

UNIVERSITA' DI BARI  
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

**MODULO 15**

**Storia dei regimi di cambio**

Hill, cap. 11 (prima parte)

Rodrik, pp. 62-75, 145-156

CORSO DI ECONOMIA INTERNAZIONALE 2016-17

**Prof. Gianfranco Viesti**

# Introduzione

- Nel sistema monetario internazionale vi sono accordi istituzionali che governano i tassi di cambio (“regimi di cambio”).

# 1) Tassi di cambio flessibili

- Si hanno tassi di cambio flessibili quando il mercato valutario determina il valore relativo della valuta.
- Le Banche Centrali non intervengono; sono gli acquisti/vendite della valuta sul mercato ne stabiliscono il valore.
- Oggi le quattro maggiori valute del mondo – il dollaro, l'euro, lo yen e la sterlina – sono tutte libere di fluttuare.

## 2) Forme intermedie

- Tassi di cambio ancorati o “currency board”
  - Si ancora la propria valuta ad un'altra importante
- Varie forme di “fluttuazione sporca”
  - Il tasso di cambio è flessibile, ma solo ad alcune condizioni/per alcuni valori (es. con un valore minimo o massimo che determina intervento delle Autorità)

### **3) Tassi di cambio fissi**

- I tassi di cambio non mutano (quantomeno nel breve-medio periodo).
- Sono le Banche Centrali attraverso una continua azione di vendita/acquisto di valute (con la propria moneta o con le riserve ufficiali) a mantenere fisso il cambio compensando sempre gli squilibri di domanda/offerta sul mercato valutario.
- In genere sono accompagnati da limiti/controlli sui movimenti di capitali.

# Meglio tassi di cambio fissi o tassi di cambio flessibili?

## ■ Flessibili:

- Autonomia della politica monetaria
  - Conserva il controllo della moneta ai governi
- Aggiustamenti della bilancia commerciale
  - Si aggiusta la valuta per correggere squilibri commerciali

## ■ Fissi:

- Disciplina monetaria: necessità di mantenere cambio fisso impedisce inflazione
- Stabilità: cambi sono prevedibili; questo favorisce il commercio e dovrebbe limitare la speculazione internazionale

# Tassi di cambio fissi vs tassi di cambio flessibili

- Vantaggi e svantaggi dei due regimi dipendono dalla fase storica e dalle diverse priorità di politica economica dei paesi
- In generale, cambi flessibili consentono maggiore autonomia, i cambi fissi consentono maggiore stabilità

# Storia dei regimi di cambio

## Il Gold Standard

- Sistema vigente a fine Ottocento (in varia forma), fino alla I Guerra Mondiale (predominio della sterlina)
- Ha radici nell'antico commercio dei mercanti (pagamenti in oro); poiché è scomodo spostare l'oro, venne cambiato in banconote convertibili in oro
- Ogni banconota ha un valore fissato in oro; è convertibile in oro; ogni paese deve detenere tanto oro quante sono le banconote in circolazione
- Il tasso di cambio ne è conseguenza: il valore relativo delle monete dipende dal loro contenuto di oro

## **Il Gold Standard: poche semplici regole**

- Ogni valuta ha parità aurea
- Le Banche Centrali convertono valute nazionali in oro
- Il denaro circola liberamente nel mondo
- Regole chiare, universali, non discrezionali

## **Come si mantiene stabilità dei cambi nel Gold Standard?**

- Governi non intervengono (ideologia liberista)
- Gold Standard ha meccanismo automatico di riequilibrio delle bilance commerciali
- Per semplicità ignoriamo prestiti fra paesi.

# Che succede se il paese A ha un deficit commerciale?

- Fuoriuscita di moneta (cioè oro) per finanziare il deficit (eccesso di import su export).
- Questo riduce la moneta circolante (riduzione dell'offerta di moneta). Non si può stampare moneta perché occorre avere oro.
- Meno moneta causa recessione; caduta della produzione, dell'occupazione, riduzione delle importazioni.
- Meno moneta causa deflazione; riduzione dei prezzi; aumento dei tassi di interesse; produzione più competitiva; aumento dell'export.

