

INTRODUZIONE AI MODELLI DI ECONOMIA APERTA E ANALISI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

APPUNTI
DI
Lezioni per il Master ICE
(2008)

DI
ROBERTO CELLINI

*Professore Ordinario di Economia Politica,
Facoltà di Economia, Università di Catania
Corso Italia 55 – 95129 Catania*

e-mail: cellini@unict.it
web: www.robertocellini.it ; www.economia.unict.it
tel. 095-7537728

Riferimenti bibliografici:

- . Roberto Cellini, *Politica Economica – Introduzione ai modelli fondamentali*, McGraw-Hill, Milano, 2004 (capp. 23 “La Bilancia dei pagamenti e i tassi di cambio” e 27 “La politica economica nell’era della globalizzazione”)
- . Giorgio Basevi, Giacomo Calzolari, Gianmarco Ottaviano, *Economia Politica degli Scambi Internazionali*, Carocci, Roma, 2001 (cap. 8: “Investimenti diretti e multinazionali”)
- . Simona Beretta, Vittorio Parsi, Roberto Zoboli, *Il Mediterraneo e la prospettiva europea*, Egea, Milano, 2004 (cap. 4 “Gli IDE verso il Mediterraneo e la posizione italiana” di E. Angeleri).
- . Banca Centrale Europea, Bollettino mensile (ultimo numero disponibile)
www.ecb.int
(ad esempio, <http://www.ecb.int/pub/mb/html/index.en.html>)
- . Banca d’Italia, Bollettino economico (ultimo numero disponibile)
www.bancaditalia.it (ad esempio,
http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/bollec/2008/bolls52/bollec52/be52_appendice.pdf)

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI E I TASSI DI CAMBIO

Ogni *economia aperta* commercia col resto del mondo, scambiando

- beni e servizi,
- attività e passività finanziarie.

Scambio di beni e servizi

Vantaggi dalla specializzazione

- a) dovuti a dotazioni di fattori
- b) dovuti a economie di scala
(vecchie e nuove teorie del commercio internazionale)

Scambio di attività finanziarie

attività finanziarie:

- titoli azionari,
- titoli obbligazionari (emessi da soggetti privati o pubblici),
- le monete (o valute).

Il mercato in cui vengono scambiate le valute di paesi diversi prende il nome di *mercato valutario* o *mercato dei cambi*;

(pertanto, il mercato valutario è un “segmento” del mercato internazionale dei titoli finanziari.)

Il rapporto di scambio tra valute di paesi diversi (ossia, il prezzo relativo di una valuta rispetto ad un'altra) prende il nome di ***tasso di cambio***

Il modo in cui si stabilisce il tasso di cambio dipende dagli accordi (espliciti o impliciti) vigenti tra gli Stati.

Le Autorità monetarie di due o più paesi, infatti, possono accordarsi per stabilire un rapporto fisso di scambio tra le monete → ***tasso di cambio fisso***
(il tasso fisso può essere definito in modo puntuale o su un dato intervallo);

Oppure, le autorità possono consentire che il cambio si stabilisca sulla base del libero gioco di domanda e offerta delle valute; → ***tasso di cambio flessibile***.

Nel mondo reale, tuttavia, anche se il cambio è flessibile, le Autorità monetarie ritengono spesso di dovere intervenire per "governare" l'andamento dei cambi → ***flessibilità sporca***

I movimenti di capitali finanziari hanno luogo per ragioni diverse:

- finalità **speculative** degli operatori, e quindi l'orizzonte decisionale è tipicamente di breve periodo;
- finalità **strategiche** di più lungo periodo, come l'acquisizione di quote azionarie di imprese di cui si cerca di prendere il controllo.

(Negli ultimi decenni i movimenti di capitali finanziari hanno acquisito un'importanza crescente e rappresentano oggi la preponderante maggioranza negli scambi internazionali.)

Indice:

- 2 logica economica e le regole di compilazione della bilancia dei pagamenti.
- 3 differenze "istituzionali" tra i regimi di cambi fissi e flessibili ; storia dei regimi di cambio.
- 4 meccanismi economici che si mettono in atto quando i conti con l'estero non sono in pareggio.
- 5 effetti delle modificazioni del tasso di cambio, (sia quando queste modificazioni siano dovute ad un'esplicita decisione di politica economica –come è nel caso di un sistema di cambi fissi dove le variazioni sono frutto di decisioni politiche–, sia quando le modificazioni sono il risultato delle forze di mercato –come è nei casi di cambi flessibili).
- 6 teoria della bilancia dei pagamenti

2 La bilancia dei pagamenti

2.1 Definizioni

La Bilancia dei Pagamenti (BdP) è un documento contabile che registra gli scambi economici che intercorrono, in un certo lasso di tempo, tra i residenti in un paese e i residenti nel resto del mondo.

NB: quattro elementi CONTO
SCAMBIO ECONOMICO
LASSO DI TEMPO
RESIDENTI

a) La Bilancia dei Pagamenti è un *conto*.

➔ "Conto" vuol dire che la BdP viene tenuta secondo le regole ragionieristiche della *partita doppia*:

- in essa si confrontano un insieme di voci attive con un insieme di voci passive;
- Ciascuna transazione viene registrata due volte, una volta in attivo e una volta in passivo.

In attivo vengono indicate tutte le vendite (i cui proventi –per la regola della partita doppia– vengono poi registrati una seconda volta in passivo),

In passivo vengono registrati tutti gli acquisti (i cui pagamenti vengono poi registrati una seconda volta come attivo).

Il fatto che la BdP sia un conto tenuto con la regola della partita doppia, ha come implicazione che la somma algebrica delle voci deve dare zero.

Non confondere, però, l'esito ragionieristico con quello economico!

b) La Bilancia dei Pagamenti registra gli *scambi economici*.

- "Scambiare" significa "dare per ricevere qualcosa in cambio"; ogni scambio implica un "do tu des";
- ciò è coerente con la duplice registrazione richiesta dalla regola della partita doppia.
- In realtà, non tutte le relazioni tra residenti e non-residenti, rispondono al principio del "do ut des": (ad esempio, regali);
- anche questo tipo di movimenti, però, devono essere riportati alla logica dello scambio (con la duplice registrazione in partita doppia).

c) *Durante un periodo di tempo.*

- La BdP va sempre riferita a un arco temporale;
- vi figurano grandezze di flusso e non di stock.
- l'arco temporale può essere quello mensile, oppure trimestrale, o annuale.

d) *Residenti e non.*

- Il criterio per stabilire se qualcosa va segnato nella BdP, è basato sul fatto che lo scambio deve avvenire tra un residente e un non-residente,
→ rileva è la residenza, non la cittadinanza.
- Alcune eccezioni (diplomatici, militari ...)

In realtà, registrare *tutti* gli scambi intercorsi tra residenti di un Paese e non residenti è impossibile (o molto difficile), ...
... non solo perché alcune transazioni vengono nascoste
... ma soprattutto perché il sistema di rilevazione delle transazioni non è in grado di osservare la totalità dei movimenti, nel momento in cui essi avvengono.

FONTI

La BdP si basa su fonti di natura differente:

- le registrazioni delle dogane;
- i dati valutari, trasmessi dalle banche, nei quali figurano le domande e le offerte di valute straniere;
- le stime delle spese effettuate da soggetti (residenti e non); (es.: spese turistiche).

(Per approfondimenti, si consiglia di vedere il MANUALE PER LA COMPILAZIONE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI, scaricabile ad esempio dal sito internet dell'Ufficio Italiano Cambi)

REGOLE DI COMPILAZIONE

Il documento della BdP è tenuto secondo regole di ragioneria concordate a livello internazionale

Aspetti di interesse economico.

Sono due le sezioni principali della BdP, di interesse per l'analisi economica:

- (i) la sezione delle *partite correnti*, che registra lo scambio di beni e servizi, nonché i trasferimenti unilaterali (ad es., le rimesse e le donazioni),
- (ii) la *bilancia dei movimenti dei capitali finanziari*, che registra lo scambio di attività e passività finanziarie.

(iii) La somma algebrica delle due sezioni corrisponde all'*esito* della Bilancia, a cui corrisponde, in prima approssimazione, anche, il complessivo afflusso di valuta estera (se l'esito è di attivo) o deflusso di valuta (se l'esito è di passivo). In simboli possiamo scrivere:

$$(1) \quad BP = PC + SMK$$

Ovviamente la bilancia dei pagamenti (nel suo complesso) potrà essere in avanzo, in equilibrio e in disavanzo a seconda della somma algebrica degli esiti delle due sezioni.

Se entrambe le sezioni sono in pareggio,

$$PC=0$$

$$SMK=0$$

allora si dice che la Bilancia dei pagamenti è in situazione di "*pieno equilibrio*".

Nella realtà, il "pieno equilibrio" della bilancia dei pagamenti è un evento piuttosto raro;

Più frequente è invece osservare situazioni di pareggio derivanti dalla compensazione di due disequilibri;

(Esempi: USA, Italia)

La sezione della BdP in cui è registrato l'esito viene detta anche "Bilancia monetaria", per il fatto che è relativa alla variazione delle riserve ufficiali del paese.

NB - Poiché il documento contabile della BdP è tenuto seguendo la regola della partita doppia, ogni scambio è registrato due volte, con segni opposti; pertanto, nella lettura dei documenti ufficiali bisognerà fare attenzione (ma è sempre scritto in modo chiaro, nelle note!) che una esito monetario in cui compare il segno meno corrisponde ad un risultato economico di attivo e viceversa!

2.2 Schemi di bilancia dei pagamenti

Nella Tabella 23.1 riportiamo uno schema semplificato, di interesse economico, della bilancia dei pagamenti. (Schema seguito nella compilazione della BdP italiana, fino al 1999)

	+	-	SAL		Commenti
	(Attivo)	(Passivo)	DO		
<i>CONTO CORRENTE</i>					
Beni					(Bil. Commerc.)
Servizi (trasporti, assicurazioni, viaggi all'estero, servizi da lavoro, servizi da capitale, servizi televisivi e cinema)					
Trasferimenti (rimesse di emigrati, riparazioni di guerra, contributi organizz.internaz.)					
					(Fine Partite Correnti)
<i>CONTO CAPITALI FINANZIARI</i>					
Movimenti di capitali finanz. (investimenti diretti, investimenti di portafoglio, prestiti, crediti commerciali)					
AGGIUSTAMENTI DI CAMBIO					
ERRORI O OMISSIONI					
<i>CONTO MONETARIO (O ESITO)</i>					
Variazione PNE					
Esito (o Variazione Riserve Ufficiali)*					* Nota: un segno positivo indica un deflusso.

Approfondimenti sulle voci specifiche

- La differenza tra esportazioni ed importazioni dà l'esito della ***bilancia commerciale***.
- Se alla bilancia commerciale viene aggiunto l'esito del conto dei servizi e l'esito dei trasferimenti, si ottiene il ***saldo delle partite correnti***.
- Trasferimenti: conto corrente o conto capitale?

