Il vantaggio che deriva dall'adozione della moneta di un altro paese è l'importazione, di fatto, del livello e della stabilità dei prezzi del paese emittente. È questa la ragione per cui molti paesi ad alta inflazione dell'America Latina hanno adottato il dollaro statunitense, ufficialmente come ha fatto Panama, oppure ufficiosamente, perché i loro cittadini preferiscono il dollaro alla propria moneta nazionale come deposito di valore. Non a caso, questo processo è detto *dollarizzazione*.

In Europa si dibatte se i paesi dell'Europa centrale e orientale di nuova accessione all'Unione europea – cioè le economie dell'ex blocco sovietico che si stanno integrando e hanno superato la prima fase del processo per entrare nell'Unione monetaria europea – debbano «eurizzarsi» unilateralmente e adottare l'euro come propria valuta, accettando la perdita del signoraggio a vantaggio di una più stretta integrazione europea. Come discuteremo più avanti, l'Unione europea ha stabilito vari criteri che un paese deve soddisfare per poter aderire all'Unione monetaria europea, e l'adozione unilaterale dell'euro finirebbe di fatto per aggirarli. Oltre alla perdita delle entrate da signoraggio, un paese «eurizzato» non avrebbe voce in capitolo nella determinazione del tasso di interesse dell'area dell'euro. Infine – e questo sarebbe ancor più importante – il costo politico di una tale decisione sarebbe molto alto: se un paese di nuova accessione cercasse di entrare a forza nell'Unione monetaria europea senza il pieno consenso degli altri paesi membri, potrebbe veder diminuire la possibilità di essere un giorno accettato come membro a pieno titolo.

## ANALISI DI UN CASO

### LE CRISI FINANZIARIE INTERNAZIONALI: L'ATTACCO SPECULATIVO AL MECCANISMO DI CAMBIO EUROPEO, 1992

Prima dell'introduzione dell'euro – che analizzeremo in dettaglio nel capitolo 16 – la maggior parte dei paesi membri dell'Unione europea che ora appartengono all'area del-

l'euro, insieme ad altri come il Regno Unito, la Danimarca, la Norvegia e la Svezia, partecipavano al meccanismo di cambio europeo introdotto dal Sistema monetario europeo

(SME), lo European Exchange Rate Mechanism (ERM)<sup>4</sup>. Agli inizi degli anni 1990 l'ERM era un regime di cambi «semi-fissi» nel quale i tassi di cambio tra le valute dei paesi membri potevano fluttuare entro una banda di oscillazione del  $\pm 2,25\%$  intorno a una parità concordata (con la sola eccezione della lira italiana, la cui banda di oscillazione consentita era del  $\pm 6\%$ ). Il valore delle valute aderenti all'ERM in termini delle valute di paesi terzi (come il dollaro statunitense) era determinato dal mercato (cioè, fluttuava liberamente). Se una valuta dell'ERM manifestava la tendenza a uscire dalla banda di oscillazione assegnata, il governo del paese interessato era tenuto a prendere provvedimenti per riportare la propria valuta entro i parametri previsti. Una delle ragioni che avevano spinto alla creazione dell'ERM era ridurre l'incertezza provocata dai tassi di cambio fluttuanti, permettendo però ai paesi membri di mantenere una propria valuta.

Tuttavia, come abbiamo già sottolineato, i regimi di tassi di cambio fissi di questo tipo sono soggetti al rischio di attacchi speculativi: gli speculatori internazionali cominciano a vendere massicciamente una valuta, nella convinzione di poter costringere il governo del relativo paese a lasciare che il valore della valuta crolli, in modo da riacquistare la valuta venduta a un prezzo più basso e realizzare quindi un profitto. Di solito la prima reazione di un governo a fronte di un attacco speculativo contro la propria valuta è quella di aumentare il tasso di interesse; ma se gli speculatori continuano a vendere la valuta, per fermare il deprezzamento la banca centrale è costretta a intervenire nel mercato dei cambi per comprare la propria valuta. Se gli speculatori insistono nell'attacco speculativo, le riserve di valuta estera prima o poi si esauriscono e il paese si trova costretto a lasciare che la valuta nazionale si deprezzi nel mercato dei cambi. A quel punto, gli speculatori possono riacquistare a un prezzo più basso la valuta che avevano venduto a un prezzo più alto, realizzando ingenti guadagni. Naturalmente, il fatto di usare tutte le riserve di valuta estera per difendere la valuta nazionale nel mercato dei cambi a un tasso non favorevole costituisce per il governo una perdita colossale, tanto più che a seguito del deprezzamento

la moneta nazionale ha un valore molto più basso in relazione alle valute estere. Di conseguenza, il governo potrebbe decidere di lasciar deprezzare la valuta prima di esaurire completamente le riserve valutarie, che sarebbe comunque destinato a esaurire senza successo.