## **Che succede in B? Il contrario**

- Accumulo di moneta (oro)
- Aumenta l'offerta di moneta
- Aumenta la produzione e il reddito; aumento delle importazioni
- Inflazione; aumento dei prezzi; diminuzione dell'export

- Riequilibrio delle bilance commerciali attraverso meccanismi di mercato
- Nel paese A il riequilibrio è però ottenuto con una grande sofferenza sociale (disoccupazione, caduta del reddito)
- Sistema Ottocentesco: il benessere del paese è sottomesso alla sua stabilità finanziaria internazionale, ritenuta un valore più importante

- Prestiti internazionali potevano ritardare o ridurre la dimensione del riequilibrio necessario.
- Ma si potevano ottenere prestiti solo se si rispettavano le “regole del gioco”, e i governi davano priorità assoluta alla stabilità monetaria.
- Le Banche Centrali erano private (USA crea la Federal Reserve solo nel 1913) e non svolgevano nessuna funzione pubblica.

- I tassi di interesse erano uguali in tutto il mondo e si muovevano all'unisono.
- L'ortodossia monetaria domina in tutti i paesi del mondo, anche per il potere delle grandi potenze.

- Gold standard consente globalizzazione commerciale e finanziaria, grazie alla stabilità dei cambi.
- Grandi flussi di capitali, soprattutto di origine britannica (ma anche tedesca e francese) per finanziare paesi in sviluppo (USA, Europa meridionale, America Latina).

- Potere militare “garantisce” pagamenti dei debitori, eliminando rischio paese
- Dal 1875 francesi e inglesi incassano direttamente i tributi nell’Impero Ottomano
- USA invadono Santo Domingo (1905).
- Inglesi invadono Egitto (1882).

- La Grande Guerra cambia il mondo e interrompe la prima globalizzazione.
- Belligeranti sospendono convertibilità e libera circolazione.
- Cresce molto il ruolo pubblico nell'economia.
- Paesi europei escono dalla guerra fortemente indebitati con gli USA.

- Nella prima guerra mondiale, le forti spese militari influenzarono il valore delle monete in oro; paesi stampavano moneta per vincere la guerra ma creavano così inflazione.
  - Esempio: gli USA aumentarono il rapporto dollaro/oro da \$20,67 a \$35 per oncia. Ciò equivale a svalutare.

- Dopo la guerra i paesi europei, specie il Regno Unito, desiderano tornare al passato.
- Regno Unito reintroduce Gold Standard (1924) alla parità precedente (perché sistema deve essere credibile, e quindi avere parità immutabili), nonostante i suoi prezzi siano triplicati (e la PPA?) e abbia un enorme debito. Questo lo costringe a tassi di interesse elevati, deflazione, disoccupazione. Nel 1931 è costretto ad abbandonare daccapo il gold standard.

- Negli anni Venti e Trenta falliscono tutti i tentativi di ripristinare il Gold standard anche perché i costi sociali delle deflazioni sono sempre più forti e le organizzazioni dei lavoratori si oppongono.
- Paesi che mantengono cambio forte hanno poi grandi difficoltà nell'export; altri svalutano per poter esportare di più e aumentare l'occupazione.

- Keynes spiega che il Gold Standard **NON PUÒ** funzionare nelle economie moderne.
- Deflazione e prolungata disoccupazione sono molto più difficili con sindacati e suffragio universale.
- Priorità assoluta per la stabilità monetaria è molto difficile in democrazia.

Con la crisi economica degli anni Trenta c'è definitivo addio al sistema; svalutazioni competitive dei cambi e protezionismo.

Definitivo addio ai cambi fissi.

# Bretton Woods

- Nel 1944, conferenza (44 paesi) nel New Hampshire, dà vita al DOLLAR STANDARD.
- I paesi si accordarono per ancorare le proprie valute al dollaro USA, che era convertibile in oro a \$35/oncia.
- Si impegnarono a non usare svalutazioni competitive come arma di politica commerciale e per difendere le proprie valute.
- Le valute deboli avrebbero potuto essere svalutate (=cambiamento una tantum del cambio fisso) fino al 10% senza alcuna approvazione.
- Si istituirono il FMI e la Banca Mondiale.