Le voci principali del conto dei capitali finanziari sono quattro:

- la compravendita di titoli azionari finalizzati al controllo di imprese (investimenti diretti),
- la compravendita di titoli (azionari e obbligazionari) operati a fini di aggiustamento di portafoglio finanziario degli operatori, l'accensione o la concessione di crediti commerciali e i prestiti.
 - **Errori o omissioni** (ricavabili, ad esempio, osservando che i movimenti bancari di regolazione degli scambi sono differenti dalle registrazioni doganali e dalle stime effettuate su alcune voci)
 - **Aggiustamenti di cambio**, derivanti dal fatto che il valore degli stock di attività e passività muta nel tempo, per il fatto che le valute si apprezzano o deprezzano.

Tenendo conto di questi due fattori correttivi, si perviene all'esito della BdP.

Un'ulteriore, piccola, complicazione è rappresentata dalla variazione della "***posizione netta sull'estero (PNE) delle aziende di credito***":

PNE : si tratta di disposizioni amministrative con le quali la Banca Centrale obbliga le aziende di credito a accendere debiti (o crediti) presso l'estero, al fine di reperire (o cedere) valuta.

$$DRU=BP-DPNE.$$

Ciò sta ad indicare che le riserve ufficiali variano non soltanto per l'esito della bilancia dei pagamenti, ma anche per la mutata posizione delle banche verso l'estero.

Lunga discussione: PNE va computata nella bilancia in conto capitale (in quanto frutto di movimenti di aziende di credito private) o piuttosto nell'esito (in quanto frutto di disposizioni delle autorità di politica economica)?

Ciascuna delle due opzioni è legittima; in Italia si seguiva la seconda; attualmente, il problema è superato, come sarà chiaro dallo schema proposto nella Tabella 23.2, che descrive la attuale organizzazione del documento della BdP.

La Tabella 23.2 : Attuale schema della BdP, così come viene ora presentato nelle pubblicazioni ufficiali BCE.

Le regole adottate dalla BCE (seguendo le indicazioni del FMI) non sempre sono immediate da comprendere, dal punto di vista della ratio economica seguita.

Le tre sezioni in cui viene presentato attualmente il conto della BdP nell'area Euro sono le seguenti:

- (i) il *conto corrente*, che comprende beni (merci), servizi, redditi e trasferimenti;
- (ii) il *conto capitale*, nel quale viene registrato il trasferimento di proprietà o attività fisse e l'acquisizione/cessione di attività non prodotte non finanziarie (tangibili e intangibili), ad esempio terreni e anche brevetti, diritti d'autore, avviamenti commerciali, ecc. che contribuiscono alla formazione del capitale intangibile delle imprese –effettuati da soggetti pubblici o privati;
- (iii) il *conto finanziario*, nel quale vengono computati sia i movimenti di capitale effettuati dai privati (distinti in investimenti diretti, investimenti di portafoglio, operazioni su titoli finanziari derivati e altri investimenti, fra cui i crediti commerciali – ex saldo di movimenti di capitali finanziari), sia le operazioni inerenti le variazioni delle riserve che rappresentano quindi l'esito economico (col segno algebrico invertito!)
- (iv) Infine, viene riportata la voce di errori o omissioni.

Approfondimento: indice analitico del Manuale FMI (5) della bilancia dei pagamenti

BILANCIA DEI PAGAMENTI ITALIANA

- 1 Conto Corrente
 - 1.1 Merci
 - 1.2 Servizi
 - 1.2.1 Trasporti internazionali
 - 1.2.2 Viaggi all'estero
 - 1.2.3 Comunicazioni
 - 1.2.4 Costruzioni
 - 1.2.5 Assicurazioni
 - 1.2.6 Servizi finanziari
 - 1.2.7 Servizi informatici e di informazione
 - 1.2.8 Royalties e licenze
 - 1.2.9 Altri servizi alle imprese (Merchanting e altri servizi legati al commercio, Leasing operativo , Servizi vari, professionali e tecnici
 - 1.2.10 Servizi personali, culturali e ricreativi
 - 1.2.11 Servizi governativi non classificati altrove
 - 1.3 Redditi
 - 1.3.1 Redditi da lavoro.
 - 1.3.2 Redditi da capitale
 - 1.3.2.1 Redditi da investimenti diretti
 - 1.3.2.2 Redditi da investimenti di portafoglio.
 - 1.3.2.3 Redditi da altri investimenti
 - 1.4 Trasferimenti unilaterali in conto corrente
 - 1.4.1 Trasferimenti unilaterali in conto corrente privati
 - 1.4.2 Trasferimenti unilaterali in conto corrente pubblici
- 2 Conto Capitale
 - 2.1 Trasferimenti unilaterali in conto capitale
 - 2.1.1 Trasferimenti unilaterali in conto capitale privati
 - 2.1.2 Trasferimenti unilaterali in conto capitale pubblici
 - 2.2 Acquisizioni e cessioni di attività non prodotte, non finanziarie
- 3 Conto finanziario
 - 3.1 Investimenti diretti
 - 3.2 Investimenti di portafoglio
 - 3.3 Derivati
 - 3.4 Altri investimenti
 - 3.5 Riserve ufficiali
- 4. Errori ed omissioni

Tabella 23.2 - Bilancia dei Pagamenti dei paesi dell'area dell'Euro, anno 2002; Valori in miliardi di Euro

	+	-	Saldo
<i>CONTO CORRENTE</i>			
Beni	1033,0	957,1	+75,9
Servizi	321,6	320,7	+0,9
Redditi			-39,7
Trasferimenti			-50,8
SALDO			-13,8
<i>CONTO CAPITALE</i>			
SALDO			+8,9
<i>CONTO FINANZIARIO</i>			
Investimenti diretti			-101,5
Investimenti di portafoglio			+38,1
Titoli derivati			-3,7
Altri			8,8
Riserve ufficiali*			+17,8
ERRORI ED OMISSIONI			+45,4
* Nota: un segno positivo indica un deflusso.			

Fonte: Bollettino Mensile della Banca Centrale Europea, marzo 2003, pag. 70).

E' riportata la Bdp dei Paesi dell'area dell'euro, ma naturalmente esiste la Bdp dell'Italia e di ogni singolo Paese dell'Unione Monetaria Europea

(e la Bdp può essere costruita anche per aree territoriali più circoscritte, come le regioni).

Anche gli archi temporali sono diversi: mensile, trimestrale, quadrimestrale, annuale.

Aggiornamento:

collegarsi a siti internet per avere l'ultima edizione della bilancia:

- a) italiana
- b) area euro
- c) altri Paesi (ad esempio, gli USA /l'Argentina)

Bilancia dei Pagamenti, area Euro

(Bollettino Mensile BCE, ultima edizione disponibile – aprile 2008)

In italiano, dal sito della Banca d'Italia

<http://www.bancaditalia.it>

<http://www.bancaditalia.it/eurosistema/comest/pubBCE/mb/2008/aprile/mb200804>

Bilancia dei pagamenti italiana

(Bollettino Mensile della Banca d'Italia, ultima edizione disponibile, aprile 2008)

http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/bollec/2008/bolls52/bollec52/be52_appendice.pdf

(vedi di seguito e dispense distribuite)

Area Euro

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	9,6	44,4	36,2	1,9	-72,9	11,5	21,1	27,7	-205,4	138,8	-16,4	92,9	17,8	-48,8
2006	-12,4	18,5	39,6	6,6	-77,2	9,2	-3,2	123,7	-131,3	273,7	2,5	-19,8	-1,4	-120,5
2007	15,2	55,8	47,2	-4,8	-83,0	14,5	29,8	9,4	-107,8	233,6	-122,0	10,3	-4,7	-39,1
2006 4° trim.	16,5	16,1	8,5	7,4	-15,5	4,6	21,1	-37,4	-49,4	116,5	-2,7	-99,3	-2,6	16,3
2007 1° trim.	-0,5	7,4	8,4	4,9	-21,2	5,0	4,5	6,6	-13,6	128,8	-16,4	-90,8	-1,4	-11,1
2° trim.	-4,6	19,0	13,7	-20,9	-16,5	2,4	-2,2	16,6	-68,2	72,8	-23,2	39,5	-4,4	-14,4
3° trim.	10,0	16,9	16,0	2,4	-25,3	1,3	11,3	98,2	-38,1	75,5	-32,4	96,8	-3,5	-109,5
4° trim.	10,4	12,5	9,1	8,7	-19,9	5,8	16,2	-112,0	12,1	-43,5	-50,0	-35,2	4,6	95,9

7.2 Conto corrente e conto capitale (miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente											Conto capitale			
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Rimesse dei lavoratori	Debiti	Rimesse dei lavoratori		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2005	2.071,2	2.061,6	9,6	1.217,2	1.172,8	402,9	366,7	364,8	362,8	86,4	5,3	159,2	13,1	24,3	12,8
2006	2.369,3	2.381,7	-12,4	1.386,4	1.367,9	429,4	389,8	464,5	457,8	89,0	5,3	166,1	15,5	23,7	14,5
2007	2.592,5	2.577,2	15,2	1.498,1	1.442,3	469,1	421,9	536,7	541,5	88,6	-	171,5	-	25,8	11,3
2006 4° trim.	639,8	623,3	16,5	373,6	357,5	109,8	101,3	127,8	120,5	28,5	1,4	44,0	4,4	8,9	4,2
2007 1° trim.	615,3	615,8	-0,5	359,7	352,3	105,7	97,3	122,6	117,7	27,3	1,4	48,5	4,6	7,8	2,8
2° trim.	646,9	651,5	-4,6	371,8	352,8	115,8	102,1	139,9	160,8	19,3	1,6	35,8	4,9	4,9	2,5
3° trim.	651,3	641,2	10,0	373,5	356,6	127,5	111,5	133,8	131,4	16,4	1,6	41,7	5,2	4,1	2,8
4° trim.	679,1	668,7	10,4	393,1	380,6	120,1	111,0	140,4	131,7	25,5	-	45,4	-	9,0	3,2

Bilancia dei pagamenti italiana

Bilancia dei pagamenti

Tav. 1
TBDE0230

Bilancia dei pagamenti: saldi

(milioni di euro)

Periodo	Conto corrente	Conto capitale	Totale conto corrente e conto capitale		Conto finanziario		Errori e omissioni
			grezzi	destagionalizzati	di cui: riserve ufficiali		
	S855290M	S870662M	S682972M	S620676M	S733098M	S662568M	S744232M
2005	-23.403	998	-22.405	(-22.512)	20.773	810	1.632
2006	-38.204	1.890	-36.313	(-36.412)	35.526	443	787
2007	(-36.571)	(2.675)	(-33.895)	....	(28.054)	(-1.524)	(5.841)

Bilancia dei pagamenti

Tav. 2
TBDE0060

Conto corrente e conto capitale: saldi

(milioni di euro)

Periodo	Conto corrente							Conto capitale			
	Merci	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali				Att. intangibili	Trasferimenti unilaterali		
				Privati		Pubblici			Privati	Pubblici	
				di cui: rimesse emigrati		di cui: Istituzioni della UE				di cui: Istituzioni della UE	
	S502277M	S516883M	S700816M	S784487M	S797134M	S767502M	S803961M	S844803M	S828733M	S810276M	S849848M
2005	536	-523	-13.643	-1.451	-3.668	-8.323	-8.143	69	-66	994	3.397
2006	-10.203	-1.161	-13.607	-5.251	-4.106	-7.982	-8.304	-100	-60	2.050	3.848
2007	(2.002)	(-6.596)	(-18.769)	....	....	....	....	....	....	....	....