Questo è esattamente quanto accaduto all'ERM nel 1992. A partire dalla metà di quell'anno gli speculatori cominciarono a vendere massicciamente diverse valute dell'ERM acquistando marchi tedeschi, concentrandosi inizialmente sulla sterlina britannica e sulla lira italiana, per poi passare anche alle valute dei paesi scandinavi. Il 16 settembre 1992 – un giorno passato alla storia come il «mercoledì nero» – gli speculatori, guidati da George Soros (il noto finanziere statunitense di origini ungheresi), affondarono il colpo di grazia e lanciarono un massiccio attacco speculativo contro l'ERM. Nel disperato tentativo di salvare la sterlina, il governo britannico aumentò il tasso di interesse tre volte nel corso della giornata, portandolo dal 10% al 12% e, infine, al 15%. Allo stesso tempo, ordinò alla Bank of England di intervenire nel mercato dei cambi, acquistando massicciamente sterline. Ma con le riserve valutarie ormai ridotte al minimo e l'attacco speculativo che non accennava a placarsi, alla fine il governo britannico fu costretto a lasciare che la sterlina si svalutasse, uscendo dall'ERM.

In quella stessa giornata anche la lira italiana fu costretta a uscire dall'ERM. Gli speculatori tennero alta la pressione e prima della fine dell'anno costrinsero anche la Norvegia e la Svezia a svalutare le proprie valute, lasciandole fluttuare liberamente nel mercato dei cambi. A metà del 1993 l'ERM fu ricostituito, ma con una banda di oscillazione più ampia, a  $\pm 15\%$ : ma Regno Unito, Norvegia e Svezia decisero di non partecipare al nuovo meccanismo di cambio.

Secondo i dati pubblicati dal governo britannico nel 2005, per il Regno Unito il costo delle fallite operazioni di intervento nel mercato dei cambi durante il «mercoledì nero» fu di 3,3 miliardi di sterline. Si dice che George Soros abbia realizzato un guadagno di 1 miliardo di sterline grazie al successo di questo attacco speculativo.

<sup>4</sup> In effetti, per essere esatti, né la Norvegia né la Svezia partecipavano ufficialmente all'ERM, dato che nessuno dei due era un paese membro della Comunità europea (oggi Unione europea). La Svezia ha fatto il suo ingresso nella UE nel 1995 e la Norvegia non è ancora oggi (2007) membro della UE. Ma le banche centrali svedese e norvegese perseguivano una politica di ancoraggio della propria valuta alle valute dell'ERM molto simile a quella che avrebbero adottato se avessero aderito a pieno titolo all'accordo valutario continentale.

#### IL «TRILEMMA» DELLA POLITICA ECONOMICA

L'analisi dei regimi di tassi di cambio ci porta a una semplice conclusione: non si può avere la botte piena e la moglie ubriaca. Per essere più precisi, è impossibile che una nazione abbia perfetta mobilità dei capitali, tassi di cambio fissi e una politica monetaria indipendente. Questo fatto, spesso definito il *trilemma della politica economica*, è descritto nella figura 12.12: un paese deve scegliere un lato del triangolo, rinunciando ai caratteri istituzionali del vertice opposto.

La prima possibilità è permettere la libera circolazione dei capitali ed esercitare una politica monetaria indipendente, come hanno fatto il Regno Unito, la Norvegia e la Svezia negli anni a cavallo tra il ventesimo e il ventunesimo secolo. In questo caso è impossibile avere un tasso di cambio fisso: il tasso di cambio deve essere libero di fluttuare per mantenere il mercato dei cambi in equilibrio.

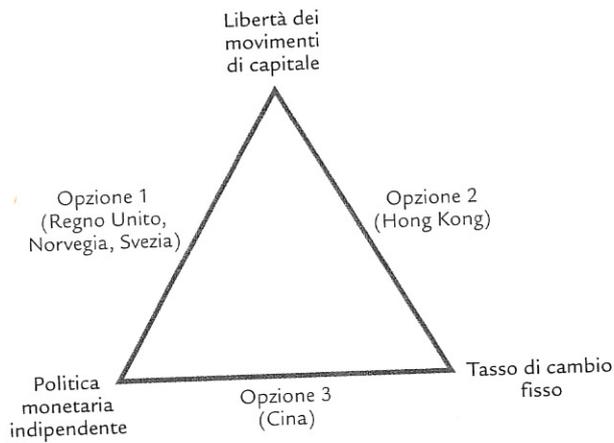


FIGURA 12.12

**Il trilemma della politica economica**

È impossibile per una nazione avere piena libertà dei movimenti di capitale, un tasso di cambio fisso e una politica monetaria indipendente. Tutti i paesi devono scegliere un lato del triangolo rappresentato nel grafico, rinunciando a ciò che corrisponde al vertice opposto.