- Sistema basato sulla centralità degli USA (paese più potente del mondo ha valuta centrale).
- Ma dollaro è vincolato dalla convertibilità in oro: USA non hanno politica monetaria autonoma.

## **Altre importanti differenze con Gold Standard**

- Controlli sui movimenti di capitali (introdotti in tutti i paesi).
- Prestiti dell'FMI ai paesi in difficoltà di bilancia dei pagamenti (FMI= banca delle nazioni).

- L'accordo che istituiva il Fondo Monetario Internazionale (FMI) era stato profondamente influenzato dal crollo finanziario globale, dalle svalutazioni competitive, dalle guerre commerciali, dall'alta disoccupazione, dall'iperinflazione in Germania e altrove, e dalla generale disintegrazione del sistema economico che si era verificata tra le due guerre mondiali.
- Lo scopo del FMI era cercare di evitare il ripetersi di quel caos tramite una combinazione di disciplina e flessibilità.

## **Disciplina**

- Un tasso di cambio fisso impone disciplina economica e riduce l'inflazione.
- Frena le svalutazioni competitive e porta stabilità nel commercio mondiale

## **Flessibilità**

- Concessione di prestiti:
  - Presta valuta estera ai paesi con problemi alla bilancia dei pagamenti
- Parità aggiustabili:
  - Permette ai paesi di svalutare la propria moneta più del 10% se la bilancia dei pagamenti presenta uno "squilibrio strutturale"

## **I controlli sui movimenti sono elemento fondamentale del sistema:**

- per evitare le turbolenze degli anni Venti e Trenta
- perché l'economia internazionale non si autoregola
- perché i paesi hanno bisogno di politiche monetarie (tassi di interesse) diverse

- Ruolo prestiti FMI (e non più di finanziatori privati) significa che il finanziamento di squilibri diventa responsabilità intergovernativa.
- Possibilità di svalutazione è una valvola di sicurezza fondamentale: meglio modificare parità che disoccupazione.

- Tutto il sistema finanziario internazionale è costruito dando priorità alle esigenze di politica economica interna (obiettivo della piena occupazione).
- Se l'equilibrio internazionale è in conflitto con gli obiettivi interni, prevalgono questi ultimi.

# **Il collasso del regime di cambio a tassi fissi**

Il sistema di tassi di cambio fissi istituito a Bretton Woods ha funzionato benissimo fino alla fine degli anni Sessanta

- Il dollaro USA era l'unica valuta che poteva essere convertita in oro.
- Il dollaro USA serviva come punto di riferimento per le altre valute
- Stabilità dei cambi; limitate (e attese) svalutazioni.
- Ma: qualsiasi pressione alla svalutazione del dollaro avrebbe causato problemi in tutto il mondo.

## **Fattori che hanno portato al crollo del sistema di cambi fissi**

- Il presidente Johnson finanziò sia il suo programma sociale che la guerra in Vietnam stampando moneta: alta inflazione; ma dollaro ha valore fisso in oro!
- L'8 agosto 1971, il presidente Nixon annunciò che il dollaro non sarebbe stato più convertibile in oro
- I paesi si accordarono per rivalutare le proprie valute contro il dollaro
- Il 19 marzo 1972, il Giappone e buona parte dell'Europa decisero per la fluttuazione delle valute