Bilancia dei pagamenti

Tav. 3
TBDE0085

Conto finanziario

(milioni di euro)

Periodo	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Altri investimenti		Derivati	Variazione delle riserve ufficiali
	all'estero	in Italia	attività	passività	attività	passività		
	S616175M	S044854M	S061250M	S219515M	S473192M	S577774M	S068746M	S662568M
2005	-33.575	16.020	-87.025	130.423	-76.811	68.599	2.332	810
2006	-33.475	31.179	-39.656	94.485	-114.971	97.937	-416	443
2007	(-64.935)	(23.373)	(-6.711)	(19.298)	(-56.774)	(115.269)	(58)	(-1.524)

Bilancia dei pagamenti USA

Tavola 1.6

PERIODO	Bilancia dei pagamenti: Stati Uniti (dati destagionalizzati; saldi in miliardi di dollari)											
	Conto corrente					Conto capitale	Conto finanziario					Errori e omissioni
	Totale	di cui:					Totale (1)	di cui:				
		Merci	Servizi	Redditi da capitale	Trasfe- rimenti correnti	Investi- menti diretti		Investi- menti di portafol- gio	Altri investi- menti	Varia- zione riserve		
2004	-640,2	-689,6	57,5	62,5	-84,4	-2,4	556,7	-133,3	620,2	67,0	2,8	85,8
2005	-754,8	-787,1	72,8	54,5	-88,5	-4,1	777,4	116,7	678,0	-31,4	14,1	-18,5
2006	-811,5	-838,3	79,7	43,2	-89,6	-3,9	833,2	-54,8	693,2	163,7	2,4	-17,8
2007	-738,6	-815,4	106,9	81,1	-104,4	-2,3	679,7	-131,0	533,7	254,8	-0,1	61,2

Approfondimento. Cenni sulle caratteristiche dei conti con l'estero dell'Italia

Nel Secondo Dopoguerra, l'apertura commerciale del nostro Paese è stato uno dei caposaldi dell'organizzazione economica e anche della politica economica:

l'apertura, infatti, è stata vista come elemento di tutela della concorrenza e come imprescindibile occasione di crescita economica, sociale e politica.

L'apertura agli scambi di capitali finanziari, invece, è soltanto recente:

infatti, le transazioni di capitali finanziari è stata molto ridotta fino alla metà degli Anni Settanta (questo vale, in realtà, per tutti i Paesi del mondo);

in quel periodo, con l'intensificarsi degli scambi internazionali di capitali finanziari, l'Italia sperimenta ingenti *deflussi* di capitali finanziari;

ciò spinge le autorità di politica economica a imporre severi limiti (o addirittura rigidi divieti) all'esportazione di capitali finanziari (gennaio 1976), limiti che sono stati rimossi in modo definitivo soltanto negli Anni Novanta.

L'andamento dei conti con l'estero, nel lungo periodo, dal Secondo Dopoguerra a oggi, manifesta per l'Italia alcuni elementi che si possono configurare come strutturali.

Circa la bilancia commerciale,

(al di là di periodi di alternanza di attivi e passivi, vi sono CARATTERISTICHE "STRUTTURALI")

L'Italia presenta situazioni di deficit per quanto riguarda:

- le materie prime (e questo è facilmente comprensibile!),
- i prodotti energetici (petrolio, energia elettrica)
- i prodotti ad alto contenuto tecnologico;
- inoltre, deficit si presentano nella bilancia dei prodotti alimentari.

Le voci che sono tipicamente in avanzo riguardano

- i prodotti metalmeccanici (in primis!, per valore)
- i lavorati di settori tradizionali,
(in particolare, ad alto contenuto creativo).

Questa configurazione nutre le preoccupazioni di chi ritiene che il nostro Paese abbia limitata capacità tecnologica e limitate possibilità di innovazione tecnologica.

Circa le altre componenti delle partite correnti, meritano di essere segnalate due voci.

- il turismo,
- in conto trasferimenti, le rimesse degli emigrati.

Circa i movimenti di capitali finanziari (che rispondono agli andamenti dei tassi di interesse e alle aspettative sull'evoluzione dei tassi di cambio).

Negli Anni Cinquanta e Sessanta:

libertà di movimento, ma transazioni molto limitate.

Negli Anni Settanta:

l'instabilità politica in Italia, l'alta inflazione e le attese di deprezzamento della lira hanno portato a ingenti deficit in SMK → forti limiti alla libertà di movimento.

Queste limitazioni, particolarmente forti fino all'inizio degli Anni Ottanta, sono state poi gradualmente ritirate;

Gli attacchi speculativi che hanno portato all'uscita della lira dallo SME (Settembre 1992) sono stati preceduti da ampi deflussi di capitali finanziari.

Soltanto con l'adesione irrevocabile alla moneta unica europea (1997), sono cessate le aspettative di svalutazione sulla lira → limitati passivi in SMK.

Dal 1993 al '97, Italia: l'ampio passivo in SMK (causato dall'incertezza sulla sostenibilità del debito, nonché dalle incertezze sulla stabilità macroeconomica) è stato bilanciato (in realtà, più che compensato) da un ampio attivo di PC (e, in particolare, di BC), riconducibile ai positivi effetti della competitività di prezzo del prodotto.

Dal 1998 al 2002-2003, entrambi questi squilibri si sono ridotti.

Le principali preoccupazioni correnti riguardano il fatto che l'export italiano ha tratto scarso vantaggio dall'eccezionale crescita mondiale del 2004 e 2005.

A livello mondiale, il 2004 e il 2005 sono stati anni di eccezionale crescita economica. A ciò hanno contribuito non solo alcuni "miracoli" di grandi Paesi "nuovi attori economici" asiatici, come Cina e India, ma buone performance dell'America, e anche dell'America Latina.

E' noto, viceversa, la modesta performance dei Paesi dell'Europa continentale e in particolare dei Paesi più grandi.

In questo quadro mondiale "molto favorevole", l'export italiano è cresciuto a un ritmo più modesto rispetto alla crescita delle esportazioni mondiali e ciò ha comportato una contrazione dell'export italiano rispetto al volume di export mondiale.

Naturalmente vedrete questi aspetti in modo approfondito in lezioni successive, e in particolare scorporerete gli andamenti relativi alle quantità e ai prezzi.

In questo quadro recente, le importazioni italiane sono cresciute in valore in modo più accentuato rispetto alle esportazioni; a ciò ha contribuito in modo rilevante l'aumento del prezzo del petrolio e dei prodotti energetici di cui l'Italia è importatore.

Il saldo della bilancia commerciale italiana, nel 2004 e 2005, è stato pertanto negativo (per lo meno con valutazioni cif-fob)

3 I sistemi di cambio

3.1 Tassonomia

Definizioni dei diversi modi di misurare il tasso di cambio e le sue variazioni.

Per *tasso di cambio nominale bilaterale* (o, semplicemente, *tasso di cambio*) si intende è il prezzo di una valuta nei confronti di un'altra valuta.

Esistono due modi differenti di quotare il tasso di cambio.

“*incerto per certo*” ($e^{i/c}$): esprime *quante unità* della moneta domestica (la lira, ad esempio) si scambiano contro *una* unità di valuta estera (ad esempio, il dollaro USA); se questo tasso di cambio aumenta (ad esempio, il cambio lira/dollaro passa da 1700 a 1800), significa che la lira si deprezza e il dollaro si apprezza.

“*certo per incerto*” ($e^{c/i}$): in esso si fissa a 1 la quantità di moneta domestica e si chiede a quante unità di valuta estera corrisponde un'unità di moneta interna.

(Questo sistema è stato storicamente usato da GB, e –negli anni a noi più vicini– dagli USA e, ciò che più importa, viene attualmente seguito dai Paesi dell'Euro; sotto questa convenzione, se il tasso di cambio aumenta (ad es., la quotazione di un euro contro un dollaro passa da 1,05 a 1,10), vuol dire che l'euro si sta apprezzando, mentre il dollaro si sta deprezzando.

Tasso di cambio nominale effettivo.

Formalmente vale:

$$e^{eff} = e_A \omega_A + e_B \omega_B + \dots + e_N \omega_N = \sum_{i=A}^N e_i \omega_i$$

dove e_i indica il tasso di cambio della nostra moneta contro la valuta del generico Paese i , mentre ω_i è il peso attribuito a questo Paese;
ovviamente, la somma dei pesi vale 1 (o 100/100).

A titolo di curiosità, si sappia che la BCE, per computare il tasso di cambio effettivo dell'Euro, utilizza diversi gruppi di Paesi :

-- fino all'anno scorso un gruppo ristretto (che comprende solo 12 valute) e un gruppo più ampio (di 38 valute);

in riferimento al gruppo ampio, i pesi erano:

la sterlina britannica ha un peso	pari a 18,03/100,
il dollaro statunitense	pari a 17,21/100,
lo yen giapponese	pari a 10,10/100,
il franco svizzero	pari a 6,51/100,
... e giù a scendere fino a	
valuta di Cipro	pari a 0,12/100

Tasso di cambio effettivo EURO:

01.01.1999: 100,00

01.05.2003: 109,10

(l'Euro si è in media apprezzato di poco più del 9% rispetto a tutte le altre valute, nel periodo).

-- dal 2007 la BCE ha rivisto i gruppi e i pesi, con un gruppo ristretto (di 12 valute), un intermedio (di 22) e uno ampio (di 42)

Riporto sotto: (i) il cambio effettivo e (ii) il sistema di pesi utilizzati.