La seconda possibilità consiste nel permettere la libera circolazione dei capitali e fissare il tasso di cambio, come ha scelto di fare Hong Kong nel medesimo periodo. In questo caso il paese perde la capacità di praticare una politica monetaria indipendente: l'offerta di moneta deve essere adeguata in modo da mantenere il tasso di cambio al suo livello prefissato. In un certo senso, quando un paese vincola la propria valuta a quella di un altro paese, decide di fatto di adottarne la politica monetaria.

La terza possibilità è limitare i flussi internazionali di capitale, come ha fatto la Cina. In questo caso il tasso di interesse nazionale non è più vincolato al tasso di interesse mondiale, ma è determinato dalle forze economiche interne, come nel caso di un'economia chiusa. Di conseguenza, è possibile sia fissare il tasso di cambio sia condurre una politica monetaria indipendente.

La storia ha dimostrato che le nazioni possono scegliere, e scelgono, diversi lati del triangolo. Ciascun paese deve domandarsi se vuole convivere con la volatilità dei tassi di cambio (opzione 1), rinunciare a esercitare a una politica monetaria indipendente a vantaggio della stabilizzazione (opzione 2) o limitare la capacità dei propri cittadini di operare nei mercati finanziari mondiali (opzione 3). Il trilemma della politica economica ci dice che nessun paese può sottrarsi a queste decisioni.

### ANALISI DI UN CASO L'UNIONE MONETARIA EUROPEA: LA QUADRATURA DEL TRIANGOLO?

Nel capitolo 16 analizzeremo in profondità le questioni economiche legate alla decisione di un gruppo di paesi di dotarsi di una moneta unica, costituendo una cosiddetta «area valutaria comune». Uno degli esempi più importanti di area valutaria comune è l'area dell'euro, composta dalle nazioni europee che aderiscono all'Unione economica e monetaria (UEM) e che hanno adottato l'euro come propria moneta. Per certi versi, l'euro non sembra rientrare in alcuna delle tre opzioni del triangolo del trilemma della politica economica: i membri dell'UEM non pongono alcun limite alla libera circolazione dei capitali, né all'interno né all'esterno dell'area dell'euro; non fissano il tasso di cambio tra l'euro e le valute non UEM (come la sterlina britannica, la corona svedese e il dollaro statunitense); eppure, dato che i paesi dell'UEM hanno la stessa moneta (l'euro) devono avere anche uno stesso tasso di interesse e non possono esercitare una politica monetaria indipendente.

Per risolvere questo apparente paradosso, basta constatare che i paesi appartenenti all'UEM hanno scelto un'opzione del trilemma come gruppo e un'altra opzione all'interno del gruppo.

Dato che l'euro è libero di fluttuare rispetto alle altre valute, i paesi UEM nel loro complesso sono liberi di perseguire una politica monetaria indipendente dalla politica monetaria di qualsiasi altro paese del mondo. Perciò l'area dell'euro, *in quanto gruppo di paesi*, ha scelto l'opzione 1: la libera circolazione dei capitali dentro e fuori dall'area dell'euro e un'unica politica monetaria per tutta l'area dell'euro, indipendente dalla politica monetaria dei paesi non appartenenti all'UEM.

*Nell'ambito dell'area dell'euro*, tuttavia, i singoli paesi che hanno adottato l'euro come moneta unica hanno, implicitamente, fissato il tasso di cambio rispetto alla valuta degli altri paesi aderenti. Per esempio, un euro in Germa-

nia avrà sempre lo stesso valore in termini di euro francesi e, di conseguenza, la Francia non può perseguire una politica monetaria indipendente da quella tedesca. Quindi *all'interno del gruppo* i paesi dell'area dell'euro hanno scelto l'opzione 2: libera circolazione dei capitali e tasso di cambio fisso tra i paesi membri dell'UEM, ma rinuncia all'indipendenza della politica monetaria tra i paesi stessi.

Ne risulta che i paesi membri dell'UEM hanno elimi-

nato la volatilità dei tassi di cambio tra le rispettive valute, ma non rispetto al resto del mondo (opzione 1 a livello di gruppo e opzione 2 all'interno del gruppo); hanno rinunciato a esercitare politiche monetarie indipendenti tra di loro, ma non rispetto ai paesi terzi (opzione 2 all'interno del gruppo e opzione 1 a livello di gruppo); e hanno deciso di non limitare la capacità dei propri cittadini di partecipare ai mercati finanziari internazionali.