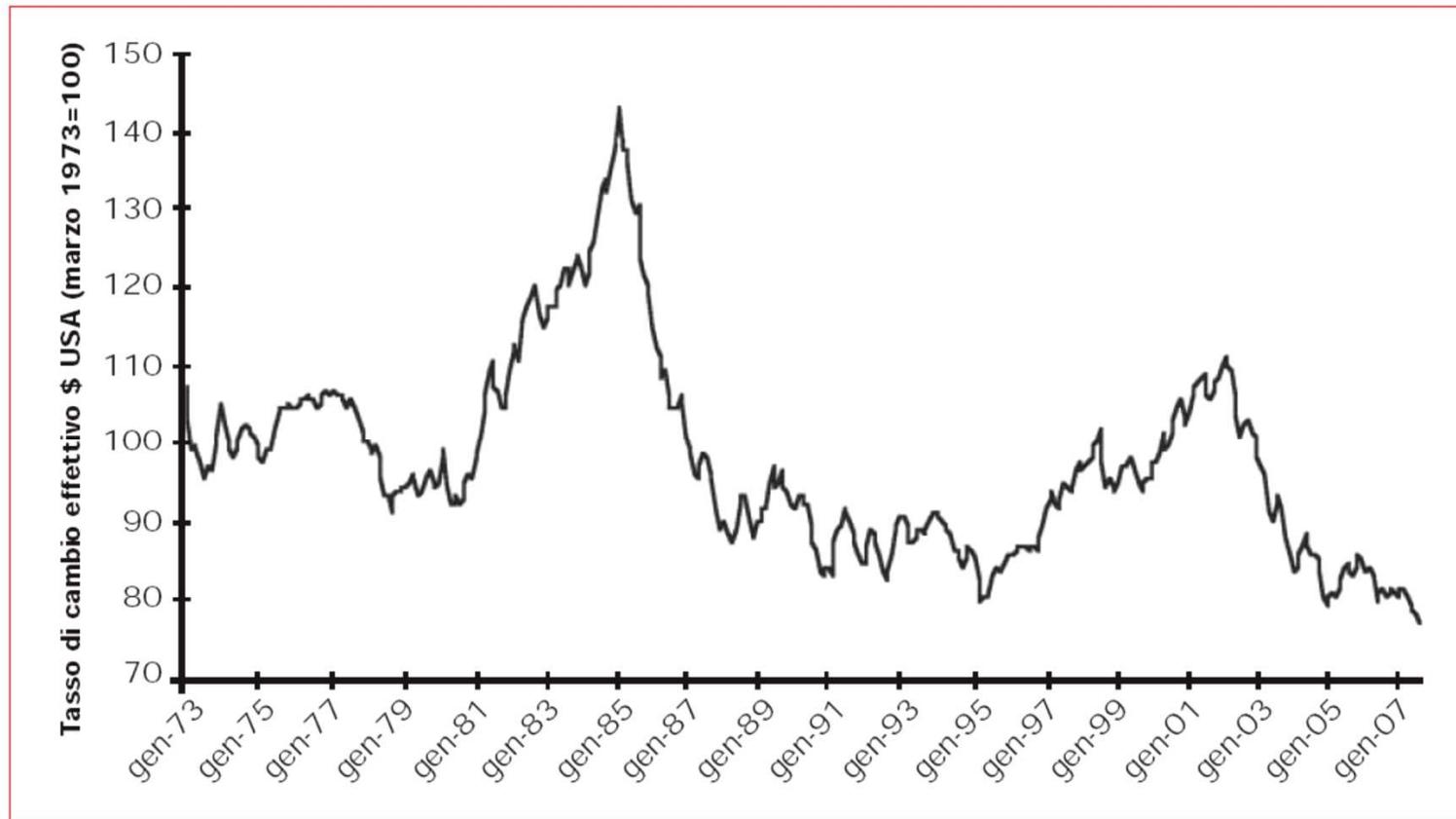
- Lo statuto del FMI cambiò per conformarsi alla nuova realtà di tassi di cambio flessibili
  - Si accettano i tassi di cambio flessibili
  - L'oro non è più un'attività di riserva a fronte della moneta
- Il FMI mantiene il suo compito di aiutare i paesi a far fronte alle crisi macroeconomiche e valutarie.

## I tassi di cambio dal 1973

- Forte aumento della velocità e della dimensione dei movimenti di capitale a breve termine:
  - innovazione tecnologica
  - liberalizzazioni dei movimenti di capitale
- Aumenta molto la **volatilità** di breve termine.

- I tassi di cambio sono flessibili e diventano volatili (cambiamenti nel brevissimo termine) per diverse ragioni:
  - Crisi petrolifera -1973-4
  - Perdita di fiducia nel dollaro - 1977-78
  - Seconda crisi petrolifera – 1979
  - Inatteso incremento del valore del dollaro - 1980-85
  - Rapida diminuzione del valore del dollaro - 1985-87 e 1993-95
  - Parziale collasso del Sistema Monetario Europeo – 1992
  - Crisi valutaria asiatica - 1997

## Tasso di cambio effettivo del dollaro, gennaio 1973 – agosto 2007



**FIGURA 11.1** Tasso di cambio effettivo del dollaro, gennaio 1973-agosto 2007.

## **Anni Settanta**

- Stagflazione = coesistenza di elevata inflazione e elevata disoccupazione.
- Si riduce la fiducia nelle politiche economiche (ruolo dei governi) per giudicare l'economia.