Tassi di cambio effettivi
(Ultimo Bollettino Mensile della BCE, aprile 2008)

	TCE-22						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,5	101,6	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	99,3	101,2	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,9	105,7	102,0	104,2	114,2	106,6
2007 1° trim.	105,5	106,2	104,9	103,7	99,7	101,9	112,1	104,9
2° trim.	107,1	107,7	106,2	105,2	102,4	104,0	113,5	106,0
3° trim.	107,6	108,2	106,8	105,6	101,5	104,1	114,1	106,4
4° trim.	110,5	111,2	109,6	108,2	104,4	106,5	117,0	109,0
2008 1° trim.	112,7	113,1	111,5	.	.	.	119,4	110,8

Sistemi di pesi utilizzati per computare il cambio effettivo dell'Euro (dal 2007)

(NB: dal 1.1.08 Cipro e Malta hanno adottato l'Euro)

Weights in the ECB's EER-12, EER-24 and EER-44 indices¹⁾			
<small>(percentages; overall weights based on 1999-2001 manufacturing trade data)</small>			
Trading partners	EER-12	EER-24	EER-44
EER-44 group			100.0
EER-24 group			82.5
EER-12 group	100.0	80.8	66.7
Australia	1.1	0.9	0.7
Canada	2.5	2.0	1.6
Denmark	3.3	2.6	2.2
Hong Kong	2.7	2.2	1.8
Japan	12.8	10.4	8.6
Norway	1.7	1.3	1.1
Singapore	2.3	1.9	1.6
South Korea	4.1	3.3	2.7
Sweden	6.0	4.8	4.0
Switzerland	8.4	6.8	5.6
United Kingdom	25.8	20.8	17.2
United States	29.4	23.7	19.6
Additional countries in the EER-24 group		19.2	15.8
Bulgaria		0.4	0.3
China		7.2	5.9
Cyprus		0.1	0.1
Czech Republic		2.8	2.3
Estonia		0.2	0.2
Hungary		2.7	2.2
Latvia		0.1	0.1
Lithuania		0.2	0.2
Malta		0.1	0.1
Poland		3.3	2.7
Romania		1.0	0.8
Slovakia		1.0	0.8
Additional countries in the EER-44 group			17.5
Algeria			0.3
Argentina			0.4
Brazil			1.3
Chile			0.3
Croatia			0.4
Iceland			0.1
India			1.3
Indonesia			0.7
Israel			1.1
Malaysia			1.1
Mexico			1.2
Morocco			0.6
New Zealand			0.1
Philippines			0.5
Russia			1.7
South Africa			0.8
Taiwan			2.3
Thailand			1.0
Turkey			2.1
Venezuela			0.2

Source: ECB calculations.
 1) The EER-12, EER-24 and EER-44 account for 62%, 77% and 93% of total extra-euro area manufacturing trade respectively.

Tasso di cambio bilaterale reale.

Definitivamente, il tasso di cambio bilaterale reale fra una moneta (poniamo, l'euro) e un'altra (poniamo, il dollaro) è:

$$e^{reale} = eP^{Euro} / P^{USA},$$

dove e indica il cambio bilaterale,
 P^{Euro} l'indice dei prezzi nei Paesi dell'Euro P^{USA}
l'indice generale dei prezzi nell'altro

Tasso di cambio reale effettivo.

E' dato dalla media ponderata dei cambi bilaterali reali e può essere semplificato dalla formula

$$e^{realeff} = \frac{e^{eff} \cdot P^d}{P^f}$$

dove P^d indica l'indice generale dei prezzi domestici;
 P^f è un indicatore del livello dei prezzi all'estero.

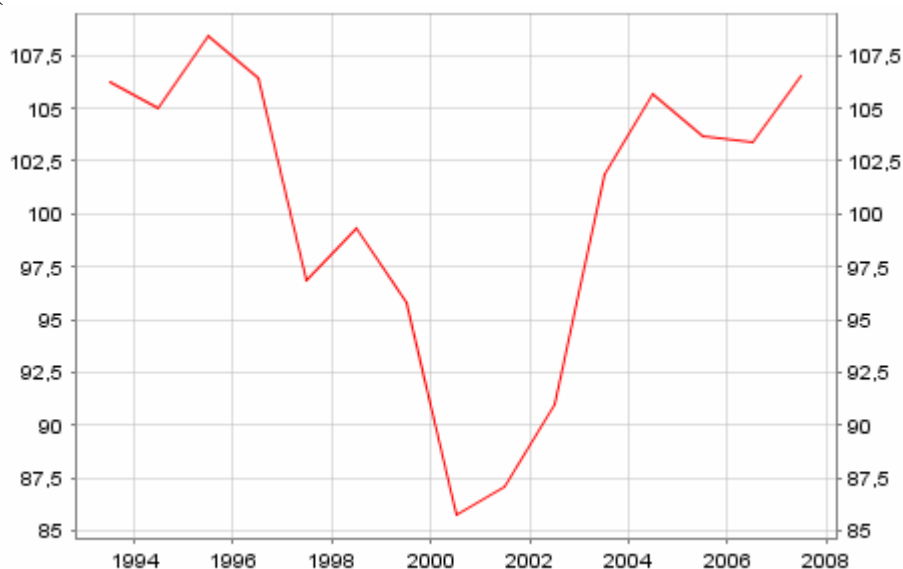
NB - Più elevato risulta il tasso di cambio reale effettivo, meno competitivo nel prezzo risulta il prodotto dell'economia domestica, nei confronti dei prodotti stranieri (NB: dei prodotti dei Paesi stranieri, considerati in media ponderata).

Il reciproco del tasso di cambio reale effettivo, viene detto ***indicatore di competitività***:

$$\varepsilon = \frac{P^f}{eP^d}$$

L'indicatore è ampiamente utilizzato per misurare la competitività di prezzo di un Paese verso il resto del mondo.

Tasso di cambio reale effettivo euro (ECU pre-1999)
(Fonte: sito BCE)



Tasso di cambio reali (“indicatori di competitività manifatturiera”) EP^{dom}/P^{estero}

Tavola 1.12

Indicatori di competitività in alcuni paesi avanzati ed emergenti (1)							
<i>(dati medi nel periodo; indici 1999=100)</i>							
PERIODO	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito	Canada
2005	102,1	81,1	102,1	100,1	104,6	94,5	107,2
2006	101,8	73,2	103,7	99,1	105,8	93,1	111,5
2007	97,7	68,1	104,5	100,3	108	95,2	113,7

segue Tavola 1.12

Indicatori di competitività in alcuni paesi avanzati ed emergenti (1)								
<i>(dati medi nel periodo; indici 1999=100)</i>								
PERIODO	Spagna	Paesi Bassi	Belgio	Cina	Brasile	Corea del Sud	Turchia	Polonia
2005	106,1	111,3	104,0	95,3	140,5	108,0	130,0	107,0
2006	107,1	111,7	104,7	96,4	149,8	114,2	126,9	106,2
2007	108,9	114,8	108,0	98,1	164,5	113,1	134,0	108,9

Notare la differenze lessicale:

apprezzamento vs *deprezzamento*

rivalutazione vs *svalutazione*

3.2 Brevi cenni storici sui sistemi di cambio

Lo scambio fra monete diverse è sempre avvenuto, nella storia economica.

Tuttavia, la formalizzazione di espliciti accordi internazionali per regolare questi cambi è un fatto solo relativamente recente.

Per *sistema di cambio* si intende un accordo fra due (o più Paesi), con il quale vengono fissate regole per lo scambio tra le rispettive monete.

Una moneta si dice *convertibile* se essa può essere liberamente scambiata sui mercati, contro le altre valute;

se questa libertà è negata (o soggetta a particolari autorizzazioni), la moneta si dice *non-convertibile*.

(Contrariamente a quanto si potrebbe credere, ancora molti Paesi hanno monete non convertibili.)

Un sistema di cambio si dice *fisso* quando due o più paesi si accordano per fissare in modo univoco il loro tasso di cambio;

(in verità, per avere un tasso di cambio fisso è sufficiente che le autorità di **un** Paese definiscano in modo fissato il rapporto di scambio della loro moneta contro un'altra)

Il tasso di cambio fisso può essere, *puntuale*, oppure *a banda*.
Generalmente, in tutti i sistemi di cambi fissi sono previste regole per rivedere le parità (o le bande di oscillazione).

Un sistema di cambio *flessibile* se non esiste nessun accordo vincolante su quale sia il tasso di cambio fra due monete;

esso viene quindi stabilito dalle forze di mercato, e segnatamente dalla domanda e dall'offerta di quantitativi delle diverse monete sui mercati delle valute (o mercati dei cambi).

Al di là di questi due estremi polari, esistono una pluralità di sistemi di cambio, che possono essere più o meno vicino ai due estremi polari.

Ad esempio, si parla di *sistema di zone obiettivo*, quando viene individuato un rapporto di scambio rispetto al quale sono consentite bande di oscillazione molto ampie e con margini di tolleranza essi stessi fluttuanti.

Storicamente il cambio inizia ad avere importanza quando il commercio internazionale diventa rilevante.

La prima epoca che segna accordi internazionali sui tassi di cambio è la parte finale del XIX secolo.

A partire dal 1870 gran parte dei Paesi allora avanzati adottano monete con un prefissato contenuto aureo (cioè un valore fissato in termini di oro);

Il sistema che ne origina viene definito “sistema aureo” o “*gold standard*”.

Il sistema di cambi fisso basato sul “Gold Standard” ha coinvolto un ampio numero di Paesi tra il 1870 e il 1914.

Con lo scoppio della Prima Guerra Mondiale, molti Paesi furono obbligati ad espandere la spesa pubblica, che in parte fu coperta con emissione monetaria, la quale implicò l'incapacità di garantire la copertura aurea, e quindi implicò la caduta del sistema di cambio fisso.

Dopo la fine della Prima Guerra Mondiale, il tentativo di alcuni Paesi di tornare a sistemi aurei (fra cui l'Inghilterra, e anche l'Italia fascista) si dimostrò vano.

Alcuni economisti videro nella mancanza di un sistema di cambio fisso, una delle cause della crisi economica che investì tutto il mondo negli Anni Trenta;

Nel paesino statunitense di Bretton Woods, nel 1944

Il sistema internazionale che nacque con gli accordi di Bretton Woods prevedeva che:

- le autorità statunitensi garantissero la convertibilità del dollaro Usa in oro, su richiesta delle banche centrali degli altri Paesi,
- tutti i Paesi si impegnassero ad avere un cambio fisso contro il dollaro. Erano consentite oscillazioni dei tassi di cambio (attorno al tasso fisso) in una banda del $\pm 1\%$.

In questo modo, ciascuna moneta finiva con l'aver un contenuto aureo (anche se non esisteva un obbligo diretto di convertibilità);

Curiosità: il valore di cambio oro-dollaro fu per molti anni fissato a 35 dollari per oncia; inoltre, il tasso di cambio bilaterale lira-dollaro era di 625 lire italiane per dollaro; in questo modo, $(35 \cdot 625) = 21875$ lire corrispondevano ad un'oncia d'oro.

Per questo motivo, il sistema venne connotato come “*gold-exchange standard*”.

Le parità fra i tassi di cambio potevano essere riviste, soltanto a seguito di squilibri fondamentali che giustificassero modificazioni delle parità, e previa autorizzazione del Fondo Monetario Internazionale.

Organismi internazionali previsti dagli accordi di Bretton Woods

Fondo Monetario Internazionale (FMI o in inglese *IMF*, *International Monetary Fund*), presso il quale le Banche Centrali dei Paesi aderenti avrebbero versato parte delle proprie riserve d'oro (a copertura delle monete nazionali) e il quale (dal 1967) poteva emettere, ed allocare fra i Paesi aderenti, una sorta di moneta virtuale, i diritti speciali di prelievo –con cui i Paesi aderenti potevano regolare le loro transazioni ufficiali.