## ANALISI DI UN CASO

## LA CONTROVERSIA VALUTARIA CINESE

Tra il 1995 e il 2005 la valuta cinese – lo yuan – è rimasta agganciata al dollaro statunitense a un tasso di cambio di 8,28 yuan per dollaro. In altre parole, la banca centrale cinese era disposta ad acquistare e a vendere yuan al tasso di cambio prefissato. Questa politica di tasso di cambio fisso era associata a provvedimenti che limitavano la circolazione internazionale dei capitali: ai cittadini cinesi non era consentito convertire i propri risparmi in dollari o investire all'estero.

Molti osservatori ritenevano che già all'inizio degli anni 2000 lo yuan fosse fortemente sottovalutato, ipotizzando che se allo yuan fosse stato permesso di fluttuare liberamente nel mercato dei cambi il suo valore in termini di dollari statunitensi sarebbe aumentato considerevolmente. A dimostrazione di questo si adduceva il fatto che la Cina, per mantenere il tasso di cambio al livello stabilito, era costretta ad accumulare ingenti riserve in dollari. In altre parole, la banca centrale cinese offriva yuan e domandava dollari nei mercati dei cambi in modo da mantenere il valore della propria moneta al livello prefissato; se questo intervento fosse cessato, il valore dello yuan sarebbe aumentato rispetto al dollaro.

Il tasso di cambio fisso tra yuan e dollaro divenne anche motivo di forti tensioni politiche negli Stati Uniti. I produttori statunitensi che si trovavano a competere con le importazioni cinesi lamentavano che la sottovalutazione dello yuan rendesse molto convenienti le importazioni cinesi, a discapito dei produttori nazionali. (Naturalmente i consumatori statunitensi beneficiavano del basso prezzo dei beni importati, ma nella politica del commercio internazionale di solito i produttori gridano più forte dei consumatori.) In risposta a queste lamentele, il presidente Bush invitò la Cina a lasciar fluttuare liberamente la propria valuta. Charles Schumer, senatore dello stato di New York, propose un approccio più drastico: un dazio del 27,5% sulle importazioni cinesi, da mantenere fino a quando la Cina avesse adeguato il proprio tasso di cambio rispetto al dollaro.

Nel luglio 2005 la Cina annunciò di volersi orientare verso un tasso di cambio fluttuante. Nel periodo di transi-

zione verso il nuovo regime la banca centrale cinese avrebbe continuato a intervenire per impedire oscillazioni ampie e improvvise del tasso di cambio, pur permettendo variazioni gradualmente. Inoltre, il valore dello yuan sarebbe stato giudicato non più soltanto rispetto al dollaro, ma rispetto a un paniere più ampio di valute. Cinque mesi dopo il tasso di cambio si era assestato su un valore di 8,08 yuan per dollaro statunitense, con un apprezzamento del 2,4%: assai meno, comunque, del 20-30% di sopravvalutazione stimato dal senatore Schumer e da altri critici della politica valutaria cinese.

Lo yuan era effettivamente sottovalutato in una misura così vistosa? Per rispondere a questa domanda dobbiamo essere più precisi e domandarci: rispetto a quale scenario? Forse i critici della politica valutaria cinese avevano ragione ad affermare che lo yuan si sarebbe apprezzato in misura considerevole se la banca centrale cinese avesse smesso di intervenire nei mercati dei cambi, mantenendo tutte le altre politiche invariate. Ma la transizione a un regime di tassi di cambio pienamente fluttuanti avrebbe potuto essere affiancata da una transizione verso una maggiore libertà dei movimenti di capitale. In un simile scenario, le implicazioni per il mercato dei cambi sarebbero state diverse, dal momento che molti cittadini cinesi avrebbero cercato di trasferire i propri risparmi all'estero. La domanda di dollari statunitensi della banca centrale cinese – che viene a mancare nel momento in cui non è più necessario difendere un cambio fisso – sarebbe stata sostituita, in una misura non quantificabile a priori, dalla domanda degli investitori privati, desiderosi di acquistare attività patrimoniali e finanziarie denominate in dollari. In tale circostanza, il cambiamento del regime di tassi di cambio avrebbe potuto provocare, paradossalmente, un deprezzamento dello yuan, anziché un suo apprezzamento.

Mentre l'edizione originale di questo libro andava in stampa (2007), non era ancora chiaro se la Cina avrebbe continuato nella transizione verso il regime di tassi di cambio fluttuanti e verso una maggiore libertà dei movimenti di capitale. La questione rimane oggetto di delicati negoziati internazionali.