## Anni Ottanta

- Si afferma una visione politico-ideologica molto più favorevole alla libertà di mercato.
- I paesi lasciano fluttuare le proprie valute e liberalizzano i movimenti di capitali.
- Grande interesse USA e Regno Unito alla liberalizzazione: ruolo di New York e Londra come piazze finanziarie globali.

## **Caso della Francia (1981-83)**

- Governo Mitterand (socialista) introduce controlli sui movimenti di capitali, ma poi cambia completamente rotta.
- Francia accetta liberalizzazione finanziaria e la nuova visione si diffonde anche in Europa.
- A seguito dell'Atto Unico (1986) vengono liberalizzati i movimenti di capitali in Europa dal 1990.

# **Il Sistema Monetario Europeo 1979-1997**

- L'Europa reagisce ai problemi della volatilità dei cambi (pericolosa in un'area con grande integrazione commerciale), con vari tentativi falliti e poi con il successo del Sistema Monetario Europeo (1979).

- Le valute europee sono legate fra loro da una griglia di tassi di cambio basata su **parità centrali**. Ogni valuta ha una “**banda di oscillazione**” rispetto alla parità centrale del 3% (la lira una banda più ampia).
- Quando il cambio di una coppia di valute arriva al limite della banda di oscillazione, entrambe le Banche Centrali devono intervenire.
- Ciascun paese può mutare la sua parità rispetto alle altre valute (svalutare) solo se gli altri sono d'accordo.

## **Crisi della lira, 1992**

- La lira fa parte dello SME (ha parità centrale), ma:
  - l'inflazione italiana è più alta che negli altri paesi
  - tassi di interesse sono più alti per compensare tasso di cambio atteso in deprezzamento

## **Crisi di fiducia dell'Italia, 1992**

- Deficit persistenti di bilancio pubblico inducono timori per il debito pubblico, estremamente grande; crisi sistema politico italiano. Tangentopoli «Aspettative» negative!
- Quindi rischio paese si aggiunge alle aspettative di deprezzamento della lira dovuto al differenziale di inflazione (PPA).

## **Mercati “scommettono” contro l’Italia**

- Si aspettano uscita della lira dallo SME e svalutazione ben al di là dei margini concessi
  - per questo vendono lire, spostando all’estero capitali, per guadagnare sul valore dei propri titoli

- Banca d'Italia difende la lira con riserve ufficiali per impedire un eccessivo deprezzamento, ma dopo una settimana deve cedere.
- La lira esce dallo SME e si svaluta (aumenta export ma anche inflazione e tassi di interesse). Rientrerà nello SME nel 1996.
- Mercati sono più forti di una delle più importanti (e ricche in termini di riserve ufficiali) Banche Centrali del mondo

## **Euro, dal 2001**

- Criteri di convergenza fissati nel 1992 per poter utilizzare la moneta unica dal 2001.
- Vengono fissati nel 1997 cambi fissi irrevocabili.
- Dal 2001 vengono eliminate le precedenti valute e i paesi aderenti utilizzano solo la moneta unica, l'euro è un sistema ancora più vincolante dei cambi fissi perché non è più possibile tornare alle valute precedenti e quindi a cambi flessibili.

## **L'Euro. Benefici:**

- Risparmio dall'uso di un'unica valuta.
- Impedisce inflazione e aiuta stabilità monetaria in Europa.
- Crea un mercato dei capitali europeo.
- Rafforza l'Europa nel quadro internazionale.

## L'Euro. Costi, problemi:

- I paesi perdono il controllo della politica monetaria.
- La Banca Centrale Europea controlla la moneta, al solo fine di contenere l'inflazione.
- L'UE non è *“un'area valutaria ottimale”*: le economie dei singoli paesi sono diverse e perdono il cambio come meccanismo di aggiustamento.
- L'euro implica un maggiore coordinamento delle politiche economiche europee, con istituzioni europee.