Al FMI veniva attribuito il compito di aiutare (con prestiti) i Paesi che si fossero trovati in temporanee difficoltà di liquidità

il FMI doveva quindi svolgere una sorta di compito di Banca Centrale Mondiale, con il ruolo di prestatore di ultima istanza verso le banche centrali dei Paesi aderenti, che si fossero trovate in difficoltà.

Banca Mondiale (*WB*, *World Bank*), con compiti di sostegno e finanziamento allo sviluppo, in particolare dei Paesi economicamente meno avanzati.

GATT (*General Agreement on Trade and Tariff*), divenne operativo soltanto nel 1961; e nel 1995 è stato rimpiazzato dall'Organizzazione Mondiale del Commercio (*WTO*, *World Trade Organization*), per favorire la libertà di commercio internazionale.

Il sistema di cambi fissi di Bretton Woods regolò i rapporti economici internazionali dalla fine della Seconda Guerra Mondiale, al 1971.

Ragioni storiche ed economiche della caduta del sistema di Bretton Woods (15 agosto 1971)

I tentativi di ripristino di un sistema monetario internazionale che coinvolgesse molti Paesi sono falliti (dicembre 1971 - 1973)

Dal 1971 : E' invece iniziata la ricerca di tentativi di accordi di cambio fisso tra Paesi di aree geografiche più circoscritte.

In questo ambito, i Paesi della Comunità Economica Europea, cercarono di allacciare le loro monete da accordi di cambio fisso, lasciandole poi fluttuare verso tutte le altre valute.

Nell'aprile 1972 partì l'accordo cosiddetto del "Serpente monetario europeo", che si sfilacciò, tuttavia, nel corso di pochi anni.

Nel 1979 partì il "Sistema Monetario Europeo" (SME), nel quale le monete dei Paesi della Comunità Europea erano regolate da un sistema di cambi fissi, con bande di oscillazione del 2,50% o del 6%, e veniva definita un'unità di conto (paniere ECU).

Lo SME finì di fatto nel 1992, con l'attacco speculativo contro la lira italiana e la sterlina britannica che obbligò questi due Paesi ad uscire, ed altri ad adottare una banda di oscillazione del 15% attorno alle parità bilaterali.

Proprio pochi mesi della caduta dello SME era stato firmato il Trattato di Maastricht (7 febbraio 1992) che stabiliva la

volontà irrevocabile di costruire una moneta unica europea e fissava le tappe per giungere a un tal fine.

In particolare, negli accordi di Maastricht si prevedeva un percorso “graduale” in tre fasi;
la terza di queste fasi (dal 1/1/1999 al 31/12/2001) prevedeva un sistema di cambio fisso puntuale tra i paesi che avrebbero poi aderito alla moneta unica europea (l’Euro);
l’Euro ha effettivamente iniziato a circolare –come previsto dal Trattato– il 1 gennaio 2002.

L’Europa occidentale, non è l’unica area geografica nella quale si è cercato di istituire un accordo regionale di cambio (esempio UMOA).

Inoltre, anche dopo il 1971, svariati Paesi hanno preferito fissare il cambio della propria moneta contro valute di riferimento
(ad esempio, molte ex colonie della Francia hanno definito un cambio fisso contro il Franco Francese; altri paesi hanno agganciato la propria moneta con un cambio fisso contro il dollaro, ecc.).

Inoltre, alcuni Paesi hanno avuto esperienze di *currency board* (Panama, Argentina 1991-2001)

Attuale ruolo degli organismi internazionali sopravvissuti al collasso del sistema di Bretton Woods

3.3 Esiste un valore naturale del tasso di cambio? La teoria della PPP

Ci si può chiedere se esista un livello “naturale” di equilibrio per il valore del tasso di cambio.

La teoria più nota che dà una risposta affermativa a questo quesito è la teoria della **parità del potere di acquisto**, PPA (*purchasing parity power*, PPP).

Secondo questa teoria, il valore naturale del tasso di cambio sarebbe quello che garantisce la parità del potere d'acquisto, ossia che la medesima somma di denaro, espressa in due valute diverse, garantisca l'acquisto del medesimo paniere di beni nei due Paesi.

Esempio. Il Mc-cambio. Una specifica applicazione di questa idea è il cosiddetto “Mc-cambio”: si consideri un bene “standard” quale può essere l'hamburger di Mc-Donald, identico in tutti i Paesi del mondo: il tasso di cambio che assicura la PPP è quello che assicura che il prezzo di questo bene sia identico in tutti i Paesi del mondo; ad esempio, dato che un hamburger costa 1,10 euro in Italia e 0,60 sterline in Inghilterra, il cambio euro/sterlina secondo la PPP è $0,60/1,10=0,54$. Poiché il tasso di cambio euro/sterlina è attualmente 0,68 (ossia, 1 euro per 0,68 sterline), risulta che l'euro è attualmente sopravvalutato rispetto alla sterlina, sulla base del criterio della PPP riferita all'hamburger. Naturalmente, se in luogo di **un** bene si considera un paniere di beni, la valutazione PPP risulta più robusta.

I detrattori della PPP rilevano che, quale che sia il paniere scelto, i diversi beni hanno una diversa importanza nei diversi contesti economico-sociali per cui l'esercizio di calcolare i

cambi teorici sulla base della PPP non ha un convincente fondamento economico.

Tuttavia, anche se nessun economista prende troppo sul serio i valori teorici dei tassi di cambio secondo la PPP, questa teoria viene utilizzata:

- a) per rilevare patenti allontanamenti del cambio corrente da quello teorico,
- b) per prevedere le variazioni dei tassi di cambio.

Se vale la PPP, allora le variazioni del tasso di cambio nominale sono legate all'evoluzione dei differenziali dell'inflazione.

Dimostrazione

Data la quantità monetaria M^A nel Paese A, il suo valore reale è M^A/P^A ,

mentre la *corrispondente* quantità monetaria del Paese B (che adotta una diversa valuta) sia M^B (con $M^B = M^A \cdot e$) il cui valore reale è M^B/P^B .

Se vale la PPP, allora deve valere: $M^A/P^A = M^B/P^B$,
ossia $M^A/P^A = (M^A e)/P^B$,

da cui immediatamente si ricava che il tasso di cambio (coerente con la PPP) è:

$$e^{PPP} = P^B/P^A.$$

Se passiamo dalle grandezze in livello, ai loro tassi di variazione percentuale otteniamo:

$$(23.2) \quad \dot{e}^{PPP} = \dot{P}^B - \dot{P}^A$$

La lettura dell'equazione (23.2) è molto semplice:

Posto che valga la teoria della PPP, il cambio della moneta del Paese A (rispetto alla valuta del Paese B) si apprezza (cioè il tasso di cambio aumenta, posto che sia quotato nella modalità certo per incerto) se l'inflazione nel Paese B è maggiore rispetto all'inflazione in A; al contrario, se l'inflazione in A è maggiore che in B, allora la moneta di A si deprezza (il tasso di cambio diminuisce).

Il cambio rimane costante, se i tassi d'inflazione sono eguali nei due Paesi.

Più in generale, molti economisti sono pronti a sostenere che ***l'evoluzione dei tassi di cambio rispecchia la differenza fra i tassi d'inflazione***, (anche se non necessariamente vale sempre e puntualmente la teoria della PPP).

4 Effetti delle modificazioni del tasso di cambio

Che cosa succede in un'economia se varia il tasso di cambio?

Cambi fissi: il tasso di cambio può variare per esplicita decisione delle autorità.

Cambi flessibili: la variazione è dovuta alle forze di mercato.

Poniamoci nei panni di un Paese –il “nostro” – la cui moneta viene svalutata o si deprezza.

Analizzeremo dapprima gli effetti sulle partite correnti e poi gli effetti sui movimenti di capitali finanziari.

(a) Effetti sulle partite correnti.

In entrambi i casi (svalutazione o deprezzamento), l'effetto immediato è che per i cittadini del nostro Paese diventerà più costoso acquistare un'unità di valuta estera, mentre per i cittadini di Paesi stranieri risulta più a buon mercato acquistare la moneta del nostro Paese.

Conseguenza: i beni e servizi prodotti all'interno (prodotti domestici) risulteranno più a buon mercato dei beni e servizi con prezzi quotati in valuta estera;

ossia, ***il prodotto domestico diventa relativamente meno costoso, rispetto alla produzione straniera.***

Si noti che questa convenienza di prezzo viene percepita sia dai cittadini del nostro Paese, sia dai cittadini di tutti gli altri Paesi.

Conclusione: ***il prodotto domestico di un Paese la cui moneta si svaluta (o deprezza) diviene maggiormente competitivo, in termini di prezzo, sui mercati internazionali.***

Al contrario, il prodotto di un Paese la cui moneta si rivaluta (o apprezza) risulterà, sui mercati internazionali, meno competitivo.

Considerazioni di banali saggezza economica:

la maggiore competitività si traduce in un aumento della domanda rivolta all'economia, e quindi si traduce, successivamente:

- (i) in un miglioramento delle sue partite correnti;
- (ii) in un aumento della sua produzione e del suo reddito nazionale.

Questa conclusione apparentemente saggia, è un po' troppo affrettata.

(b) Effetti sui movimenti di capitali finanziari.

Le decisioni finanziarie rispondono, in prima battuta, alla remunerazione, cioè al tasso d'interesse associato ai titoli finanziari stessi.

Nella computazione del rendimento, ovviamente, devono essere considerati anche i tassi di cambi e le loro variazioni.

Ciò che rileva nelle decisioni sugli investimenti finanziari, non è tanto il *livello* del cambio, quanto piuttosto le attese sulle sue variazioni.

Per garantire parità dei rendimenti dei titoli domestici ed esteri deve valere:

$$(23.3) \quad r^d = r^f - e^{\bullet \text{exp}}$$

dove e puntato con l'apice *exp* (per *expected*) indica la *variazione attesa del tasso di cambio*.

La spiegazione intuitiva è semplice.

Altre implicazioni:

Se ci si attende un apprezzamento della moneta domestica, questo vuol dire che cresce il rendimento atteso dei titoli emessi in moneta domestica (rispetto a quelli emessi in valuta straniera) e questo provocherà un afflusso di capitali finanziari nell'economia domestica.

Al contrario, un'attesa di deprezzamento (o di svalutazione) della moneta domestica determinerà un maggiore rendimento atteso dei titoli emessi in valuta estera, e quindi uno spostamento di capitali finanziari verso quella valuta.

In conclusione, *attese di deprezzamento (o svalutazione) provocano un deflusso di capitali finanziari, mentre attese di apprezzamento (o rivalutazione) determinano un afflusso di capitali finanziari.*

Le *attese* di movimenti del tasso di cambio mettono in moto fenomeni che portano poi all'effettiva realizzazione di queste attese;

E' un caso di *profezie che si autorealizzano (self-fulfilling prophecies)*.

Le ragioni del self-fulfilling prophecies nei cambi

1) Si immagini che per un qualsivoglia motivo gli operatori si attendano che una moneta (ad esempio, la lira italiana, quando esisteva) si debba deprezzare;

1') si immagini anche che non vi sia nessun vero motivo per cui questo debba succedere, ma che l'attesa sia frutto soltanto di voci e chiacchiere.

2) Se si diffonde l'aspettativa di deprezzamento, conviene investire i capitali finanziari in un'altra valuta, onde poi riconvertirli in lire, dopo che il deprezzamento della lira ha avuto effettivamente luogo.

3) Tuttavia, se l'aspettativa di deprezzamento si diffonde, un numero crescente di operatori chiederà di cambiare lire contro valute straniere.

4) Questo determina, sui mercati internazionali dei cambi, un eccesso di offerta di lire e un eccesso di domanda di valute straniere;

5) Questo fa sì che effettivamente la moneta si deprezzi, pur non essendovi, ex-ante, alcun motivo che giustificasse il deprezzamento.

Esempio. La crisi della lira nel settembre 1992.

23.5 I meccanismi economici di riequilibrio automatico della bilancia dei pagamenti.

Che cosa succede in un'economia quando i conti con l'estero non sono in pareggio.

In tale caso, si mettono in moto specifici meccanismi, che dipendono dal regime di cambio adottato.

(1) Cambi flessibili.

Poniamo che il Paese A abbia una bilancia dei pagamenti in deficit. Ossia, il valore degli acquisti all'estero (di beni, servizi, titoli, ecc.) operati da residenti del Paese A, eccede il valore delle vendite (di beni, servizi, titoli, ecc.) che i residenti in A effettuano verso non-residenti.

Quindi, la domanda di valute straniere cresce.

Sul mercato dei cambi vi sarà un eccesso di domanda di valute straniere e un eccesso di offerta di moneta domestica (i cittadini del Paese in questione, infatti, vogliono cedere moneta nazionale per acquistare valute estere).

Ciò determina, per la semplice legge economica della domanda e dell'offerta, un deprezzamento del tasso di cambio.

Concludendo, *una bilancia dei pagamenti in deficit, in un regime di cambi flessibili, porta ad un deprezzamento della moneta.*

Il deprezzamento, però, comporta un aumento di competitività di prezzo del prodotto nazionale, con positivi

effetti sulle partite correnti, cioè con l'effetto di ridurre (e persino annullare) il deficit iniziale.

Simmetricamente, il tasso di cambio di un Paese tende ad apprezzarsi, a seguito di un avanzo della sua bilancia dei pagamenti, giacchè affluiscono nel Paese valute straniere in ammontare superiore rispetto a quelle che da esso defluiscono:

i cittadini del Paese vorranno cambiare la valuta straniera in moneta domestica e quindi daranno vita ad un eccesso di offerta di valuta straniera e ad un eccesso di domanda di moneta domestica;

ciò comporta un apprezzamento del tasso di cambio della moneta domestica rispetto alle valute straniere.

Ancora una volta, la variazione del tasso di cambio si ripercuote sul mercato dei beni:

se infatti la moneta si apprezza, il prodotto di questo Paese perde competitività di prezzo sui mercati internazionali; ciò porterà ad un peggioramento delle partite correnti (aumentano le importazioni e diminuiscono le esportazioni).

Per quanto detto, l'aggiustamento del cambio rappresenta quindi –a ben vedere– un *meccanismo automatico di aggiustamento basato sui prezzi relativi*.

Inoltre, si può anche dire che il meccanismo di aggiustamento automatico basato sul cambio rappresenti uno *stabilizzatore automatico*.

Infatti, si supponga che vi sia uno shock negativo sulle esportazioni (che sono una componente di domanda).

La bilancia dei pagamenti va in passivo. Ciò determina un deprezzamento del cambio che però si tradurrà in un aumento della competitività di prezzo, con positivi effetti successivi per le esportazioni, e stabilizzazione del livello di reddito.

Oltre agli aggiustamenti automatici basati su meccanismi di prezzo, agiscono altri *meccanismi di aggiustamento basati sul reddito*:

si consideri l'economia di un Paese che ha conti con l'estero inizialmente in pareggio;

si consideri quindi che –per un motivo esogeno– diminuiscano le esportazioni o aumentino le importazioni, provocando così un deficit della bilancia dei pagamenti;

parte della produzione non verrà più venduta e questo spingerà le imprese domestiche a ridurre la propria produzione;

ma questo significherà anche una riduzione del reddito distribuito.

Tale riduzione farà calare le importazioni, e quindi farà riassorbire (più o meno lentamente) il disavanzo. Simmetricamente, un aumento esogeno delle esportazioni si traduce in un avanzo della bilancia dei pagamenti, ma questo attiva anche una maggiore produzione domestica che si tradurrà in un incremento di reddito e, successivamente, in un incremento delle importazioni.

(b) Cambi fissi

Poniamo che questo Paese sperimenti un disavanzo nella bilancia dei pagamenti.

Questo vorrà dire che i propri cittadini necessariamente esprimono una maggiore domanda di valuta estera.

In termini concreti, questo vuol dire che i cittadini di questo Paese cedono (alle banche) moneta interna chiedendo in contropartita valute straniere (onde effettuare i pagamenti all'estero);

le banche ovviamente richiedono la valuta straniera alla Banca Centrale;

la Banca Centrale dà la valuta straniera e riprende base monetaria (della moneta domestica):

in questo modo, la quantità di circolante nell'economia domestica diminuisce;

in termini più sbrigativi, ... viene "distrutta" moneta.

il deficit della bilancia dei pagamenti si traduce in una diminuzione della moneta in circolazione, in un Paese che adotta cambi fissi.

In sintesi, squilibri della Bilancia dei pagamenti si ripercuotono sull'offerta di moneta, se il Paese adotta un sistema di cambi fissi; precisamente, un surplus della bilancia dei pagamenti si traduce, ceteris paribus, in un aumento dell'offerta di moneta, mentre un deficit si traduce in riduzione dell'offerta di moneta.

La Banca Centrale potrebbe decidere di controbattere i movimenti "endogeni" con operazioni di "sterilizzazione".

Supponiamo che la Banca Centrale non attui alcuna operazione di sterilizzazione e chiediamoci quali altri effetti economici si mettano in moto.

Ragioniamo su un'economia che ha una BdP in deficit e adotta cambi fissi.

Il deficit si ripercuote in una diminuzione dell'offerta di moneta.

Questo ha gli stessi effetti di una politica monetaria restrittiva:

- diminuzione del reddito
- aumento del tasso d'interesse
- –in un contesto con prezzi flessibili– diminuzione dei prezzi.

Tutti questi effetti sono benefici per i conti con l'estero (riaggiustamento automatico)

6 Le politiche attive di riequilibrio dei conti con l'estero: la manovra del cambio e le sue limitazioni

Sopra abbiamo illustrato alcuni meccanismi che, automaticamente, determinano una tendenza dei conti con l'estero a riequilibrarsi, posto che siano in squilibrio.

Attendere la realizzazione dei meccanismi automatici di aggiustamento, tuttavia, può richiedere tempi lunghi,

le autorità di politica economica possono ritenere opportuno intervenire attivamente, per ripianare squilibri nei conti con l'estero.

Posto che l'obiettivo di politica economica sia il pareggio dei conti con l'estero, si tratta di stabilire quale sia lo strumento di intervento più opportuno.

In linea di principio, per scegliere lo strumento da manovrare bisogna conoscere l'effettiva situazione (es.: lo squilibrio è originato da PC oppure da SMK?) e avere chiaro il contesto istituzionale (ad esempio, quanto liberi sono i capitali di spostarsi tra i Paesi, ecc.).

Esaminiamo la manovra che –storicamente– è stata attuata più frequentemente: lo strumento a cui si è ricorsi con più immediatezza è il tasso di cambio.

La “saggezza” suggerisce di *svalutare (o fare deprezzare) il tasso di cambio, in presenza di deficit nei conti con l'estero* e di *rivalutare (o fare apprezzare) il tasso, in presenza di surplus*.

In questo modo, si agisce sulla competitività della produzione nazionale e quindi sull'esito delle PC.

Mostriamo però di seguito che, affinché la manovra del cambio sia efficace è necessario che siano verificate alcune pre-condizioni.

Ci soffermeremo in particolare su cinque pre-condizioni.

- (1) **La condizione di Marshall-Lerner.** In sostanza questa pre-condizione richiede che *le importazioni e le esportazioni siano sufficientemente reattive al tasso di cambio, affinché una svalutazione (o deprezzamento) del tasso di cambio migliori l'esito della partite correnti*.

In particolare, se si parte da una situazione di pareggio dei conti con l'estero, una svalutazione conduce ad un miglioramento dell'esito delle partite correnti se e solo se la somma delle elasticità in valore assoluto delle importazioni e delle esportazioni al tasso di cambio è maggiore di 1.

Approfondimento. Dimostrazione analitica della condizione di Marshall-Lerner.

Indichiamo con X il volume fisico delle esportazioni; esse sono pagate in moneta nazionale al prezzo p_X ;

il valore delle esportazioni (in moneta domestica) è dunque Xp_X .

Sia M il volume di importazioni, che sono pagate al prezzo p_M espresso in valuta estera;

il valore, in valuta estera delle importazioni è quindi Mp_M .

Per fare la somma algebrica di importazioni ed esportazioni dobbiamo esprimere tutte e due nella medesima unità di misura; (es.: esprimere le esportazioni in valuta straniera, sicchè il loro valore è Xp_Xe (dove e è il tasso di cambio).

Il valore monetario dell'esito delle partite correnti (misurato in valuta straniera) è pertanto:

$$(23.4) \quad PC_{valore} = X \cdot p_X \cdot e - M \cdot p_M$$

Supponiamo anche di partire da una situazione di equilibrio delle partite correnti: $X \cdot p_X \cdot e = M \cdot p_M$.

Come varia PC_{valore} a seguito di una svalutazione del tasso di cambio?

Vogliamo verificare se (e sotto quali condizioni) vale

$$\partial PC_{valore} / \partial e < 0 \quad (\text{Se } e \text{ cala, PC aumenta})$$

Per verificare questo, dobbiamo calcolare la derivata di PC_{valore} rispetto ad e , per poi studiarne il segno.

A tale fine, dobbiamo ricordare che se si muove il tasso di cambio e , cambia l'ammontare di esportazioni e di importazioni;

in particolare : $\partial X / \partial e < 0$, $\partial M / \partial e > 0$.

Ipotizziamo, inoltre, che non si modifichino i prezzi p_X e p_M , a seguito della variazione del cambio.

Applicando le regole di derivazione alla (23.4), otteniamo:

$$\frac{\partial PC_{valore}}{\partial e} = p_X \cdot e \cdot \frac{\partial X}{\partial e} + X \cdot p_X - p_M \cdot \frac{\partial M}{\partial e}$$

Manipolazioni algebriche:

$$\begin{aligned} \frac{\partial PC_{valore}}{\partial e} &= p_X \cdot e \cdot \frac{\partial X}{\partial e} \cdot \frac{X}{X} + X \cdot p_X - \frac{X p_X e}{M} \cdot \frac{\partial M}{\partial e} = \\ &= p_X \cdot X \left(\frac{\partial X}{\partial e} \cdot \frac{e}{X} + 1 - \frac{\partial M}{\partial e} \cdot \frac{e}{M} \right) \end{aligned}$$

ossia:

$$\frac{\partial PC_{valore}}{\partial e} = p_X \cdot X \left(1 - \left| \frac{\partial X}{\partial e} \cdot \frac{e}{X} \right| - \left| \frac{\partial M}{\partial e} \cdot \frac{e}{M} \right| \right)$$

Dentro ai segni di valore assoluto, compaiono le espressioni delle elasticità delle esportazioni e delle importazioni al tasso di cambio, che possiamo rispettivamente indicare come

$\eta_{X,e}$, $\eta_{M,e}$.

Conclusione: affinché risulti, come volgiamo, che $\partial PC_{valore} / \partial e < 0$ è necessario e sufficiente che $(1 - |\eta_{X,e}| - |\eta_{M,e}|) < 0$, ossia $|\eta_{X,e}| + |\eta_{M,e}| > 1$.

Come volevasi dimostrare.

(Ricordiamo: stiamo esaminando le CAUTELE necessarie nell'affermare che una variazione del tasso di cambio agisce sull'esito della bilancia dei pagamenti)

L'effetto j.

Le quantità fisiche di beni importati ed esportati, per adeguarsi alle nuove condizioni di prezzo, hanno bisogno di tempo,

Le quantità fisiche X ed M non si modificano istantaneamente.

Al contrario, nell'immediato, il *valore* delle esportazioni cala, (o il *valore* delle importazioni aumenta), proprio perché il tasso di cambio è diminuito a seguito della svalutazione.

Pertanto, una decisione di svalutazione rende *immediatamente* ridotto il valore delle esportazioni (ossia rende immediatamente accresciuto il valore relativo delle importazioni);

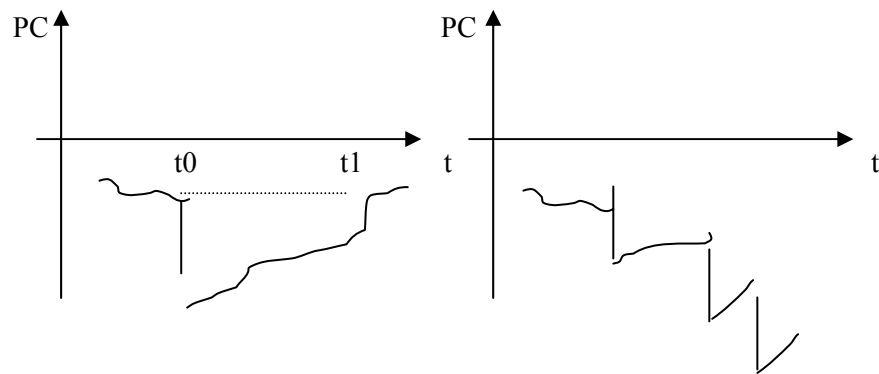
ciò dà luogo ad un immediato e netto calo del valore delle partite correnti ...

... che poi inizieranno a migliorare solo gradatamente, a seguito del graduale ri-aggiustamento delle quantità fisiche ai nuovi valori di prezzo.

Se valgono le condizioni di Marshall-Lerner, alla fine si otterrà il miglioramento delle partite correnti.

Figura 23.1.a.,b.

Figura 23.1



(a)
Effetto j

(b)
Rincorsa di effetti j

Insegnamento dell'effetto j :

per osservare i risultati dell'azione della politica economica può essere necessario tempo.

(3) Assenza di strozzature.

Un'ulteriore cautela è rappresentata dalla condizione di *assenza di strozzature nel lato dell'offerta*:

La svalutazione della moneta riesce a migliorare le partite correnti soltanto se l'apparato produttivo dell'economia domestica non è soggetto a rigidità (strozzature) tali che rendono l'economia non in grado di produrre beni per soddisfare l'accresciuta domanda estera.

Altrimenti, soltanto in una spinta inflazionistica.

(4) Effetto "pass-through".

Non sempre una svalutazione della moneta domestica si traduce in una maggiore competitività di prezzo avvertita dai consumatori finali, ma può tradursi unicamente in un maggiore profitto per gli intermediari commerciali.

(5) Effetti generati sulle aspettative di svalutazione.

Sovente, una svalutazione della moneta nazionale induce aspettative di ulteriori svalutazioni; le aspettative hanno rilevanti effetti, sia sulle partite correnti stesse, sia (come già abbiamo detto) sui movimenti di capitali finanziari. comportamento

- "fenomeno dei *leads and lags*",

Conclusione: affinché la manovra del cambio sia efficace sulle partite correnti devono essere soddisfatte numerose condizioni;

queste rappresentano elementi di cautela;

nonostante ciò, la svalutazione è una manovra di politica economica attuata con grande frequenza, , per migliorare l'esito delle partite correnti

(anche in Italia ai tempi della lira).

Quando le autorità di politica economica sono pronte a svalutare (o far deprezzare) la propria moneta per accrescere la competitività, si dice che seguono una *politica di svalutazione competitiva*.

Vi è un certo **conflitto** fra gli economisti su come valutare politiche di svalutazione competitiva :
un utile strumento o un dannoso palliativo?

6. La teoria della bilancia dei pagamenti e la curva BP

Riportiamo le funzioni di esportazioni ed importazioni :

L'indicatore di competitività è $\varepsilon = P^f / (eP^d)$,

$$X = X(Y^{RM}, \varepsilon); \quad \partial X / \partial Y^{RM} > 0, \partial X / \partial \varepsilon > 0.$$

$$M = M(Y, \varepsilon); \quad \partial M / \partial Y > 0, \partial M / \partial \varepsilon < 0.$$

Per ottenere l'esito di PC, oltre alla differenza (X-M), si deve considerare il saldo dei trasferimenti unilaterali (STU),

trasferimenti che tuttavia hanno a che fare spesso con motivazioni extra-economiche e quindi possono essere legittimamente considerati esogeni ($STU = \overline{STU}$).

Pertanto, l'esito delle partite correnti dipende:

- (a) negativamente dal reddito domestico,
- (b) positivamente dal reddito di RestoMondo,
- (c) positivamente dall'indicatore di competitività.

Espressione lineare:

$$PC = PC_0 - mY + \chi Y^{RM} + \gamma(P^f / (P^d e)), \quad m > 0, \chi > 0, \gamma > 0.$$

Accanto all'interscambio di beni, inoltre, un sistema economico aperto scambia con il resto del mondo attività finanziarie.

$$SMK = FKE - FKU.:$$

$$SMK = K_0 + \alpha r - \beta r^{RM} + \lambda e^{\bullet \text{exp}}, \quad \alpha > 0, \beta > 0, \lambda > 0.$$

Se consideriamo esogeno il tasso d'interesse estero, e consideriamo nulle le attese di variazione del tasso di cambio, otteniamo semplicemente che il saldo dei movimenti di capitali finanziari dipende positivamente dal tasso d'interesse interno.

Vi sono contesti nei quali il saldo dei movimenti di capitale è molto sensibile al tasso d'interesse –e quindi i capitali finanziari sono molto mobili, ossia si spostano con facilità e prontezza da un Paese all'altro– e vi sono invece (o vi sono stati) contesti nei quali, il movimento dei capitali finanziari è poco sensibile ai tassi d'interesse; in questo caso, si dice che i capitali finanziari sono poco mobili.

L'esito complessivo della bilancia dei pagamenti è dato dalla somma del saldo delle partite correnti e del saldo dei movimenti di capitale: $BP = PC + SMK$;

Dato che le partite correnti dipendono (negativamente) dal reddito, mentre il saldo dei movimenti di capitale dipende

(positivamente) dal tasso d'interesse, possiamo chiederci come debbano combinarsi queste due variabili per garantire equilibrio alla bilancia dei pagamenti.

→ La relazione BP.

La relazione BP esprime l'insieme delle combinazioni di reddito e tasso d'interesse di un'economia che assicurano il pareggio della bilancia dei pagamenti.

Espressione analitica della relazione BP:

$$(23.5) \quad BP = PC(Y) + SMK(r) = 0$$

Per ottenere l'espressione analitica precisa è sufficiente sostituire a $PC(Y)$ e a $SMK(r)$ le espressioni delle loro funzioni. La relazione BP è quindi:

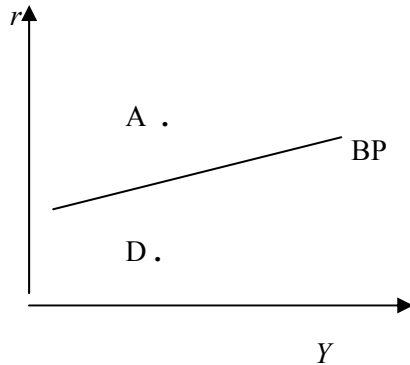
$$[PC_0 - mY + \chi Y^{RM} + \gamma(P^f / (P^d e))] + [K_0 + \alpha r - \beta r^{RM} + \lambda e^{\bullet \exp}] = 0$$

da cui:

$$r = \frac{m}{\alpha} Y - [PC_0 + \chi Y^{RM} + \gamma(P^f / (P^d e)) + K_0 - \beta r^{RM} + \lambda e^{\bullet \exp}] / \alpha$$

a cui corrisponde un luogo geometrico (la curva BP) nello spazio reddito-tasso d'interesse.

Figura 23.2



$$r = \frac{m}{\alpha} Y - [PC_0 + \chi Y^{RM} + \gamma(P^f / (P^d e)) + K_0 - \beta r^{RM} + \lambda e^{\bullet \exp}] / \alpha$$

L'inclinazione e la posizione della curva BP.

Inclinazione: positiva

e, in presenza di forma funzionale lineare, la pendenza della retta è $m/\alpha > 0$.

Nel caso di funzioni lineari, la sensibilità di *SMK* rispetto a r è proprio il parametro α ;

quanto più elevata è questa sensibilità, tanto più piatta risulta la curva BP.

Analogamente, la sensibilità delle partite correnti al reddito è data da $-m$ nel caso di funzioni lineari.

Il motivo economico per cui la curva BP presenta un'inclinazione positiva:

- a fronte di un aumento del reddito, ...
- per mantenere una bilancia dei pagamenti in pareggio ...
- è necessario che aumenti anche il tasso d'interesse;
- infatti, l'aumento del reddito provoca un peggioramento delle partite correnti, per controbilanciare il quale è necessario un miglioramento del saldo di movimenti di capitali che può essere ottenuto con un incremento del tasso d'interesse.

Si noti inoltre che *quanto più sensibili sono i capitali finanziari al tasso d'interesse, tanto più piatta è la curva BP.*

Analizziamo anche i due casi limite.

La curva BP si presenta come perfettamente verticale se i movimenti di capitali finanziari sono del tutto insensibili ai tassi d'interesse, ossia se i capitali finanziari sono totalmente immobili.

Il caso in cui esista un divieto di legge al movimento internazionale dei capitali finanziari –come nell’Italia degli anni 1976-92- rappresenta un esempio concreto di situazione che dà luogo ad una curva BP verticale.

In tali casi, soltanto il reddito è rilevante nello stabilire l’esito della bilancia dei pagamenti e la curva BP dovrà trovarsi in corrispondenza di quel reddito che garantisce il pareggio dei conti con l’estero.

Al contrario, se i capitali finanziari sono infinitamente sensibili al tasso d’interesse, ossia i capitali finanziari hanno un’infinita mobilità, la curva BP si presenta come una retta orizzontale.

La BP orizzontale è posizionata in corrispondenza del livello del tasso d’interesse interno che uguaglia il tasso d’interesse estero

Per questo motivo, il caso di una curva BP orizzontale, viene talvolta configurato come caso di *“perfetta integrazione finanziaria”* o di *“perfetta sostituibilità fra i titoli di Paesi differenti”* (dato che i titoli di tutti i Paesi sono percepiti come perfetti sostituti, basta una differenza infinitesima nei loro rendimenti per causare infiniti spostamenti delle risorse finanziarie da un Paese all’altro.

Posizione della curva BP.

$$r = \frac{m}{\alpha} Y - [PC_0 + \chi Y^{RM} + \gamma(P^f / (P^d e)) + K_0 - \beta r^{RM} + \lambda \dot{e}^{\text{exp}}] / \alpha$$

Dall'equazione completa della relazione BP risulta immediato verificare che la posizione dipende:

- da fattori tipicamente esogeni (il reddito del resto del mondo, i tassi d'interesse stranieri),
- dall'indicatore di competitività,
- dalle attese di variazione de tassi di cambio.

In particolare,

- (i) se aumenta il reddito del resto del mondo, la curva BP si deve spostare verso destra nel piano;
- (ii) se aumenta il tasso d'interesse estero, la curva BP si sposta verso sinistra;
- (iii) se il tasso di cambio si deprezza (o viene svalutato), la curva BP si sposta verso destra;
- (iv) un'attesa di svalutazione di tasso di cambio, determina una trasposizione della curva BP verso sinistra.

ANALISI DEGLI EFFETTI DELLE POLITICHE ECONOMICHE IN ECONOMIA APERTA

(MODELLO DI MUDELL-FLEMING)

STRUTTURA TIPO DELL'ESERCIZIO:

Analizzare gli effetti di breve periodo e di lungo periodo (su reddito, tasso d'interesse, andamento dei conti con l'estero), di una politica economica (monetaria e/o fiscale, o di altro tipo) di segno espansivo o restrittivo, in un'economia aperta caratterizzata da alta / bassa mobilità dei capitali finanziari e in cui vige un sistema di cambio fisso/flessibile.

DATI ISTITUZIONALI che possono variare

- mobilità dei capitali finanziari (ossia, sensibilità di SMK al tasso d'interesse, ossia, sostituibilità fra titoli finanziari di diversi Paesi)
- sistema di tasso di cambio

SHOCK DA ANALIZZARE

- tipo di politica (fiscale e/o monetaria o altro)
- segno della politica (espansivo o restrittivo)

EFFETTI DA PREVEDERE

-effetto d'impatto (equilibrio sul mercato dei beni e della moneta): variazione del reddito e del tasso d'interesse, variazione del saldo dei conti con l'estero

-effetto di lungo periodo: posizione finale, dopo che si sono esplicitati gli effetti di aggiustamento automatico dei conti con l'estero

7 Approcci differenti alla bilancia dei pagamenti

L'esito della bilancia dei pagamenti si ripercuote sia sugli aggregati contabilità nazionale, sia sugli aggregati monetari.

In questa Sezione illustreremo due approcci alla spiegazione degli squilibri dei conti con l'estero, che sono fra loro ideologicamente molto diversi, ma che hanno il tratto comune di vedere i conti con l'estero in rapporto alla dinamica di aggregati squisitamente interni.

Il primo approccio pone enfasi sulle grandezze reali e in particolare sulla relazione tra esito dei conti con l'estero e decisioni di risparmio.

Il secondo approccio, noto come "approccio monetario alla bilancia dei pagamenti" si focalizza invece sui legami tra decisioni monetarie e conti con l'estero.

7.1 Conti con l'estero e risparmio nazionale

Partiamo dall'eguaglianza (identità):

$$Y=C+I+G+NX.$$

Possiamo sottrarre, da entrambi i membri di questa identità contabile, l'imposizione fiscale T , per ottenere:

$$Y-T=C+I+G-T+NX.$$

Portando C dal secondo al primo membro otteniamo:

$$Y-T-C=I+G-T+NX.$$

Membro di sinistra: Reddito disponibile meno i consumi delle famiglie, che è pari –per definizione– al risparmio delle famiglie, S ,

Perciò:

$$NX=(S-I)+(T-G).$$

Questa espressione ci dice che, contabilmente, l'esito delle partite correnti è necessariamente uguale alla somma di due saldi: il saldo della differenza tra risparmi e investimenti e il saldo del bilancio pubblico.

I due saldi possono anche essere espressi come l'eccesso di risparmi privati su investimenti privati e l'eccesso delle entrate pubbliche sulla spesa pubblica.

Ricopio: $NX=(S-I)+(T-G)$.

Se il bilancio pubblico è in pareggio ($T-G=0$), allora necessariamente le partite correnti possono essere in attivo se e soltanto se le famiglie risparmiano più di quanto le imprese investano; un deficit delle partite correnti, invece, si origina se e soltanto se gli investimenti eccedono i risparmi.

Se prescindiamo dalla condizione di equilibrio del bilancio pubblico, il secondo membro della identità può comunque essere interpretato come la differenza fra risparmi complessivi (del settore privato di quello pubblico) meno gli investimenti complessivi: infatti, scindendo la spesa pubblica in spesa per consumi pubblici e per investimenti pubblici, $G=G_C+G_I$, la relazione può essere riscritta come

$$NX=S+(T-G_C)-(I+G_I),$$

dove $S+(T-G_C)$ è la somma dei risparmi privati e dei risparmi del settore pubblico, mentre $I+G_I$ è la somma di investimenti privati e pubblici.

Anche questa ri-scrittura della espressione, quindi di nuovo esprime l'eguaglianza tra esportazioni nette e differenza fra i risparmi (privati e pubblici) e gli investimenti (privati e pubblici).

Se la espressione viene interpretata come una relazione tra grandezze comportamentali, piuttosto che come un'identità contabile, deriva allora la conclusione di politica economica che ***per avere un attivo nelle partite correnti (o per ridurre il passivo) si deve incrementare il risparmio nazionale.***

Questa conclusione è enfatizzata da coloro che ritengono che la causa principale dei passivi delle partite correnti sia da addebitare alla politica di spesa facile intrapresa dai governi, che quindi realizzano deficit di bilancio, con ciò contribuendo ai passivi nei conti con l'estero.

Una particolare indicazione di questa linea di ragionamento, pertanto, è che il governo possa contribuire a ridurre il deficit delle partite correnti, realizzando maggiori risparmi pubblici, ossia riducendo i deficit di bilancio.

Un'altra interpretazione: il passivo delle partite correnti è necessario se la nazione risparmia "troppo poco" per finanziare gli investimenti che programma. Sotto questa prospettiva, il passivo delle partite correnti potrebbe essere giudicata una positiva necessità, onde consentire la realizzazioni di programmi di investimento che non riescono a trovare finanziamento interno, dato l'insufficiente ammontare di risparmio programmato.

7. 2. L'approccio monetario alla bilancia dei pagamenti

Un approccio differente ai problemi degli squilibri della bilancia dei pagamenti, che pone enfasi sulla relazione esistente fra politica monetaria e conti con l'estero, è stato proposto nel corso degli Anni Ottanta (e ampiamente adottato negli Anni Novanta), ed è noto con la denominazione "approccio monetario alla bilancia dei pagamenti".

Il punto di partenza teorico è molto semplice. In un ipotetico bilancio della banca centrale di ogni Paese, la base monetaria costituisce il passivo, mentre le quattro fonti di creazione rappresentano l'attivo. In termini di variazione, necessariamente deve valere:

$$(7) \quad \Delta BM = (G - T - \Delta B^{pubbl}) + BP + OMA + FINB,$$

ossia, la variazione della base monetaria è pari alla:

base monetaria emessa per finanziare il tesoro (cioè il deficit al netto dell'emissione di titoli del debito), (ZERO NELL'AREA EURO)
più l'esito della bilancia dei pagamenti,
più le operazioni di mercato aperto (*OMA*),
più i finanziamenti concessi alle aziende di credito (*FINB*).

Pertanto, l'esito della bilancia dei pagamenti necessariamente vale:

$$(7') \quad BP = \Delta BM - (G - T - \Delta B^{pubbl}) - (OMA + FINB).$$

La somma $(G - T - \Delta B^{pubbl}) + (OMA + FINB)$ rappresenta una misura del credito interno, *CI*, sicché si può scrivere:

$$(7'') \quad BP = \Delta BM - CI$$

Pertanto, l'esito della bilancia dei pagamenti necessariamente coincide con la differenza tra la emissione di base monetaria e il credito interno.

L'interpretazione, in termini operativi di politica economica, è molto semplice ed è stata proposta con forza dagli interventi del Fondo Monetario Internazionale nel corso degli Anni Novanta.

Posto un obiettivo sull'esito della bilancia dei pagamenti (ad esempio, $BP=BP^*$), si stima la crescita prevista per la domanda di moneta e si procede ad emettere base monetaria, in modo che venga soddisfatta –da una pari offerta– la crescita attesa di domanda di moneta.

Per semplice differenza, quindi, si trova quale deve essere l'espansione del credito interno.

Ovviamente, per portare in attivo la bilancia dei pagamenti (o ridurre il passivo), è necessario ridurre il credito interno.

Pertanto, la concreta ed immediata conseguenza delle ricette che si basano su questo approccio per migliorare i conti con l'estero, consiste nel ridurre il credito interno (e quindi anche la domanda interna).

Le politiche economiche basate sull'approccio monetario alla bilancia dei pagamenti sono state soggette a valutazioni fortemente **conflittuali**.

I fautori di tali politiche (e, primo fra tutti, il Fondo Monetario Internazionale) ne sottolineano la semplicità e la chiarezza: per ridurre i deficit con l'estero è necessario e sufficiente agire sul livello del credito interno.

I critici delle politiche economiche basate sull'approccio monetario alla bilancia dei pagamenti, invece, ne denunciano gli effetti depressivi: infatti, ridurre il credito interno vuol dire contrarre il livello della domanda interna e, spesso, fare peggiorare le condizioni di vita dei cittadini, almeno nell'immediato.

